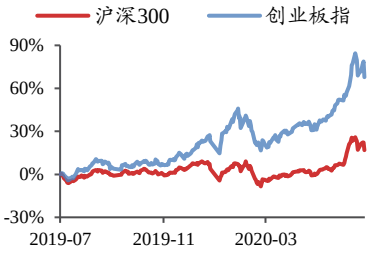
2020 年 07 月 27 日

开源晨会 0727

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	-2.27
采掘	-2.34
国防军工	-2.37
银行	-2.58
房地产	-2.84

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-8.56
电子	-6.05
医药生物	-5.85
传媒	-5.56
非银金融	-5.22

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】市场坚强的理由
【策略】风雨中抱紧顺周期
【宏观】货币、信用环境的常见误读
【宏观】历史上选情不利时，美国在任总统做过什么？
【宏观】“每周三问”系列（一）政策环境转向了吗？
【固定收益】信用债净融资额大幅上升，成交缩量收益率下行
【固定收益】粮价的成因：南方的水还是货币的水

行业公司

【电气设备】看好光伏景气度，关注涨价环节
【房地产】成交稳增，房住不炒基调不变，多地调控政策升级
【纺织服装】再推开润股份，建议关注“后疫情”时期业绩弹性较大公司
【石油化工】管网资产注入开启新机遇，中低油价炼化业绩将兑现
【食品饮料】基金配置比例回升，调整过后仍是光明
【非银金融】短期波动不改中长期逻辑，继续看好非银龙头
【非银金融】制度突破驱动融券业务爆发，头部券商更加受益
【通信】上半年 5G 建设进程良好，中美摩擦不改 5G 确定性
【家用电器】继续看好扫地机及厨房小家电，新增推荐九阳股份
【轻工制造】新型烟草海外 Q2 继续增长，建议关注思摩尔国际
【化工】两大石化基地建设推进中，当前已至周期板块烂漫时
【新材料】LGD 广州 OLED 产线正式量产，关注 OCA 胶国产替代
【商业贸易】2020Q2 零售板块基金超配比例小幅回落
【农林牧渔】农业板块基金配置比例下降，后周期动保业绩迎来改善
【医药】医药流通：从合纵药易购拟 IPO 看“互联网+医药电商”的确定性趋势
【电子】德州仪器营收同比下滑，2020Q3 预计回暖
【煤炭石化】看好经济复苏和行业变革，继续看多煤炭股
【通信】基金持仓通信 Q2 创新低，5G 顺周期提升空间明显
【电气设备】量价齐升的“前奏”，行业盈利和格局或进一步优化
【通信】华为迎难而上进军芯片制造，通信公司中报季向好
【医药：戴维医疗】国内电动腔镜吻合器领跑者
【家电：九阳股份】核心品类创新+品类拓展，小家电龙头有望提速增长
【机械军工：华东重机】港口装卸设备望于自动化趋势中焕光彩
【房地产：金科股份】跨越发展，全国布局，四位一体多元业务协同并进
【煤炭石化：宝丰能源】红四煤矿获采矿许可证，煤炭自给率提高巩固成本优势
【电子：华工科技】激光加工与光通信双轮驱动，受益 5G 业绩迎来催化
【房地产：张江高科】践行“空间服务商+时间合伙人”理念，打造科技投行
【电子：江丰电子】国产溅射靶材龙头，未来前景可期

研报摘要

总量研究

【策略】市场坚强的理由——投资策略周报-20200726

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

顺周期板块的风险收益比成为我们对市场仍能保持乐观的原因

本轮调整之中，顺周期行业更加“抗跌”，而前期极致的风格已经让传统意义上的防御板块失去了防御作用，我们认为这背后反应的逻辑是：在面对巨大不确定性时，前期拥挤交易板块叠加较大的浮盈，成为市场最大的脆弱点，部分防御板块也因此无法具有防御价值。市场未来会面对较高的不确定性，这种不确定性将催化投资者重新衡量风险收益比——尽管此前一度被大部分投资者所忽视。但我们也乐观的认为，经济复苏才是 A 股 7 月以来行情的逻辑起点，只要经济复苏能够不断得到验证，市场向上的趋势就难以逆转。顺周期板块的当下的风险收益比成为我们对市场的投资机会可以保持乐观的真正原因。

2016-2017：为何切换，缘何反复

当下：工业品价格上涨、PPI 触底回升让人很容易地联想到了 2016-2017 年的中观景气上行周期与风格切换。复盘 2016-2017 年，我们发现三大因素造就风格切换：一是需求（或是经济复苏动能）得到持续确认，二是供给收缩的效果显现，三是布局前期占优风格的资金逐步失去主导地位。

放下博弈层面的困惑，经济复苏是主线

在经济复苏和利率上行已经在债券和商品得到定价后，7 月以来市场已经进入切换第一阶段，正在向价值全面占优期过渡。期间出现反复的一大原因就是交易结构上前期优势资金仍占主导，部分基金甚至出现折返跑。这也进一步加剧了前期强势板块在投资者结构上的拥挤交易。但当市场调整开始，“股市赚钱效应——居民买基金——推升前期风格走向极致”这一前期成立的逻辑，就有被打破的可能，甚至往反方向运动。另一方面，以热钱驱动的北上资金（非传统配置型资金）和保险资金为代表的增量资金可能是今年一个最大被忽视的力量，增量资金历史上对于低位资产的追捧不乏先例，是对于价值风格推动的一股潜在边际力量。

我们认为，投资者因放下博弈困惑，经济复苏仍是此次切换的核心，下半年基本面将发出更多积极信号：（1）下半年广义财政支出空间较大；（2）供给侧改革成果犹存，使得工业品价格弹性充分；（3）疫情之后又迎来高温和雨季，可能是需求难以被真正认知的原因，立秋之后重迎开工旺季，是验证经济数据的重要时点。

调整结构，迎接反弹

基本面的右侧往往滞后于市场的右侧，考虑到现在市场资产价格表现开始越来越有利于价值风格，我们并不建议投资者去观望和等待。我们推荐顺序为：第一，经济复苏带动需求回暖，行业景气将在走出淡季后逐步得到验证：化工、建材、工程机械、有色（铜、银、铝）、煤炭；第二，作为“周期之眼”的大金融板块：房地产、保险、银行；第三，顺周期消费：汽车、家电。

风险提示：中美关系的不确定性；财政支出不及预期。

【策略】风雨中抱紧顺周期——投资策略点评-20200724

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

市场的脆弱点在下跌中进一步暴露

2020 年 7 月 24 日市场大跌，中美摩擦是直接导火索。但是我们从市场下跌板块的排序中，可以看到更多信息。本轮下跌中，板块下跌幅度并未按一般逻辑演绎：即不受该事件影响的股票下跌较少，受事件影响的股票下跌更多。

反而领跌的股票集中在前期涨幅较大的科技+消费领域：具体有医药、电子、免税概念等。即使看似受益于事件冲突的国防军工板块，由于前期累计的可观的收益，跌幅也并非最低。我们认为这背后反应的逻辑是：即在面对巨大不确定性时，前期拥挤交易板块叠加较大的浮盈，成为市场最脆弱的点。相对来讲，前期一直被市场认为在经济转型过程中不符合长期趋势的板块，表现出了较强稳定性。我们认为，前期极致的风格已经让传统意义上的防御板块失去了防御作用。

强势板块领跌之后，市场方向可能存在一定的变化

根据历史经验，前期强势板块在出现带头领跌后，市场的方向可能会出现一定的变化。最近的例证是 2020 年 3 月科技股大跌后，后续 4-5 月市场行情主要由消费主导。我们观察到 5 月开始无风险利率已经上行，经济已经出现复苏信号，但是这种定价只在商品和债券市场发生，并未在价值/成长内部反应，而势能已经在累积，6 月底基金持仓数据显示部分板块交易结构已经十分拥挤。我们认为，7 月开始价值股的反弹主要来源于经济预期的修复，而极低的估值放大了这一效应。遗憾的是，2014-2015 的牛市记忆，让大量投资者将其解读为低估值修复后帮助前期泡沫化的资产进一步水涨船高。这种演绎过程在金融市场流动性边际收紧环境下是不支持的。而这种泡沫化的结果就是成长属性的资产的预期收益率进一步降低，进一步削弱了面对风险的安全垫。

风格切换正在从市场信号层面进一步被确认

展望未来，风格切换正在以我们最不愿意看到的却又是历史上发生概率最高的一种形式被确认：即全市场出现普遍下跌，同时风格出现变化。我们认为，风格切换的核心逻辑始终未变：经济复苏，利率上行，这将有利于短久期属性的价值股，同时，极大的估值差距会无限放大这一效应。而市场信号指示：市场未来会面对较高的不确定性，这种不确定性将催化投资者重新衡量风险收益比，而这种收益比的度量的必要性在过去整体上涨过程中被市场严重忽视。

保持乐观，继续布局顺周期板块

相对于 2019 年 4 月政策降温以迎接冲突不同，这次冲突的出现反而为政策边际宽松创造了条件。我们再次提醒投资者重视顺周期板块的布局价值，我们相信其抗风险能力和绝对收益能力在未来都会同样出色。我们推荐顺序为：第一，经济复苏带动需求回暖，行业景气将在走出淡季后逐步得到验证：化工、建材、工程机械、有色（铜、银、铝）、煤炭；第二，作为“周期之眼”的大金融板块：房地产、保险、银行；第三，顺周期消费：汽车、家电

风险提示：中美贸易摩擦；疫情恶化

【宏观】货币、信用环境的常见误读——宏观经济专题-20200726

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004

近期，市场对货币和信用环境是否转向，存在诸多分歧。我们从货币流动性环境是否具备转向条件、货币政策传导机制变化和信用修复是否结束等方面进行详细分析。

一问：货币流动性环境是否具备转向条件？

近期，货币市场利率表现明显分化，主要缘于银行超储率过低。7 月以来，7 天货币市场利率在利率走廊下限附近波动，而 14 天以上货币市场利率明显抬升，3 个月 SHIBOR 上涨至 2.56%、接近春节刚结束的水平。不同期限利率表现不同，与银行超储率过低有关，6 月超储率只有 1.6%、为 2018 年以来同期新低；而央行公开市场主要投放 7 天资金、平抑短期波动，不能弥补银行的长期资金缺口。

当前货币流动性环境尚不具备转向的宏微观基础，降准补充银行流动性的必要性上升。经济生产经营行为正逐步修复，但需求整体偏弱、就业等压力较大；经验显示，在没有完全确认经济企稳前，央行通常不会转向全面收紧。微观层面，企业尚处于报表修复阶段，流动性偏紧可能导致融资成本上升、不利于报表进一步修复。结合 2018 年以来降准规律来看，降准必要性上升、时间窗口或已临近。

二问：宽货币一定带来宽信用么？

货币到信用的传导机制不同以往，沿用传统框架容易产生偏误。传统框架下，央行直接调控贷款利率，对实体需求刺激迅速。2016 年以来，央行逐步转向间接调控为主，手段上从数量转向价格调控，通过政策利率向市场利率传导，进而影响融资成本，时滞相对较长。“房住不炒”定位下，房地产带来的信用派生弱于传统周期。此外，存贷款利率非对称式变化，加大银行净息差压力，增大传导阻力。

没有宽货币配合，信用修复较难；但宽货币不一定带来宽信用，过于宽松的流动性环境也可能导致资金空转等。经验显示，经济承压下，央行加码宽松刺激需求，有助于信用修复；但货币政策所面临的宏观形势复杂多变，仅靠货币加码较难刺激需求修复、还可能出现资金空转、违规套利等，信用修复还需财政政策等配合。

三问：信用环境的拐点已现？

社融增速的见顶回落，并不意味着信用修复即将结束。上半年社融变化，显著受政府债券发行节奏等影响；考虑到后续影响趋弱等，社融增速或在三季度前后见顶回落，年底水平仍明显高于 2019 年底、中性情景或超 13%。从债券发行到资金运用存在时滞，导致社融或更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。

下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%。中性情景下，预计全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，下半年增速将较上半年的 0.6%大幅抬升。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；M2 增速或继续抬升，中性情景下，年底 M2 增速或达到 13%，甚至更高。

风险提示：金融风险累积导致政策出现重大调整；财政盘活存量或项目落地不及预期。

【宏观】历史上选情不利时，美国在任总统做过什么？——宏观经济专题-20200726

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008

6 月以来，随着疫情反弹及经济修复放缓下支持率大幅回落，特朗普开始频频对外挑起事端。美国疫情 6 月以来大幅反弹，多个州因此暂停复工计划，拖累整体经济修复节奏放缓。受此影响，特朗普支持率大幅下滑，跌至新低。面对国内选情不利局面，特朗普开始频频对外挑起事端，包括发出关税及经济制裁威胁等。

以史为鉴，通过对外挑起事端等转移国内矛盾，是美国谋求连任的总统或执政党在大选年常用的竞选手段。历史经验显示，美国选民对其他国家普遍持怀疑态度。以往大选年中，美国在任总统或执政党面对选情不利局面时，往往会通过对外挑起事端，如实施贸易、外交、军事打压或制裁等，转移国内矛盾、扭转选情走势。

选情走弱时，美国曾有多位在任总统在贸易领域，对其他经济或贸易强国实施打压。例如，上世纪 60 年代后，日本经济腾飞；随着日本出口产品冲击到本土产业，美国国内反日情绪日益高涨。1956 年、1984 年，时任总统艾森豪威尔、里根均逼迫日本在贸易领域做出重大让步，并凭此吸引到大量支持、双双成功连任。

以“反恐”为由，在经济层面制裁伊朗、叙利亚等宗教国家，也是美国在任总统谋求连任的常见手段。最为典型的是小布什，上任后支持率不断下滑。2004 年 5 月，小布什宣布对参与恐怖主义的叙利亚实施全面经济制裁。小布什的这一举动，成功“挑拨”起美国民众对恐怖主义的恐惧，最终在大选中吸引到大量民众支持。

外交领域，美国多位总统曾以驱逐他国外交人员等手段，激发国内民族情绪。 为给连任增添筹码，美国在任总统在怀疑或发现他国有不符合美国利益的行为时，常常会在外交领域“发难”、激发民族情绪。例如，1996 年 5 月，在苏丹拒绝交出涉嫌刺杀埃及总统的嫌犯后，时任美国总统克林顿宣布驱逐苏丹外交官。

美国有多位总统在大选年对其他国家发起过军事行动，但只是发生在冷战时期。举例来看，1956 年 2 月，时任总统艾森豪威尔决定向南越派遣 350 名军人；1992 年 5 月，时任总统老布什批准北约对波黑实施全面封锁。不过，上述军事行动都有着明显冷战“烙印”。冷战结束后，美国再未出现过大选年对外发起军事行动。

对外挑起各种事端的核心目的，是为了服务国内大选舆情；但是，美国总统通常会控制外部摩擦的影响范围，

避免对国内经济产生较大扰动、影响大选。美国总统在大选年对他国实施打压，核心目的是激发民族情绪、提高自身支持率。为了避免冲击到国内经济、影响大选，美国总统通常会控制外部摩擦的影响范围。例如，虽然频频挑起贸易摩擦，但核心是逼迫对方减少对美出口、增加对美进口等。

风险提示：美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

【宏观】“每周三问”系列（一）

政策环境转向了吗？——宏观经济点评-20200724

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

一问：下半年财政支出会否大幅回升？

2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，通过提高赤字率、加大财政盘活等举措，提高广义“赤字”至 11.2 万亿元，对应全年支出增速为 13.2%。但上半年广义财政支出仅增长 0.6%、大幅低于预算增速，主要受财政减收、资金“沉淀”等影响。根据预算，下半年广义“赤字”还有 7.8 万亿元空间，占全年规模的 70%。

下半年，广义财政支出增速或明显抬升，政策呈现较强延续性。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，中性情境下，全年广义财政支出增速或在 5-10%左右，下半年增速将大幅抬升。财政投向上，一般财政着力落实“六保”，政府性基金侧重投资；二季度政府性基金支出大幅增长，反映政府投资或已启动。

二问：信用环境和政策的拐点已现？

下半年广义财政支出加快，或将带动经济行为和信用环境进一步加速修复。与财政政策配合，货币政策推动信用修复的大方向没有变，进一步加大对中小微企业等融资支持，同时打击资金空转等。4 月下旬以来货币市场利率的抬升，只是流动性环境回归常态、并非转向，中短期转向的可能性也较低；当前货币市场利率在利率走廊实际下限附近波动、未来或延续，中枢可能在当前水平维持一段时间。

近期部分人士认为，社融增速即将回落，意味着信用修复结束。但实际上，年初以来社融增速变化，显著受政府债券发行节奏等影响；从债券发行到资金运用，存在一定时滞，导致社融可能更多反映政府融资行为，而非支出带动的信用派生。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建等对需求的拉动，或加快信用派生；M2 增速或继续抬升，中性情景下，年底 M2 增速或达到 13%，甚至更高。

三问：美国疫情大幅反弹，对经济及大选的可能影响？

6 月下旬以来，美国新增确诊病例由 2 万例/天左右升至 6 万例/天以上。虽然特朗普强调是病毒检测能力提升导致疫情数据上升，但病毒检测阳性率及传染系数 R0 值的双双反弹，均不支持这一说法。结合各州疫情数据来看，美国疫情二次爆发背后，是佛罗里达、德克萨斯等南方州激进复工及防控不利下，新增病例激增。

伴随疫情大幅反弹，美国复工节奏明显放缓，餐饮消费等线下经济活动快速降温。若疫情形势持续恶化，美国经济修复进程或受较大影响。疫情的反弹以及对复工的拖累，也使得特朗普在多个摇摆州中支持率大幅下滑，较拜登的差距越拉越大。随着大选日益临近，若无法扭转在摇摆州的颓势，特朗普很可能连任失败。同时，投票方式会否因为疫情改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

风险提示：财政盘活存量或项目落地不及预期。

【固定收益】信用债净融资额大幅上升，成交缩量收益率下行——固收信用周度复盘-20200726

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

一级市场：净融资额大幅上升

1、上周信用债发行量边际回暖，净融资额大幅上升。信用债发行量达到 1,746.17 亿元（环比上涨 28.95%），

净融资量达到 395.69 亿元（环比上涨了 681.98 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模小幅下降。上周有 9 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 83.6 亿元，规模上相较前一周 107.30 亿有所下降。

二级市场：信用债成交缩量，收益率下行

1、成交总量下降，公司债可交债环比上升。上周信用债二级成交量 7,155.66 亿元，环比下降 15.80%。

2、信用债收益率均下行，中短久期下行幅度更高。上周信用债收益率均不同程度下行，3Y 期中短票据、企业债、城投债、产业债收益率下行幅度更高。

评级调整：上周 5 家主体评级上调

上周共 5 家主体级别上调，3 家主体级别下调。

债市要闻：银行间与交易所债市互通互联，央企信用保障基金用于化解和处置央企债券风险

1、7 月 19 日，央行、证监会发布《中国人民银行 中国证券监督管理委员会公告（〔2020〕第 7 号）》，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作，推进债券市场要素自由顺畅流动。

2、7 月 23 日，央企信用保障基金成立仪式在京举行。央企信用保障基金由中国国新联合 31 家中央企业共同出资发起设立，以市场化方式募集设立，总规模 1000 亿元，首期规模 100 亿元，专项用于防范化解和处置央企债券风险。

3、7 月 23 日，国务院召开第三次廉政工作会议，要求加强资金使用监督，切实提高纾困政策落实精准性、时效性。

4、银保监会：牢牢守住不发生系统性金融风险底线，提早谋划应对银行业不良资产大幅增长，做实利润、提足拨备、补充资本，增强风险抵御能力；坚决防止影子银行死灰复燃、房地产贷款乱象回潮和盲目扩张粗放经营卷土重来；依法依规处置不法金融集团和重大风险事件，丰富审慎监管强制措施，加大惩治力度。

风险提示：经济复苏慢于预期，中美关系的不确定性。

【固定收益】粮价的成因：南方的水还是货币的水——固收定期策略-20200724

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

灾害与粮价之间的关系并不是看上去那么简单，我国粮食产量与粮食价格之间的关系在近 45 年来经历了三个阶段：从负相关到正相关，再到无相关。粮食收成与粮食价格之间相关规律变化的背后是粮食生产效率的提升：

1）1995 年之后，农业生产能力的提高导致我们在粮食产量上可以部分摆脱灾害因素的影响，而适当地根据粮食价格既有变化去调整粮食产量；

2）2007 年之后，随着农业监测机制及减灾技术的发展成熟，灾害对粮食产量的影响变得较小。

此外，更为重要的是：通胀周期对农作物的定价作用不断加大，且在近年来明显超过了粮食减产等问题对粮价的定价作用：

1）粮农和贸易商会受通胀预期的影响不断囤粮出粮，从而对粮食价格产生了顺通胀周期的影响；

2）通胀预期一般是因货币周期而起的，因此，货币周期在近年通过通胀周期对粮食价格的定价作用越来越强。

南方的洪涝灾害的确已经导致农作物出现了一些广泛地受灾，但流动性的增加及其所引发的通胀预期可能会给粮食价格同样带来推动力。粮食价格的确有可能持续加速，但我们不必因此而担心通胀，未来粮食价格上涨对 CPI

的推动会有较大程度被下行的猪肉价格所抵消掉。此外，暴雨无论对房地产还是基建投资的影响并不大：

1）经验上，只有在雨量较大且持续的状态下（如 2016 年），暴雨才会对地产投资产生一些暂时性影响；

2）2020 年的降水量可能不会增加到一个类似 2016 年那般较大的状态，2019 年的厄尔尼诺指数偏温和，至少这种暴雨的持续性有限。

货币的水是利率债走势更为核心的力量：之前的低利率已经带来了一些资金情绪的 risk-on，这的确造成了利率债长期投资的价值不足。

但短时来看，广义基金的配置力量还会带来利率债的阶段性机会，利率债当前仍然存在收益率继续下行的机会，建议维持长久期。

风险提示：经济复苏不及预期，洪灾影响大于预期，疫情反复。

行业公司

【电气设备】看好光伏景气度，关注涨价环节——行业周报-20200726

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

周观点：产业链涨价成就量价齐升的想象空间

1）光伏行业：近期硅料、硅片、电池片不断传来涨价信息，短期具有事件驱动性质，中长期核心原因是下游需求不断向好；我们预计行业未来月度、季度需求将逐步转好，下半年是比较好的投资窗口期；短期关注量价齐升后的业绩超预期，中长期关注公司全球竞争力和创新带来的格局变化，隆基股份、阳光电源、锦浪科技等龙头受益，关注硅料、电池片、玻璃等环节的弹性机会，通威股份、爱旭股份、福莱特等受益。2）新能源汽车行业：特斯拉财务状况持续改善，其产品力是行业核心驱动力；短期看，其下半年业绩增速将加快；中长期看，软件驱动硬件发展，智能电动化大趋势使得新能车渗透率有望加速提升。具体的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链，关注边际改善较大环节。3）“新基建”服务：关注特高压、5G 等“新基建”对电气设备需求的拉动，良信电器等公司受益。

光伏产业链量价齐升的“前奏”，行业盈利和格局或进一步优化

龙头公司有望在下半年迎来量价齐升，盈利或超预期。根据硅业分会数据口径，多晶硅料在 7 月 22 日迎来第四次提价，成交均价上涨至 6.81 万元/吨，环比涨幅 8.6%。同时受到硅料价格上涨影响，部分硅片生产商将上调硅片价格，以 166 硅片为例价格或上涨至 2.7-2.75 元/片，涨幅约在 4%-6%左右。我们认为此轮价格上涨，短期由硅料供给端收缩直接导致，而终端需求持续向好或将支撑行业高景气度维持较长时间。根据我们对全球光伏装机量的预测，2020Q3 及 2020Q4 同比增速有望加速，我们认为龙头公司有望在下半年开始迎来量价齐升阶段，整体盈利或超预期。持续推荐隆基股份、阳光电源，受益标的为通威股份、锦浪科技、晶澳科技。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：1、亿纬锂能获宝马电池供应定点，成为继宁德时代后国内第二家为宝马供应电池的电池厂。2、特斯拉柏林超级工厂汽车年产量或将达 200 万辆。

新能源汽车公司层面：亿纬锂能预计 2020 上半年净利润同比增长 38.1%-42.9%。

光伏行业层面：硅料价格上涨导致隆基硅片向上调价。

光伏公司层面：阳光电源预计 2020 上半年净利润同比增长 25%-35%。

风电行业层面：南方电网上半年全网可再生能源发电利用率达 99.87%。

风电公司层面：禾望电气全资子公司对外投资 8.11 亿元建设 50MW 海上风电项目。

风险提示：新技术发展超预期、疫情等导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【房地产】成交稳增，房住不炒基调不变，多地调控政策升级——行业周报-20200726

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

房住不炒基调不变，一城一策持续灵活，给予行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前销售、区域政策、融资等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 9.16 倍，但仍处于历史低位。当前结算项目主要为 2017-2018 年销售项目，伴随疫情影响逐渐消散，对全年业绩影响相对较小。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：房住不炒基调不变，南京、东莞等多地调控政策有所升级

房地产工作座谈会韩正副总理重提房住不炒，坚持“三稳”目标，落实长效机制，确保房地产市场平稳健康发展；7 月 LPR 报价不变。地方政策出台频繁，方向不一，但收紧城市明显增多。1）宽松：长春限售政策放宽，三环内二手房交易不再受购买时间限制。2）收紧：继深圳出台 715 新政后，南京、东莞均颁布收紧新政。南京提出开盘不低于 30%比例保障无房家庭刚需；夫妻离异的，任何一方自离异之日起 2 年内购买商品住房的，其拥有住房套数按离异前家庭总套数计算。东莞限购、限售升级，非本市户籍购买首套一手二手商品住房需 1 年以上社保，买 2 套需 2 年以上社保，外地人限购第 3 套房，取得不动产权证满 3 年后方可交易转让。此外，宁波海曙等 6 区的“无房家庭”可优先认购商品住房，但满 5 年后方可转让；房企至少提供 50%房源供“优先认购”。地方政策有所收紧，主要源于疫情后部分市场成交过于火热，政策利好市场热度回归理性；但同时又保障刚需人群入场，比如南京、宁波海曙等区域政策均对无房家庭购房有所倾斜，调控符合房住不炒基调，一城一策持续灵活推进。

成交：一二手成交稳增，二线城市表现最佳

1）新房：2020 年第 30 周，全国 32 城成交面积 441 万平米，同比增长 5%，环比减少 11%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 11142 万平米，累计同比减少 10%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 30 周，全国 9 城成交面积为 142 万平米，同比增速+6%，前值 19%；年初至今累计成交面积 3207 万平米，同比增速-11%，较前值持平。

资金：信用债发债规模环比回升，利率维持低位

1）房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 30%、0%。2020 年第 30 周，信用债发行 95.6 亿元，同比减少 25%，环比增加 62%，平均加权利率 4.80%，环比减少 23BPs；海外债发行 12.2 亿美元，同比减少 60%，环比减少 50%，平均加权利率 7.40%，环比增加 4BPs。2）7 月 20 日，央行公布 7 月 LPR，1 年期 LPR 报价 3.85%、5 年期为 4.65%，连续 4 个月不变，后续房贷利率有望探底，当前利率仍处于历史低位，利于缓和居民还贷压力。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【纺织服装】再推开润股份，建议关注“后疫情”时期业绩弹性较大公司——行业周报-20200726

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：安踏体育、南极电商、开润股份、申洲国际、健盛集团、诺邦股份、李宁、波司登

1、线下复苏组合：安踏体育、李宁、波司登

2、电商组合：南极电商、开润股份

3、优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团

4、疫情受益标的：诺邦股份

随着出行恢复、下游品牌商经营回暖，建议关注箱包和上游代工标的

2020 H2 随着下游耐克、优衣库、迪卡侬等品牌经营情况逐渐恢复，预计开润股份、申洲国际等优质的服饰箱包代工企业 2B 端业务将受逐渐回暖（上游代工业务恢复与下游品牌销售恢复存在一定的滞后时间）。在疫情防控常态化的情况下，7 月以来，暑期旅游推动了国内出行需求恢复。根据“去哪儿网”，截至 7 月 20 日，国内热门旅行目的地搜索量较 7 月 13 日有较大增长，上海、成都、广州和昆明四地增长近 6 倍。国内出行恢复有望推动开润股份 2C 业务加速复苏。

开润股份：预计 2C 业务于 2020 Q2 触底，2B 业务于 2020 Q3 触底，业绩拐点将至。1）2B 端：深化“扩品类+扩客户”逻辑，下游客户经营情况逐渐改善，有望传导至公司 2B 业务加速复苏。2）2C 端：箱包品类：90 分，小米品牌及新增品牌大嘴猴采取差异化定位，全面覆盖消费需求。7 月以来随着出行恢复，箱包销售回暖显著。新品类：布局运动大健康赛道，计划推出走步机等产品；封口机、全能伞等新品类产品在小米有品平台销量领先，扩品类成效显著。

申洲国际：预计 2020 H1 订单增速平稳，毛利率小幅下降。6/7/8 月订单波动较大，预计耐克、阿迪达斯、彪马等品牌会有部分减单，而优衣库品牌由于 AIRism 口罩需求增长，预计订单仍有正增长。预计 2020 全年公司订单增速及利润率会有所下降。公司核心竞争壁垒不变，疫情环境下更凸显其稳定交付及快速反应能力，有望在“后疫情”时期获得更高市场份额。

线下需求稳步恢复，品牌零售业绩增速改善，建议关注运动服饰龙头标的

虽然受 6、7 月雨水天气影响，线下恢复放缓，预计头部品牌 2020 H2 销售复苏趋势不变，库存有望改善。宝胜国际 6 月销售额同比增 5.2%，连续两个月销售录得正增长，加盟商提货与直营流水均有改善，表明渠道对下半年销售信心回暖。

安踏体育： 2020Q2 线下增速改善超预期。安踏品牌零售额下滑低单位数；FILA 品牌零售额增长低双位数。预计 2020 H2 安踏业绩有望继续改善，安踏品牌流水预计增加 5-10%，FILA 品牌流水预计增加 20-30%。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、行业存货积压带来大额减值等。

【石油化工】管网资产注入开启新机遇，中低油价炼化业绩将兑现——行业周报-20200726

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

管网资产注入开启新机遇，中低油价炼化业绩将兑现

截止上周五（7 月 24 日），Brent 油价为 43.42 美元/桶，较上周上升 0.74%。管网资产注入开启新机遇：上周（2020.7.20—7.26）中石油、中石化均发布公告称拟向管网集团出售主要油气管道资产。管网资产注入有利上游公司资产重估，加速管网以及储罐的建设，带动下游城燃消费，利好产业链长远发展。炼化中期业绩将兑现：受益于国际原油低景气，二季度炼化行业加速运转，单位原油加工成本降低，原油价格低位回升带来库存受益，中报业绩实现高增长；由于三季度加工部分前期囤积的低价原油，随需求复苏，价格弹性较大，仍有提升利润的空间。受益标的：1）民营大炼化：桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化；2）轻烃裂解龙头：卫星石化；3）油服龙头：中海油服；4）煤制烯烃龙头：宝丰能源；5）民营加油站：和顺石油；3）受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

上周（2020.7.20—7.26）供给端基本维稳&需求端短期承压，欧盟 7500 亿欧元或提振原油需求

供给端基本维稳：根据 EIA 最新数据，美国 7 月 17 日当周原油产量为 1110 万桶/日，周环比增加 10 万桶/日；商业原油和油品总库存为 14.61 亿桶，周环比增加 881.5 万桶；根据 Baker Hughes 最新数据，美国 7 月 24 日当周

活跃钻井数量再减 2 台至 251 台。需求端短期仍承压：美国 EIA 发布 7 月 17 日当周数据，美国炼厂开工率向下微调 0.26%至 78%；油品消费总量为 1765 万桶/日，周环比减少 83 万桶/日，其中汽油消费总量 855 万桶/日，周环比减少 10 万桶/日；上周（2020.7.20—7.26）欧盟达成 7500 亿元的经济刺激计划协议，或将刺激欧洲经济复苏，提振原油需求。

中低油价炼化业绩将兑现，聚酯产业链静待需求改善

炼化高效益：受益于国际原油低景气，二季度以来炼化行业加速运转，原油加工量大幅增长，单位原油加工成本降低，原油价格低位回升带来库存受益，行业趋势从已发布业绩预告的荣盛石化与华锦股份两家炼化公司可以得到验证：荣盛石化中报净利润 31-33.6 亿元，同比增 196%-221%；华锦股份 2020Q1 亏损 8.9 亿元，2020Q2 扭亏实现净利润 2.1-2.5 亿元。由于三季度加工部分前期囤积的低价原油，随需求复苏，价格弹性较大，仍有提升利润的空间。聚酯产业链：上周（2020.7.20—7.26）PX 价格整体小涨，原料石脑油同期上涨幅度较大，PX-石脑油价差缩减 4.5%；上周（2020.7.20—7.26）PTA 市场仍显弱势，PTA-PX 价差缩减 1.3%；上周（2020.7.20—7.26）原料 PTA 及乙二醇偏弱整理，暂无利好支撑，产销局部回暖，企业报价涨跌互现，市场优惠出货为主，现金流亏损较为严重，上周（2020.7.20—7.26）涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差上周（2020.7.20—7.26）缩窄 2.24%。

管网资产注入开启新机遇，关注上下游投资机会

上游资产重估红利：7 月 23 日晚间，中石油、中石化均发布公告称拟向国家管网集团出售主要油气管道资产。此交易有利于上游公司的资产重估，此前中石化冠德将下属中石化榆济 100%股权以 32.2 亿元的价格转让给国家管网集团，资产增值率为 42.84%。促进中游建设需求：管网公司的成立将加速上输管网和支线管网以及储罐的建设，中油工程作为国内管道建设龙头或将受益。带动下游城燃消费：管网公司运营后，上游竞争将更加充分，带动下游城燃消费，天然气一体化公司新奥股份、优质城燃供应商深圳燃气或将受益。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【食品饮料】基金配置比例回升，调整过后仍是光明——行业周报-20200726

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：二季度白酒仓位回升，坚守龙头稳中求进

2020Q2 食品饮料基金重仓持股比例 7.1%，环比回升 0.2pct，在连续三个季度回落后首次出现回升。分子行业来看，白酒配置比例由 2020Q1 的 4.9%回升至 2020Q2 的 5.5%水平，多数白酒公司的持有基金数增加，表明越来越多的基金配置白酒。非白酒配置比例回落 0.43pct，其中啤酒被基金增持，乳制品、肉制品与调味品被基金减持。整体来看 2020 年二季度有更多的基金配置食品饮料，但个股出现分化，其中基本面边际改善的标的，基金加配更加明显。伴随基金持仓食品饮料比例回升，2020Q2 食品饮料板块整体上涨 32%，市场排名第 2，跑赢沪深 300 指数约 21.3pct。

上周（2020.7.20—7.26）食品饮料板块下跌 1.7%跑输大盘，主因前期累积涨幅较高，板块有回调压力。中美博弈升级，为市场带来不确定性。食品饮料多数公司的消费市场集中在国内，国际贸易占比不高，受外部环境冲击影响较小，具有较好的业绩稳定性与持续性。白酒近期包括国窖、剑南春、今世缘、老白干酒在内的多家企业开始提价动作，后背逻辑仍是对于中秋旺季的乐观展望。我们判断白酒二季度以消化库存为主，三季度大概率进入旺销阶段，业绩环比改善趋势明显。板块调整过后，我们建议看淡短期波动，坚守行业核心龙头价值资产。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，经销商已开始三季度打款。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新内部机制已经

理顺，员工心态平稳。管理赋能效果初显。消费复苏对公司产生正面影响，目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行。（4）海天味业动销良性发展，2020Q2 餐饮复苏，商超渠道加大投入，估计二季度营收大概率加速增长。目前开启新一轮招商以拓展品类，目前进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾： 食品饮料跑输大盘

7 月 18 日- 7 月 24 日，食品饮料指数跌幅为 1.7%，一级子行业排名第 20，低于沪深 300 约 0.8pct，主因前期超额收益过高，板块具有回调压力。子行业中调味发酵品（2.9%）、啤酒（0.9%）表现较好。个股方面，西王食品、贝因美、光明乳业等涨幅领先；通葡股份、ST 椰岛、皇氏集团等跌幅居前。

重点新闻：54 度酒鬼湘泉酒将于 2020 年 8 月 25 日停止生产

7 月 23 日，酒鬼酒供销有限责任公司发布《关于 54 度 500mL 湘泉酒（简优）停止生产的通知》，现有产品 54 度 500mL 湘泉酒（简优）将于 2020 年 8 月 25 日停止生产，已生产的库存产品自然消化直至完毕（来源于酒说）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【非银金融】短期波动不改中长期逻辑，继续看好非银龙头——行业周报-20200726

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：短期波动不改中长期逻辑，继续看好非银龙头

受中美紧张局势升级影响，上周（2020.7.20—7.26）股市下跌造成非银板块回调。我们认为，3 季度信用扩张、流动相对充裕的格局仍将延续，创业板注册制临近，后续资本市场深改仍将超预期，继续看好低估值头部券商。保险股估值目前仍处于低位，经济复苏延续下，龙头公司估值修复仍有望延续。

券商：证券行业上半年净利润+25%，创业板注册制临近

（1）上周（2020.7.20—7.26）中证协披露证券行业 2020 年上半年经营数据，净利润(专项合并口径)同比+25%，年化 ROE 升至 8.1%(2019 年 6.3%)，期末权益乘数(扣客户保证金)进一步升至 3.06 倍，各项业务收入全面增长，在股市上半年涨幅明显同比弱化的环境下，券商盈利持续攀升显现成长性。（2）上周（2020.7.20—7.26）证监会完成首批 4 家创业板 IPO 项目注册，首批企业进入发行阶段，首批创业板注册制企业有望在 8 月底前上市。（3）目前 6 家头部券商平均 PB 1.65 倍，回到 2013 年以来行业估值中枢，考虑 ROE 提升，目前头部券商估值仍较低，继续看好低估值头部券商。标的方面，推荐充分受益创业板注册制的国金证券，受益标的华泰证券、中信证券、国泰君安和东方财富。

保险：板块估值仍低，经济复苏延续驱动估值修复

经济复苏延续下，长端利率回升、权益投资回报率改善，保险资产端有望持续修复，同时负债端有望延续改善趋势。目前保险股估值仍较低，中国人寿和新华保险 2020 年动态 P/EV 分比为 0.92x/0.69x，维持行业“看好”评级。受益标的中国人寿、新华保险和中国平安。

受益标的组合：

券商：国金证券，华泰证券，中信证券，国泰君安，东方财富；

保险：中国人寿，新华保险，中国平安。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期，券商股票质押业务信用风险加大；保险行业保费增长不及预期。

【非银金融】制度突破驱动融券业务爆发，头部券商更加受益——证券行业深度报告-20200726

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

市场驱动两融弹性，机制驱动业务成长

长周期看，市场波动是两融业务弹性的主要驱动，政策机制通过影响两融占流通市值比重影响业务成长性。2015 年 11 月两融业务保证金比例上调，两融占流通市值比重持续回落。2019 年以来，随着两融政策的持续松绑，叠加股市流通市值上涨，两融占流通市值比重逐步抬升，融券业务实现爆发式增长，融券占两融余额比重从 0.9%提升至 3%。

供给和机制两端松绑，三大要素仍有优化空间

供给、需求和机制为影响融券业务增长的三大要素，目前政策松绑主要聚焦供给和机制两端。供给端看，拓宽出借人范围和标的扩容影响较大，机制端看，市场化定价大幅提升出借人意愿，提前了结、实时交割等制度优化提升交易效率。制度优化下，科创板融券规模占两融比重约 30%，接近海外成熟资本市场水平。未来监管有望从供给、需求和机制三大要素端进一步实现优化，融券业务空间广阔。

融券业务扩张利于券商机构客户服务，头部券商更加受益

在不考虑需求的情况下，券商目前净资本可支撑行业两融业务的理论上限为 3.9 万亿，业务空间较大。我们估算，在融券业务占两融比重达 20%(中性假设)时，融券业务贡献行业净利润的 6%。作为综合服务的重要一环，融券业务发展利于券商机构客户多项业务的增长。头部券商在机构客户需求和券源获取能力方面更占优势，融券业务扩容下，头部券商更加受益。截至 2019 年末，行业前十家券商融券业务市占率合计达 80%，远高于融资市占率的 53%。

市场化深改下，行业活力将充分释放

资本市场深改驱动融券业务实现爆发式增长，未来监管层有望从供给端、需求端以及机制端三方面持续优化，融券业务扩容将带动券商机构客户业务全面增长，其中头部券商更加受益。从融券业务的发展来看，本轮以市场化为核心的资本市场深改将充分释放证券行业活力，历史机遇期下，行业 ROE 有望持续攀升，维持行业“看好”评级。推荐标的：国金证券。受益标的：中信证券、国泰君安、中金公司、华泰证券、国信证券、东方财富。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期；政策松绑力度不及预期。

【通信】上半年 5G 建设进程良好，中美摩擦不改 5G 确定性——行业周报-20200726

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

上周（2020.7.20—7.26）通信行业指数有所下跌，国内 5G 建设进程再加速，维持通信行业“看好”评级

上周（2020.7.20—7.26）上证综指下跌 0.54%，深证成指下跌 1.37%，创业板指下跌 1.30%。上周（2020.7.20—7.26）一级行业指数中通信板块跌幅为 3.99%。上周（2020.7.20—7.26）通信行业重要事件较多：网络建设侧看，截至六月底我国开通 5G 基站数量超过 40 万个；深圳预计 2020 年 8 月底累计建成 5G 基站 4.5 万个，实现 5G 网络高质量全覆盖；中兴通讯发布 5G 市内覆盖白皮书。设备集采消息看，中国移动完成 1.2 亿芯公里光缆集采。网络运营看，中国移动发布业界首个 5G 专网产品暨启航计划；2020 年上半年通信业经济运行情况发布，电信业务收入累计完成 6927 亿元。国际动向看，韩国 SK 电讯与惠普联手，向东南亚地区输出 5G MEC 技术；法国拟在 2028 年之前弃用华为；英特尔发布 2020 年 Q2 财报，7nm 芯片生产时间再推迟半年；华为拿下意大利电信集团巴西公司 5G 订单。国内 5G 建设再加速，应用端发展空间及确定性较强，物联网处于上升通道，维持通信行业“看好”评级。

我国 5G 建设如火如荼，2020 年上半年进程较好

2020 年上半年我国 5G 建设在政策推动及运营商通信需求激增下发展态势较好。运营商看，现阶段我国每周平均新开通 5G 基站超过 1.5 万站，截止到 6 月底三家电信运营商在全国已建设开通 5G 基站超过 40 万站。终端看，我国已有 197 款 5G 终端拿到入网许可，5G 手机累计出货量超过 8623 万部；用户发展看，截至 2020 年 6 月底，

连接入网终端数约 6600 万部且仍逐月攀升。整体来看，我国 5G 建设在政策保驾护航下，2020 年上半年在疫情原因导致运营商复产复工时间推迟的情况下仍保持较高增长，完成从 4G 时代追赶态势到 5G 时代引领态势的升级；国际宏观形势看，美国对华为事件，英国、法国等欧洲国家对华为态度转变对国内通信行业发展影响较小，现阶段以华为公司为代表的中国 5G 设备商在 5G 时代市场份额及专利数量仍保持全球第一，在业内有较充分话语权。

投资建议：“5G+云”应用加速落地，物联网持续高景气，关注车联网

随着 5G 建设进程再加速，相关公司 5G 业绩兑现将越来越突出，从通信行业内标的公司陆续发布的业绩预告情况来看，Q2 整体都有比较好的业绩表现。在此基础上我们认为 IDC 随新基建的快速推动有望迎来新一轮高增长发展，而 5G 产业链光模块目前仍处于产品供不应求产能紧张状态，是弹性最大板块，作为应用端物联网的发展可圈可点，目前是抢份额占市场的关键时期。推荐标的：中兴通讯（000063）、光环新网（300383）、新易盛（300502）、光迅科技（002281）、移远通信（603236）、剑桥科技（603083）、中际旭创（300308）、广和通（300638）、天孚通信（300394）。受益标的：浪潮信息（000977）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期。

【家用电器】继续看好扫地机及厨房小家电，新增推荐九阳股份——行业周报-20200726

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：石头科技、科沃斯、新宝股份、小熊电器、九阳股份、老板电器、公牛集团；受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家

1、小家电&厨电组合：石头科技、科沃斯、新宝股份、小熊电器、九阳股份、老板电器。2、线下消费回暖组合：公牛集团，受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家。

白电厨电线上表现较好拉动整体销售增长，扫地机器人线上增长良好

从奥维云网统计数据看，Week29（07/13-07/19）白电、厨电整体线上表现较好，带动大家电整体销售同比提升。1）从品类来看，厨电受益于地产数据持续回暖，油烟机、燃气灶和厨电套餐品类销售均实现同比正增长。白电品类中，冰箱、洗衣机受益于线上渠道带动，整体销量、销额同比均有所提升。小家电中，扫地机器人品类线上销量、销额同比增长 21%、40%，表现较好。2）从渠道来看，线上渠道表现依旧好于线下，家电渠道变革趋势初显。根据奥维云网数据，2020 年家电市场线上的增速明显快于线下，线上销售量已经超过了线下。

受益线上渠道发展小家电表现优秀，建议关注扫地机器人及厨房小家电龙头

1）看好扫地机器人龙头，石头科技 2020Q2 业绩有望超预期。根据奥维云网数据，石头品牌 2020Q2 销量同比+28.36%（行业+7.71%），表现亮眼，我们预计 2020Q2 及 2020H1 自有品牌收入同比提升 20%+、10%+。推荐标的：a.石头科技：自有品牌国内市占率持续提升、持续深耕海外市场，盈利能力显著提升。b.科沃斯：2020 年转型近尾声，毛利率提升费用端优化，公司有望迎来业绩拐点。2）看好线上占比较高的厨房小家电龙头。我们认为，随着电商渠道的快速发展，消费者线上消费习惯的养成，店铺直播逐渐常态化，厨房小家电行业景气度有望维持全年。推荐标的：a.小熊电器、新宝股份：近期二者均披露业绩预告，2020H1 业绩双双超市场预期。b.九阳股份：核心品类产品创新以及清洁类小家电品类拓展将为公司带来增量，拉动业绩进一步增长。

家电下乡、新国标实施及地产回暖，建议关注顺周期的白电厨电龙头复苏

1）受益地产数据回暖，厨电需求有望提升。根据国家统计局数据，2020 年 1-6 月，商品房住宅销售面积累计同比-7.6%，环比提升 4.2pct，预计伴随商品房销售面积数据回暖，厨电内销有望迎来增长。推荐标的：老板电器；2）家电下乡、国内空调能效新国标正式落地，龙头企业有望充分受益。销量方面，从奥维云网零售数据、社零数据来看，6 月家用空调年累计销量同比降幅持续收窄，随着各地新一轮家电下乡开启，销量仍有提升空间。价格方面，618 期间空调价格已逐步企稳，随着原材料价格回升、新国标政策后老能效压缩机停产、产品结构出现升级、厂商及渠道受上半年疫情影响，下半年均存在涨价预期等因素影响，空调行业下半年均价有望迎来回升。受益标的：

格力电器、美的集团、海尔智家。

风险提示：疫情缓和不及预期，全球经济衰退，行业竞争格局恶化等。

【轻工制造】新型烟草海外 Q2 继续增长，建议关注思摩尔国际——行业周报-20200726

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具、思摩尔国际

家居内需复苏组合：索菲亚、欧派家居；受益标的：顾家家居、敏华控股

5G 催化包装组合：裕同科技

必选消费组合：中顺洁柔、晨光文具

新型烟草组合：思摩尔国际

文化纸企稳受益标的：太阳纸业

IQOS 二季度出货量环比继续增长，思摩尔国际 2020H1 经调整纯利超出预期

1）上周（2020.7.20—7.26），菲莫国际发布 2020H1 业绩公告。其中，IQOS 在二季度的表现受疫情影响有限，出货量环比继续提升。IQOS 在 2020H1 出货量共 354 亿支，同比增长 33.4%。其中 2020Q2 出货量 187 亿支，同比增长 24.3%，环比一季度增长约 12.0%。除美国市场外，IQOS 的市场份额 2020H1 同比提升 1.8pct 至 6.3%。

2）思摩尔国际 2020H1 经调整纯利超出预期。公司预计 2020H1 经调整纯利约 12.86 亿元-13.31 亿元，同比增长 38.1%-42.9%。其中，公司一季度产能受疫情影响下降 1/3。而二季度封闭式小烟在海外市场需求和销售渠道受疫情影响有限，叠加一季度库存下降的补库需求，公司二季度业绩快速修复。此外，思摩尔国际上周（2020.7.20—7.26）被纳入恒生综合指数，后续或有望进入港股通纳入名单，建议持续关注。

关注景气度提升的细分行业，继续推荐消费电子包装和细分行业优质龙头

1）推荐 3C 包装龙头裕同科技：上周（2020.7.20—7.26）裕同科技的纸浆模塑餐盒产品，进入美团 “青山计划”首批纸质类外卖包装推荐名录，环保包装业务再进一步。公司 3C 领域客户收入占比超过 70%，直接受益于 5G 换机和智能穿戴设备等产品兴起。

2）关注受益文化纸涨价的太阳纸业：上周，太阳、华泰、亚太森博等企业发布 8 月涨价通知，铜版纸、双胶纸、静电复印原纸等产品全线上调 200 元/吨。

3）推荐文具行业龙头晨光文具：6 月文化办公用品类增速环比回升，受疫情影响逐渐减弱。公司传统业务在线下渠道的优势基础上，有望在 2020 年实现线上渠道的突破。此外，晨光科力普继续稳健发展，九木全年新开店受疫情影响有限。

4）推荐生活用纸龙头中顺洁柔：6 月日用品类继续维持高景气度。公司 2020H1 受疫情催化业绩高增长。长期看，渠道拓展、个护品类等仍具有较好成长空间。

关注较高确定性的左侧布局机会，继续看好 2020H2 家居板块释放业绩

2020H1 受到国内外疫情影响，预计家居零售端复苏慢于工程端。但自 2020Q2 以来家居内需消费出现较明显的复苏，继续推荐家居板块的布局机会。①定制家居：竞争格局出现边际优化，行业正处于龙头集中度逐渐提升的阶段，且市场预期较低。推荐标的：索菲亚、欧派家居；②软体家居：龙头竞争格局相对清晰，流量呈现向头部集中的趋势。2020Q2 龙头企业内销出现了较快复苏，尤其是线上渠道增长较快。外销相较 4-5 月也有明显修复。受益标的：顾家家居、敏华控股。

风险提示：行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

【化工】两大石化基地建设推进中，当前已至周期板块烂漫时——化工行业周报-20200726

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

曹妃甸和裕龙岛两大石化基地建设推进中，继续看好已占得先机的行业龙头

河北省发布炼化一体化三年行动计划，重点推动曹妃甸石化产业基地建设。7 月 14 日，河北省发展和改革委员会印发《河北省炼化一体化及新材料产业链集群化发展三年行动计划》，指出在未来三年内，争取将炼化一体化及新材料产业链集群化发展体系基本建成。曹妃甸石化产业基地的远期目标是打造 4000 万吨级炼油、400 万吨级乙烯、550 万吨级 PX 的多产品集群大型石化产业基地。生态环境部公示“裕龙岛炼化一体化项目(一期)”环评文件。根据 7 月 17 日生态环境部官网消息，生态环境部已于 7 月 15 日受理“裕龙岛炼化一体化项目(一期)”建设项目环境影响评价文件。根据环评公示，该项目拟建设 2000 万吨/年原油加工能力，2×150 万吨/年乙烯生产能力和 300 万吨/年混合芳烃生产能力，并配套建设储运工程、公用工程等设施。环评文件指出，山东地炼产能 1.3 亿吨/年，占全国地炼总产能的 70%，占全国炼油总产能的 17%。但是山东省地炼企业规模偏小，产品结构单一，盈利能力不强。本项目作为山东省新旧动能转换的头号工程，将有效推动产业结构调整和转型升级。民营炼化行业龙头自二季度起借机储备低成本原油，随下游持续复苏，我们继续看好八大石化产业基地中率先投产的行业领军者，如恒力石化、荣盛石化已占得先机、方兴未艾，三季度将继续享受低成本原油红利，全面迎来业绩释放期。

当前已至周期板块烂漫时，继续坚定看好化工周期复苏

2020 年上半年，化工行业指数明显滞涨，化工行业环比改善未被充分定价；自 5 月初以来，我国复工复产有效推动、促消费扩内需政策持续加码、多项经济数据出现复苏信号，我们持续坚定看好化工周期复苏。7 月以来，化工等“顺周期”价值板块领涨市场，符合我们预期。但是从估值角度来看，化工行业仍属于当前估值仍较低、环比改善仍未被充分定价、未来盈利复苏斜率仍有望超预期的制造业之一：经济增速放缓叠加疫情冲击，基础化工行业整体业绩处于历史低位；被动补库存+产能释放周期，化工品价格处于底部区间；化工行业估值水平位于底部区间，在 A 股市场 28 个一级行业中，化工行业的 PE 和 PB 均较为适中，而当前化工行业估值水平仍偏低。我们继续看好处于周期底部、估值较低、现金流量健康、供需格局向好、盈利复苏时期更早的滞涨的业绩的化工子行业龙头。受益标的：【化工龙头】万华化学、华鲁恒升、恒力石化等；【弹性标的】金石资源、桐昆股份、鲁西化工、三友化工、新凤鸣等。

资源型大宗商品市场全面升温，我们看好萤石等战略性资源的长期向好趋势

据 Wind 数据，截至 7 月 24 日 COMEX 黄金和 COMEX 白银期货收盘价分别创下近九年和近六年以来的新高，而美元指数近期持续回落。萤石作为战略性资源，其价值潜力将被不断挖掘和认识、需求前景广阔。金石资源是我国萤石行业拥有资源储量、开采及加工规模最大的企业，我们看好金石资源作为行业龙头，在未来行业整合和规范化进程中的良好前景。

风险提示：油价大幅下跌；经济复苏不及预期；下游需求疲软等。

【新材料】LGD 广州 OLED 产线正式量产，关注 OCA 胶国产替代——行业周报-20200726

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

上周（2020.7.20—7.26）行情回顾

截至上周五（07 月 24 日），新材料指数报 3163.93 点，较上周五下跌 0.76%，跑赢创业板指 0.54%；半导体材料指数报 1751.81 点，较上周五下跌 2.8%，跑输创业板指 1.50%；液晶显示指数报 10233.61 点，较上周五下跌 2.42%，跑输创业板指 1.12%；OLED 指数报 2740.49 点，较上周五下跌 3.03%，跑输创业板指 1.73%；尾气治理指数报 2036.25 点，较上周五下跌 2.82%，跑输创业板指 1.52%。

上周（2020.7.20—7.26）新材料板块的 108 只个股中，有 30 只周度上涨（占比 27.78%），有 77 只周度下跌（占比 71.3%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：阿科力、碳元科技、亚光科技、菲利华、杭氧股份；7 日跌幅前五名的个股分别是：沪硅产业-U、天奈科技、联瑞新材、三利谱、神工股份。

新材料周观察：OCA 光学胶——触控屏最佳胶粘剂

OCA 光学胶在触摸屏贴合工艺中广泛使用，可作为最佳胶粘剂用于触摸屏的固定隔离。随着消费电子、汽车电子、智能家居等新型应用的普及，近年来触摸屏设备市场需求的迅速扩大，特别是柔性显示产业的发展成为行业新的增长动力，推动了 OCA 光学胶的市场需求。据新材料在线数据，2019 年全球 OCA 光学胶市场规模约为 16.5 亿美元，预计到 2020 年市场规模将达到 19 亿美元，2016-2020 年年均复合增速约为 14.46%。OCA 光学胶的企业主要集中于美国、日本、韩国等国家，如美国 3M、日本三菱化学、韩国三星 SDI 等，占有率在 80%以上。近年来中国光学膜企业、模切厂加速进入 OCA 光学胶市场，目前中国 OCA 涂布线数量超过 25 条，斯迪克、加韵新材等领先企业正逐步实现进口替代。

重要公司公告及行业资讯

【回天新材】7 月 23 日，公司发布 2020 年半年度报告，实现营收 10.24 亿元，同比增长 16.87%；实现归母净利润 1.28 亿元，同比增长 23.31%。

【显示材料】7 月 23 日，LG Display 广州 8.5 代 OLED 面板生产线正式量产，广州 OLED 工厂目前每月产能为 6 万片玻璃基板，加上韩国坡州工厂每月 7 万片的产能，LGD 每月 OLED 总产能达 13 万片。

【5G 材料】工信部发布，2020 年上半年我国新建 5G 基站 25.7 万个，截至 6 月底累计达到 41 万个。

【可降解塑料】7 月 22 日，上海市发展和改革委员会发布《上海市关于进一步加强塑料污染治理的实施方案（征求意见稿）》。

受益标的

我们重点看好受益产业转移的半导体材料，受益技术升级的 COC/COP、OLED 发光材料，受益政策推动的尾气催化材料和可降解塑料。受益标的：阿科力、彤程新材、万润股份、昊华科技、濮阳惠成、斯迪克。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【商业贸易】2020Q2 零售板块基金超配比例小幅回落——商贸零售行业周报-20200726

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

上周（2020.7.20—7.26）核心观点：零售板块基金配置小幅回落，对化妆品配置明显提升

截至上周（2020.7.20—7.26），公募基金 2020 年二季报基本披露完毕，我们重点对零售板块的基金重仓股配置情况进行统计分析（统计范围基于普通股票型、灵活配置型和偏股混合型三类基金，同时将化妆品和珠宝部分个股纳入零售板块合并统计分析）。从重仓市值来看，2020Q2 零售板块基金重仓市值为 208.3 亿元，配置比例为 1.71%，在 28 个一级行业中位居 15 位；配置比例环比降低 0.15pct，超/低配比例从上季度的+0.23pct（超配）回落至+0.03pct（接近标配）。从重仓股数量来看，2020Q2 零售板块有 21 只个股成为基金重仓股，环比 2020Q1 减少 4 只；前 5 大和前 10 大重仓股市值占比分别为 90.5%和 97.2%，基金持仓向龙头集中趋势未变。从细分行业来看，零售板块基金持仓市值前 10 大个股中，超市/化妆品/黄金珠宝/电商/专业连锁个股数分别为 3/3/2/1/1 只。具体到个股来看，前 5 大重仓股为南极电商、永辉超市、家家悦、珀莱雅和老凤祥。2020Q2，重仓南极电商的基金数环比增加 50 只达 106 只，持股市值占公司流通市值 20.6%，环比提升 7.8pct；重仓永辉超市的基金数环比减少 73 只至 43 只，持股市值占公司流通市值 7.0%，环比降低 1.3pct。此外，2020Q2 化妆品细分板块四只个股（珀莱雅、上海家化、御家汇、丸美股份）重仓市值合计为 21.30 亿元，占零售板块重仓总市值的 10.23%，环比 2020Q1 提高 5.04pct，公募基金对化妆品板块配置有明显提升。

行业关键词：宜家城市店、保税区工厂、生鲜电商、酒类新零售、全棉时代等

【宜家城市店】宜家中国在上海开出首家城市店。

【保税区工厂】天猫国际与杭州综保区首创“保税进口+零售加工”新模式。

【生鲜电商】每日优鲜完成新一轮 4.95 亿美元融资，中金资本领投。

【酒类新零售】永辉布局酒类新零售，4 家超市开设“店中店”卖酒。

【全棉时代】全棉时代母公司稳健医疗创业板 IPO 过会。

板块行情回顾

上周（2020.7.20—7.26）零售板块（商业贸易指数）报收 4046.87 点，下跌 2.64%，跑输上证综指（上周（2020.7.20—7.26）下跌 0.54%）2.10 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 25 位。各细分板块中，百货、一般物业经营和多业态零售上周（2020.7.20—7.26）表现靠前，年初至今百货板块表现最好。个股方面，上周（2020.7.20—7.26）天音控股（+18.1%）、南宁百货（+16.9%）、汉商集团（+16.4%）等涨幅靠前。

投资建议：关注化妆品和跨境电商板块，重点推荐吉宏股份

投资主线一：超市板块（重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和步步高）；

投资主线二：消费复苏进行时，关注化妆品板块（受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等）和黄金珠宝板块（重点推荐周大生、老凤祥）；

投资主线三：政策和需求共振驱动下的跨境电商板块，重点推荐吉宏股份（移动互联网时代的精准营销“带货人”，业绩持续高增长）。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【农林牧渔】农业板块基金配置比例下降，后周期动保业绩迎来改善——行业周报-20200726

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

上周（2020.7.20—7.26）观点：农业板块基金配置比例下降，后周期动保业绩迎来改善

2020 年 2 季度基金持仓情况披露，农业板块整体持仓持续下降，超配比例下降至历史底位。2018 年下半年开始，非洲猪瘟导致的市场肉类短缺，生猪价格大幅上升农业板块超配比例持续上升，2019Q1 农业板块超配比例上升至高位，农业基金权益配置比例达 4.62%，超配比例为 2.17%，随后 2019Q2 至 2020Q2 逐步回落，2020Q2 超配比例回落至-1.08%。个股配置方面，2020 年 2 季度持股市值最高的个股为海大集团，持股市值环比增加 24.50%，2 季度持股市值增幅最大的个股为圣农发展，2 季度环比增长 460.16%。持股量方面，2020 年 2 季度持股量增幅最大的为通威股份，相比 1 季度增长 157.91%，养殖相关类个股，持股量环比下降，后周期相关饲料及动保板块个股持股量环比上升，天康生物、海大集团、生物股份持股量环比分别上升 68.24%、5.16%及 3.54%。预计 2020 年下半年猪价高位震荡，养殖户在高猪价刺激下补栏积极性不断提高，动保企业业绩逐步改善，建议关注具备研发、工艺、渠道优势的动物疫苗企业生物股份、普莱柯。同时也需关注非洲猪瘟疫情的影响，2020 年 6 月中旬以来南方降雨导致福建、江西、湖北、四川、云南、两广等省份非洲猪瘟疫情再次复发，造成一定幅度生猪存栏去化，若后续 7-8 月南方降雨势头不减，则行业生猪存栏复苏进程或将受阻。

上周（2020.7.20—7.26）重点新闻：夏粮丰收产量达到 2856 亿斤，同比增长 0.9%

【夏粮丰收产量达到 2856 亿斤，增产 24.2 亿斤，同比增长 0.9%】

上周市场表现（07.20-07.24）：农业跑赢大盘 0.11 个百分点

上周（2020.7.20—7.26）上证 A 指下跌 0.54%，农业指数下跌 0.43%，跑赢大盘 0.11 个百分点。子板块看，上周（2020.7.20—7.26）动物保健板块涨幅第一，涨幅为 12.74%，禽养殖板块涨幅相对较小。

上周价格跟踪（07.20-07.24）：生猪仔猪价格下跌

生猪养殖：据博亚和讯数据，7 月 24 日全国外三元生猪均价为 36.76 元/公斤，环比下跌 2.21%，仔猪均价为 99.57 元/公斤，环比下跌 0.09%。白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周（2020.7.20—7.26）鸡苗均价 2.68 元/羽，环比下跌 11.55%；毛鸡均价 7.47 元/公斤，环比下跌 3.49%。

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【医药生物】医药流通：从合纵药易购拟 IPO 看“互联网+医药电商”的确定性趋势——行业深度报告-20200725

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

医药批发企业未来出路：提供增值服务、向医药产业链上下游延伸

配送企业除了要加强网络搭建、成本控制外，还应加强上下游布局，提供更多的高毛利增值服务，提升客户粘性和议价能力，构建新的核心竞争力。美国医药批发龙头企业的延伸布局方向多为精细化供应链系统、医疗信息化、药械生产、配套服务等领域。集中度提升不一定带来高收益，现阶段国内医药批发企业竞争格局基本稳定，已经开始从拼规模、拼融资能力逐步过渡到比拼专业服务能力及产业链布局深度上。

“互联网+医药”模式助推医药批发企业新发展

2020 年 4 月，国内西南地区知名度高的院外市场医药电商平台（B2B）——合纵药易购，向深交所提交了 IPO 招股书。合纵药易购从成立到拟上市的 13 年时间里，从传统的院外市场（药店+基层医疗机构）纯销到 2014 年引进互联网及大数据后，迅速成长为西南地区院外市场医药电商主流平台，其成长历程也是流通企业打造差异化优势的成功案例。不仅合纵药易购，如国药股份、九州通等龙头企业也已在布局互联网+医疗，“互联网+”将成为医药批发行业发展的确定性趋势。

药品流通正逐步向院外市场转移；处方外流下，B2B 电商平台模式更具优势

在处方外流的大趋势下，我国药品流通市场正处于从医院市场向院外市场转移的进程中。此前，处于中游的医药批发企业在医药产业链中的议价能力较弱，但随着两票制、一致性评价、药店连锁率提升，院内配送环节利润空间受挤压，企业普遍有两种措施：一是加强医院终端增值服务；二是顺应处方外流趋势，布局院外市场。这就对流通企业（批发+零售端）的专业服务和创新业务开拓能力提出较高的要求。相比院内市场分销，院外市场看似门槛低，实则相反；院外终端购买频次极高，单次金额和数量小，且对配送时效性要求高，接近 B2C 模式，因此对流通企业拆零、分拣、复核要求高，企业的物流自动化与运营效率成正比。并且，B2B 电商平台在比价、配送、结算等多环节提升了终端采购体验，且现款结算方式提升了公司资金周转率。

受益标的推荐

从规模效应、产业链延伸布局、互联网布局等角度，我们看好九州通、合纵药易购这类中小药店及基层医疗机构为主要客户的流通企业，这类公司的客户结构更利于企业推广电商 B2B 平台，并且周转率高、现金回款周期短。受益标的：国药股份、上海医药、九州通、柳药股份、瑞康医药。

风险提示：药品、器械降价超预期，医药批发企业收入端承压；未来融资成本上行，企业财务费用上升，导致净利率下降。

【电子】德州仪器营收同比下滑，2020Q3 预计回暖——行业点评报告-20200725

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

2020Q2 营收同比下滑、净利润明显增长，业绩高于此前指引

德州仪器（TI）是世界第一大数字信号处理器（DSP）和模拟电路元器件制造商，其模拟和数字信号处理技术在全球具有统治地位。公司 2020Q2 营业收入 32.4 亿美元，同比-11.7%/环比-2.7%，主要原因在于汽车市场的疲软，而工业市场和在家办公市场的需求强劲使营业收入高于公司在 2020Q1 原预期 31.9 亿美元。单季毛利率 64.4%，同比基本持平。净利润为 13.8 亿美元，同比+5.8%/环比+17.9%，超出市场预期。EPS 为 1.48 美元，同比+8.8%/环比+19.4%。

2020Q2 因下游受疫情影响停产，各业务营收均有所下滑

按照业务类别划分，德州仪器 2020Q2 模拟产品营收为 24.3 亿美元，同比-3.9%/环比-1.1%，其中，电源管理产品以及高容量模拟芯片营收有所下滑，信号链产品营收持平。嵌入式处理产品营收为 5.5 亿美元，同比-30.9%/环比-16.4%，其中包括微控制器和处理器在内的产品营收都有所下滑。其他业务（包括 DLP、计算器、定制 ASIC）实现营收 2.6 亿美元，同比-24.7%/环比+19.9%。总体来看，各个业务同比都有较大幅度下滑，主要原因是疫情的影响导致下游终端市场如汽车和工业市场的停产。人们在家办公的趋势以及工业市场客户保持库存的行为使各个业务营收环比基本持平。

2020Q3 公司将继续保持现阶段的运营战略，汽车市场可能反弹

公司在 2020Q3 将继续灵活应对客户需求的波动，缩短交付周期，同时继续投资研发，以确保长期的制造能力。公司预测，随着北美和欧洲装配厂恢复运营，汽车市场在 5 月基本触底。在工业市场，公司的部分产业客户正在增加库存，将扩大需求。存货方面，公司继续缩减分销代理商拥有的库存，增加公司内部库存占比，这预计将为公司带来更多直接客户。公司认为在家办公带来的需求上涨将继续持续，公司预计 2020Q3 营收 32.6 亿美元至 35.4 亿美元，EPS 为 1.14 美元至 1.34 美元。

疫情期间在家办公的趋势持续和下游产业复苏推动模拟芯片行业发展

短期内，在家办公的趋势使包括 PC 和平板电脑在内的消费电子终端市场需求提高，将带动模拟芯片行业景气度回升。而模拟芯片较长的生命周期和工业市场的回暖是长期内行业主要的增长点。目前高性能、低功耗的模拟芯片技术正处于快速发展期，作为全球最大的电子产品生产市场，中国市场的模拟芯片销售规模已超过全球的 50.0%，模拟芯片在云计算、大数据等广泛的应用领域内有强劲的需求。伴随着 5G 的发展、“中国制造 2025”战略的提出和半导体产业链的第三次转移，终端应用市场的持续旺盛有望带动中国模拟芯片行业的持续发展。

风险提示：新冠疫情影响扩大、客户库存趋势难判断、在家办公的持续性不确定

【煤炭石化】看好经济复苏和行业变革，继续看多煤炭股——行业周报-20200725

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

看好经济复苏和行业变革，继续看多煤炭股

上周（2020.7.20—7.26）动力煤价格出现进一步下探，秦港现货平仓价报价 569 元/吨，回归至绿色区间。上周（2020.7.20—7.26）煤价回调或主要因为政策上存在“保供”预期。上周（2020.7.20—7.26）需求方面未有较大变化，进入七月来全国范围高温持续，尤其南方地区高温范围或将进一步扩大，电力耗煤需求仍受稳定支撑；供给方面，上旬国家发改委在迎峰度夏会议上强调煤炭“保供”，除内蒙煤管票限制犹在，煤炭主要产地均有适当增产倾向，产地供给或有所宽松，但进口方面目前仍然受限，需关注进口限制政策是否出现松动迹象；库存方面，上周（2020.7.20—7.26）秦港及长江口库存涨幅均较大，对港口煤价有一定压制。后期判断，需求方面，短期内高温仍将持续且有扩大趋势，电厂日耗仍有上涨空间，中长期来看，下半年基建发力、地产韧性犹存，“两新一重”政策支持有望提振煤炭需求；供给方面，“合理生产&稳定煤价”是 2020 年各大煤企生产的主基调，在发改委的“保供”要求下或有宽松调整倾向，但仍主要以匹配需求为主，对煤价压制有限。总体来看，在政策调控预期及稳定的供需基本面下，煤价回归绿色区间符合预期，后期或将在合理区间内震荡运行，异常的煤价剧烈波动将较难再发生。2020

是供给侧改革收官之年，为“巩固供改成果”，改革政策力度或加大，行业集中度提升、横向及纵向整合、国企改革等均有望加快步伐，行业整体利好。三季度以来预计维持高位，行业单季业绩环比或将明显改善，同比有望持平。当前经济复苏预期向好，市场风格切换有望带动周期股估值修复。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。

煤电产业链：上周（2020.7.20—7.26）煤价回归绿区，供需整体稳定

上周（2020 年 7 月 20 日-7 月 24 日）港口动力煤价再次下滑至 569 元/吨，或主要因为政策上存在“保供”预期。需求方面，高温天气持续，强降雨导致水电难稳定发力，火电负荷较大，需求得到支撑；供给方面，除内蒙存在限产外，主要产地煤矿生产稳定，在发改委“保供”要求下或出现结构性的供给宽松，进口煤尚无宽松迹象。总体来看，煤价回归绿色区间符合预期。

煤焦钢产业链：上周（2020.7.20—7.26）焦煤稳&焦炭弱，高库存致钢厂对焦企压价

焦炭方面，上周（2020.7.20—7.26）由于钢厂焦炭库存处于高位采购意愿下降，焦企再次下调售价，累计已经历三轮降价，降幅 150 元/吨。但长期来看，包括山东“以煤定焦”限产政策在内各地去产能政策逐步落实，供给或将偏紧，对焦炭价格形成支撑。炼焦煤方面，由于焦炭价格走弱，焦企对焦煤采购力度下降，短期以消耗库存为主。长期来看，在基建发力、“两新一重”政策等的支持下，钢企需求提升或将提振双焦价格。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【通信】基金持仓通信 Q2 创新低，5G 顺周期提升空间明显——行业点评报告-20200725

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

Q2 基金持仓通信回调，未来仓位提升空间明显，维持通信行业“看好”评级

2020 年 Q2 基金公司持股通信市值占比下降至 1.37%，并略低于通信行业在全部 A 股市值占比 1.78%。事实上自 4G 牌照发放之后仅 2018~2020 三年出现低额配售情况，2018 年的中兴事件、2019 年的华为事件、2020 年的华为事件延续，3 次事件都来源于美国的短期骚扰，此后便回归正常超额配售期，4G 巅峰时期甚至达到了约 2%的超额配置，达到 2.08%，时间持续长达近 2 年，基金公司重仓通信行业仍有较大上升空间。全球产业链趋势不可逆，现阶段以华为为代表的中国 5G 设备商在市场份额、专利数量方面已经达到了全球第一，美国的恶性打压试图拖缓中国 5G 发展的后果只会加速中国 5G 进程：基站建设上，我国 Q3 将建成约 70 万个 5G 基站，基站建设数量傲视全球，且运营商在 Q4 将追加不少 5G 基站，预计明年 5G 基站将增加约 50%；应用上，我国 5G 在智慧医疗、新闻媒体、智慧城市、车联网和工业互联网等行业应用领域占比已经接近 10%。随着 2020 年 Q4 新一轮 5G 基站建设集采开始，5G 应用的更大范围普及，基金公司持仓通信有望触底回升，我们对通信行业维持“看好”评级。

基金持股集中度提升，新重仓重点为光通信和 IDC 板块

2020 年 Q2 基金持仓通信行业前 5 个股占比为 84.46%，较 2020 年 Q1 的 66.76%环比上升了 17.70 个百分点，集中度进一步上升，Q2 持有通信个股数量为 36 只，较 Q1 的 65 只下降明显。2020 年 Q2 基金公司重仓总市值前 5 名为中兴通讯、亿联网络、新易盛、中天科技、天孚通信，其中新易盛、中天科技、天孚通信为新重仓股，均为光模块板块。2020 年 Q2 基金公司重仓股数前 5 名为中兴通讯、中天科技、亿联网络、鹏博士、新易盛，与 2020 年 Q1 前五个股相比，Q2 新增鹏博士为 IDC 公司。

投资建议：IDC、光模块、物联网持续高景气，核心资产龙头价值凸显

随着 5G 独立组网的全面商用，从已公布的部分公司业绩预告看，受 5G 放量影响整体向好，我们仍然延续之前的中期策略观点，其中 5G 主设备上游光模块子行业在手订单饱满，行业供不应求状态有望持续，光模块正处在全面升级革新之中；另外 IDC 强确定性、物联网大势所趋市场空间大仍然需要重点关注。推荐标的包括中兴通讯（000063.SZ）、光环新网（300383.SZ）、新易盛（300502.SZ）、光迅科技（002281.SZ）、移远通信（603236.SH）、

剑桥科技（603083.SH）、中际旭创（300308.SZ）、广和通（300638.SZ）、天孚通信（300394.SZ）；受益标的：浪潮信息（000977.SZ）、科华恒盛（002335.SZ）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期。

【电气设备】量价齐升的“前奏”，行业盈利和格局或进一步优化——行业点评报告-20200724

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

龙头公司有望在下半年迎来量价齐升，盈利或超预期

根据硅业分会数据口径，多晶硅料在 7 月 22 日迎来第四次提价，成交均价上涨至 6.81 万元/吨，环比涨幅 8.6%。同时受到硅料价格上涨影响，部分硅片生产商将上调硅片价格，以 166 硅片为例价格或上涨至 2.7-2.75 元/片，涨幅约在 4%-6%左右。我们认为此轮价格上涨，短期由硅料供给端收缩直接导致，而终端需求持续向好或将支撑行业高景气度维持较长时间。根据我们对全球光伏装机量的预测，2020Q3 及 2020Q4 同比增速会有较大增幅，我们认为龙头公司有望在下半年开始迎来量价齐升阶段，整体盈利或超预期。持续推荐隆基股份、阳光电源，受益标的为通威股份、锦浪科技、晶澳科技。

产业链价格恢复，核心原因在于终端需求强劲

此轮价格上涨，直接原因为产业检修或事故导致的供给端收缩，但我们认为核心原因在于 2020 年 Q2 以来国内及海外终端需求持续超预期。在疫情影响下，2020Q2 国内装机双位数增长，组件出口同比持平。我们认为从三季度起虽或有 630 抢装后的部分“真空期”，但随着新增竞价和平价项目逐步落地，以及国内 2019Q3 的相对低基数（4.6GW），2020Q3 起行业同比增速会有较好的数据支撑。同时组件出口 2020 年以来虽同比持平，但我们认为在组件价格下滑的情况下，疫情依然抑制了相当部分的海外需求，预计随着三季度起海外疫情逐步被控制，海外装机有望迎来“报复性”反弹。我们预计 2020 年国内光伏装机规模为 48GW，同比增长 60%，全球装机规模为 125GW，同比增长 4%。

硅片环节提价覆盖成本端变化，长期竞争格局最优

此次硅片涨价，基本覆盖了硅料涨价的成本提升，以单片耗硅量 16 克计算，硅料价格提升对应成本 0.1 元/片提升。我们认为此次硅片提价一方面扭转了 2020 年以来硅片持续降价的预期，另一方面或将直接促成硅片环节格局的优化，龙头硅片企业在硅料供给端拥有良好的库存管理以及一定的锁价能力，同时在菜花料的使用比例及薄片化、细线化等技术方面拥有较强的能力，成本优势进一步凸显。二三线硅片厂商由于较弱的高成本对冲能力，将使得龙头公司市占率有望得到提升。长期来看，硅片行业竞争格局最佳，头部企业持续受益。

硅料受产能收缩影响，短期景气度最高

目前国内多晶硅产能约 42 万吨，近期新疆事故导致受影响产能估计在 4 万吨左右。2020 年初受多晶硅价格持续下跌影响，2 月 OCI 宣布计划关闭其位于韩国的两家太阳能级多晶硅工厂，总产能为 5.2 万吨。我们预计 2020Q4 全球光伏装机将超过 40GW，对应年化约 50 万吨的多晶硅产能，硅料价格上涨趋势有望在 2020Q4 加速。多晶硅产能投资周期较长，一般需要 1.5-2 年时间，新产能投产后，将面临 3-6 个月的产能爬坡。考虑行业产能投放节奏及持续增长的全球装机需求，我们判断多晶硅价格上涨趋势将至少持续至 2020Q4，硅料环节短期景气度最高。

风险提示：新技术发展不及预期、疫情导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

【通信】华为迎难而上进军芯片制造，通信公司中报季向好——行业点评报告-20200723

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

华为进军芯片制造，全生命周期全产业链布局，5G 建设全力以赴

近期华为面向全球公开招聘“光刻工程师”，表明华为正式进军芯片制造领域，从海思的芯片自研到如今的芯

片制造，华为意欲打造成设计制造一体的 IDM(垂直整合制造工厂，芯片设计和芯片制造一体)模式。从 1G 默默无闻、2G 跟随主流、3G 制定标准、4G 追赶到 5G 飞跃，中国设备商在 5G 技术、标准、产业、终端方面已引领全球，华为也成为全球 5G 标准的主要参与者和制定者，但 5G 产业链上游-通信芯片仍然受制于全球尤其是美国产业链，要想进军芯片制造领域，光刻机是技术核心，被视为芯片高端装备领域“皇冠上的明珠”，华为进军芯片制造领域，足见华为将要迎难而上的决心，中国 5G 的快速推进势不可挡。

5G 产业链自主可控加速，通信公司中报业绩向好，下游应用更快部署

作为全球移动通信领域的技术竞争焦点，5G 将移动通讯变成了一项通用技术，是支撑经济社会数字化、网络化、智能化转型的关键数据基础设施，也是引领网络推进，推动互联网、人工智能、大数据发展的主要动力。截至 2020 年 7 月 22 日，通信 108 家公司中有 31 家发布业绩快报，整体表现良好。归母净利润看，以海能达、意华股份等为代表的 17 家公司归母净利润同比提升，平均增幅 142.10%~189.25%，中位数 74.98%~87.66%；以高鸿股份、万马科技为代表的 14 家公司归母净利润有所下滑。主要增长原因拆解看，公司客户群体增加、高毛利市场开拓、并购企业合并报表及 5G、“新基建”拓展新需求为行业内公司归母净利润提升的主要驱动因素；新冠疫情导致企业复产复工推迟、研发费用增多及产品毛利降低为行业内公司归母净利润下降的主要因素。

通信行业整体受益于原有需求扩张及新需求放量双重利好，订单确定性较强。随 5G 业绩兑现，5G 也开始走进大众生活，特别是在行业应用领域：智慧医疗、新闻媒体、智慧城市、车联网和工业互联网等领域的应用占比已经接近 10%，行业应用是 5G 获得成功的关键，并将反哺 5G 网络建设，通信行业公司全年业绩兑现有望持续向好。

主设备、光模块、物联网行业持续受益，核心资产是投资重点

随 5G 建设大规模铺开，相关公司 5G 业绩兑现确定性加强，我们认为光模块目前仍处于产品供不应求产能紧张状态，是弹性最大板块，作为应用端物联网的发展可圈可点，目前是无线通讯模组公司抢份额占市场的关键时期。推荐标的：中兴通讯（000063）、新易盛（300502）、光迅科技（002281）、移远通信（603236）、剑桥科技（603083）、中际旭创（300308）、广和通（300638）。受益标的：浪潮信息（000977）。

催化剂：中国移动和中国广电 5G 合作加速落地、5G 终端放量

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用不及预期。

【医药：戴维医疗(300314.SZ)】国内电动腔镜吻合器领跑者——公司首次覆盖报告-20200726

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003

国产电动腔镜吻合器龙头呼之欲出，首次覆盖给予“买入”评级

戴维医疗以婴儿保育设备起家，行业龙头地位稳固，上市后战略性布局医用高值耗材领域，2018 年自主研发电动腔镜吻合器为国产首家获批。2019 年吻合器业务开启爆发式增长。腔镜吻合器行业高景气，电动替代手动是趋势，我们认为戴维医疗凭借产品质量和先发优势，有望成为电动腔镜吻合器龙头。我们预计公司 2020/2021/2022 年实现归母净利润 0.90/1.36/2.18 亿元，同比增长 45.8%/50.5%/59.8%，EPS 分别为 0.31/0.47/0.76 元，当前股价对应 PE 分别为 64.5/42.8/26.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

电动腔镜吻合器放量有望驱动业绩新一轮高成长

国内吻合器市场规模百亿元，其中腔镜吻合器终端市场 60-70 亿元，保守预测未来 5 年期间复合增速 20%以上，预计 2024 年腔镜吻合器出厂端规模超 120 亿元。未来电动腔镜吻合器替代手动是行业趋势，公司电动腔镜吻合器 2018 年国产首家获批，2019 年快速放量，戴维将和强生共同将电动腔镜吻合器市场做大，预计 5 年后电动腔镜吻合器在腔镜吻合器市场中的销量占比 15%左右。戴维凭借产品质量和先发优势，吻合器销售迎来放量，预计 2020-2022 年吻合器销售收入 1 亿、2 亿、3.5 亿元，5 年有望做到 10 亿销售体量，4-5 亿净利润。

受益产品升级，婴儿保育设备量稳价升，拐点明确

公司传统婴儿保育设备量稳价升，受益产品升级，传统保育设备毛利率将稳步提升。目前婴儿保育设备存量约20万台，产品更新换代周期平均为7-8年，年更新换代量2-3万台，预计戴维医疗国内市场份额50%左右。未来公司高端产品YP-2008、YP-3000、HKN-93C和新生儿黄疸治疗毯等高端产品销量稳步提升，预计2020-2022年，婴儿保育设备收入端复合增速10%左右，利润增速高于收入增速，传统婴儿保育设备板块拐点明确。

风险提示：产品销售低预期；行业竞争加剧导致产品降价；新产品研发低预期。

【家用电器：九阳股份(002242.SZ)】核心品类创新+品类拓展，小家电龙头有望提速增长——公司首次覆盖报告-20200724

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

国内厨房小家电行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

九阳股份是国内厨房小家电行业的龙头公司之一。我们认为，行业空间较大，市场规模有望继续扩大，尤其料理机等新兴品类增长迅速。公司作为厨房小家电行业龙头有望继续受益市场规模的扩大。另外，公司在保持原有品牌、渠道和产品优势的基础上，继续扩产品、拓渠道和进行品牌年轻化，还进行架构改革和收购海外清洁类小家电Shark品牌等，公司有望实现进一步的业绩增长。我们预计公司2020-2022年归母净利润为9.30/10.83/12.38亿元，对应EPS为1.21/1.41/1.61元，当前股价对应PE为29.1/25.0/21.8倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

品牌认知度较高，渠道产品多元化布局

公司具备较强的品牌力、渠道力和产品力。1）品牌力：九阳豆浆机深入人心，品牌认知度较高；2）渠道力：渠道结构多元化，持续探索新模式。具体来讲，公司在线下布局KA、专卖店、ShoppingMall品牌店等，在线上布局天猫、京东、苏宁易购等电商平台，并积极探索O2O等新模式；3）产品力：打造多元化产品矩阵，三级研发支撑产品持续竞争力。作为厨房小家电龙头，公司在以上三个方面具备良好优势，是业绩能够稳健发展的重要基础。

五大维度全面革新，产品创新及品类拓展带来增量

公司从品牌、渠道、产品、组织架构和业务领域五个维度进行全面革新。1）“新”品牌：品牌年轻化战略，以新形式触达年轻客群；2）“新”渠道：拓展线下自有渠道，提升用户体验；3）“新”产品：在核心和创意单品方面积极创新；4）“新”架构：由事业部转型BU制，提高效率共享资源；5）“新”领域：收购SharkNinja进军清洁小家电，优势互补发挥协同效应。其中，核心品类的产品创新以及清洁类小家电的品类拓展将为公司带来增量，拉动业绩进一步增长。

风险提示：疫情形势恶化、行业竞争加剧、新品拓展不及预期、SharkNinja国内业务拓展不及预期。

【机械军工：华东重机(002685.SZ)】5G催化数控机床龙头 港口装卸设备望于自动化趋势中焕光彩——公司首次覆盖报告-20200724

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

业务多点开花，首次覆盖给予“买入”评级

1）数控机床：5G相关CNC产品受行业拉动有望快速增长；2）港机：国内主要港口陆续升级带动智能化装卸设备需求增加；3）钢贸：依托区位优势快速扩张。

我们看好公司未来发展，预计2020/2021/2022年可分别实现EPS 0.42/0.54/0.71元，当前股价对应PE 16/12/9倍，首次覆盖给予“买入”评级。

数控机床：充分受益5G时代红利，重庆制造基地投产完善业务布局

公司作为华南规模最大的中高端数控机床整机制造商之一、消费电子细分领域龙头，将充分受益5G红利：1）开发出针对5G基站散热片的立式加工中心产品，已覆盖主流通信设备厂商供应商，5G基站建设将迎高峰，拉动

核心零部件需求大增；2）公司产品可用于加工 5G 手机玻璃及陶瓷背板加工、金属中框等零部件，受换机潮拉动相关 CNC 产品供不应求。此外，重庆机床制造基地投产，拓展西南市场、完善大机床领域布局，有望成为数控机床业务又一业绩增长点。

港机：战略部署建设智慧港口，智能装卸设备需求提升，公司有望充分受益

交通运输部等 7 部门发布的《智能航运发展指导意见》指出，到 2020 年底，基本完成我国智能航运发展顶层设计；到 2025 年，基本形成智能航运发展的基础环境，构建以高度自动化和部分智能化为特征的航运新业态；到 2035 年，形成以充分智能化为特征的航运新业态；到 2050 年，形成高质量智能航运体系。操作设备是自动化码头投资的主要支出之一，公司作为一流设备供应商，将充分受益于国内主要港口陆续升级带来的智能化装卸设备采购增加。

钢贸：依托区位优势快速扩张，优化整合板块有望境外上市

无锡是中国最重要的不锈钢集散和加工中心，为公司业务拓展提供了良好的区位优势。公司完成不锈钢业务整合，形成以“要钢网”为核心、重点发展线上交易的发展格局，并拟将业务整合平台“华商通”变更为股份有限公司，在境外合格国际证券市场上市，有望继续扩大不锈钢供应链业务的规模。

风险提示：5G 部署进度不及预期、重庆基地投产不及预期、竞争加剧。

【房地产：金科股份(000656.SZ)】跨越发展，全国布局，四位一体多元业务协同并进——公司首次覆盖报告-20200724

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

深耕川渝，布局全国，高成长优质标的，首次覆盖给予买入评级

金科股份以国家城市群发展战略为导向，紧密围绕“三圈一带”，即京津冀经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈和长江经济带，进行战略布局。公司土地储备充沛，低成本拿地优势显著。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 71、87、104 亿元，同比增速分别为 25.2%、22.9%、18.6%；EPS 分别为 1.33、1.64、1.94 元，当前股价对应 PE 为 7.0、5.7、4.8 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

销售规模高速增长，拿地态度更加积极

2019 年，金科股份实现签约销售金额约 1860 亿元，同比增长 57%。2015 年后公司销售规模迎来爆发式增长，过往 4 年复合增速达 67%。公司一手抓城市深耕，一手抓全国化布局扩张。2020 年公司提出冲击 2200 亿元销售规模，同比仍有 18%增长。公司从 2015 年开始不断加大拿地力度，2016-2018 年拿地金额占销售金额的比重为 61%，2019 年回落到 45%，投资力度持续保持在较高水平。

“四位一体”战略下多元业态协同发展，物业分拆上市进程中

公司在 2019 年提出“四位一体”战略，即形成以民生地产开发、生活服务、科技产业（园区）投资运营、文化旅游康养等多元化产业协同发展。1）2020 年 6 月 29 日，控股子公司金科智慧服务已向香港联交所递交了 IPO 申请资料。金科智慧服务 2019 年实现营收 23.3 亿元，归母净利润 3.66 亿元，同比增速分别为 53%、127%。我们认为金科智慧服务上市后，预计将对金科股份估值起到一定提振作用。2）科技产业打造大批标杆项目。2019 年，金科产业实现营业收入约 31 亿元，净利润约 5 亿元。3）积极尝试布局文旅康养产业（酒店+园林），助力公司成为美好生活服务商。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

【煤炭石化：宝丰能源(600989.SH)】红四煤矿获采矿许可证，煤炭自给率提高巩固低成本优势——公司信息

更新报告-20200724

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：公司于 2020 年 7 月 23 日公告，全资子公司宁夏宝丰集团红四煤业有限公司获宁夏回族自治区自然资源厅颁发的《中华人民共和国采矿许可证》。

红四煤矿获采矿许可证，煤炭自给率提高巩固低成本优势，维持“买入”评级

本次年产 240 万吨的红四煤矿投产后，公司焦化用煤自给率将从 55%提升至 80%，巩固了公司低成本竞争优势。随未来丁家梁煤矿及内蒙项目配套煤矿投产，公司煤炭自给率将不断提高、强化低成本优势。另外，公司在低油价环境下加快产能投放，100 万吨煤制烯烃三期等项目持续推进，内蒙基地的布局进一步延伸煤化工循环经济产业链，未来成长可期。我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 42.4/55.1/65.1 亿元，同比增长 11.6%/29.8%/18.2%，EPS 为 0.58/0.75/0.89 元；对应当前股价 PE 为 16.0x/12.3x/10.4x，维持“买入”评级。

自有煤矿产能扩张，原料自给率提高巩固低成本优势

本次 240 万吨的红四煤矿投产后，公司自有煤矿产能将由原来 510 万吨增加至 750 万吨，进一步提升了公司煤炭自给率。公司具有 400 万吨的焦炭产能，以 1.4 的单耗计算，每年所需精煤为 560 万吨；根据 60%的洗选率计算，红四煤矿投产后将贡献每年约 144 万吨的精煤产量，公司焦化用煤的自给率将从 55%提升至 80%，巩固了公司低成本竞争优势。此外，公司未来在煤炭方面的规划还有 150 万吨的丁家梁煤矿及推进中的内蒙项目。公司通过自有煤矿产能扩张，加强煤矿资源保障能力、巩固低成本优势，为拓展现代煤化工循环经济产业链奠定基础。

低油价环境下逆势成长，未来成长可期

2020 年以来国际油价下行挤压煤制烯烃产业利润，公司在低油价环境下表现出较强韧性，在逆势成长加快产能投放。公司目前已具备 120 万吨/年烯烃产能、400 万吨/年焦化产能；公司未来将建设 300 万吨/年煤焦化多联产项目、100 万吨/年三期烯烃项目（煤制烯烃与碳四碳五综合利用制烯烃），积极研发制备高盈利的高端材料，如茂金属聚乙烯、EVA 等。此外，内蒙基地的布局将进一步延伸公司煤化工循环经济产业链，规模优势进一步提升，未来成长可期。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

【电子：华工科技(000988.SZ)】激光加工与光通信双轮驱动，受益 5G 业绩迎来催化——公司首次覆盖报告-20200724

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

深植高校科研基因，光加工与光通信双轮驱动，首次覆盖给予“买入”评级

公司是国内领先的激光设备及光通信器件厂商，背靠华工科技大学，深植科研基因，拥有 6 个激光领域的国家级研发平台及 1 个国家级工业设计中心。公司现有能量激光、信息激光以及传感器三大板块。其中能量激光和信息激光分别对应光加工和光通信市场，这两大市场合计占全球激光器市场的 67.7%，随着全球激光产业规模扩大，公司产品市场空间也不断扩展。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.69/7.30/8.96 亿元，对应 EPS 为 0.57/0.73/0.89 元，当前股价对应 PE 为 41.4/32.2/26.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

5G 利好公司双主业，业绩有望得到催化发展

5G 基站建设将带来对光模块的升级需求，25G 光模块将在 5G 承载网的前传环节得到大量应用。2019 年，公司成为华为公司 5G 光模块首批供应商之一，并将 25G 光模块产品成功导入全球四大设备商，有望凭借 5G 光模块的迅速布局和量产实现弯道超车。此外，目前 5G 手机正在国内市场快速渗透，公司中低功率激光设备用于手机产业链，有望受益 5G 手机放量带来的手机行业复苏。

全球研发及营销网络布局，化解区位劣势

公司位于湖北武汉，坐拥华中激光全产业链资源优势，但是一定程度上也有产业布局区域过于集中的缺陷。2018年，公司开始在国内外多地设立工程研究中心及研发营销中心，有望提升公司贴近客户服务的能力，化解区位的比较劣势。

校企改革有望落地，或为公司注入发展新活力

公司于 2020 年 7 月 9 日发布公告，控股股东拟通过公开征集转让方式协议转让其持有的公司 19.00%股份，若转让实现，华科产业集团或将失去其对公司的控制地位。此举是公司校企改革重要一步，引入新的投资者或有助于公司实现更高效的运营效率和更为市场化的激励机制，为公司发展注入新的活力。

风险提示：疫情持续影响下游需求及供应链；国内 5G 基站建设进度及 5G 手机销量增速不及预期；贸易摩擦影响海外数通市场拓展；校企改革进度不及预期。

【房地产：张江高科(600895.SH)】践行“空间服务商+时间合伙人”理念，打造科技投行——公司首次覆盖报告-20200724

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

国企背景，上海科创中心核心载体，首次覆盖给予“买入”评级。

张江高科正以科技投行作为战略发展方向，着力打造新型产业地产营运商、面向未来高科技产业整合商和科技金融集成服务商。公司按照离岸创新、全球孵化、产业并购、张江整合的战略思想，努力成为国内高科技园区开发运营的领跑者和新标杆。预计公司 2020-2022 年归母净利润 6.61、7.61、8.77 亿元，EPS 为 0.43、0.49、0.57 元，当前股价对应 PE 为 51、45、39 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

运营模式：践行“空间服务商+时间合伙人”理念，新三商战略助力转型升级

公司长期践行作为产业客户“空间服务商+时间合伙人”理念，以科技投行为发展方向，着力打造“新三商”战略：科技地产为创投业务提供稳定资金支持，创投业务参控股企业享受高新企业发展红利；园区服务进行价值二次挖掘。1）科技地产护航，目前地产业务采取租售结合、租赁为主方式；收入占比 90%，其中开发业务定位小而精、波动较大；出租物业可贡献稳定现金流。2） 产业投资是“新三商”战略核心所在，公司可充分享受园区高新企业发展红利；主要方式有直投、参股基金和管理基金投资，近 5 年投资收益占营业利润比重均超 60%。3）创新服务可对园区客户价值进行二次开发，挖掘有成长潜力的优质企业。

核心优势：产业链、政策、融资、管理多重优势迸发

1）产业链：集聚效应显著。公司聚焦生物医药、集成电路、信息技术等领域，形成了产业集聚效应，集成电路产业、生物医药企业创收占比全上海约六成、三成。2）政策优惠：1999 年开始实施“聚焦张江”战略，优惠政策持续发力，人才纷至沓来。3）融资：渠道畅通，股权、债券并行，银行授信充沛；同时成本低位，2019 年仅 3.88%。4）管理：管理层经验丰富，经营理念先进，挑选标的独具慧眼；人才储备满满，学历结构不断优化；市场化激励形成利益共同体。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；产业投资经营持续恶化。

【电子：江丰电子(300666.SZ)】国产溅射靶材龙头，未来前景可期——公司首次覆盖报告-20200724

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

国内溅射靶材龙头，核心竞争力强大，首次覆盖给予“增持”评级

公司是国内最大的半导体芯片用溅射靶材生产商，技术领先，且在客户资源方面具有较高的护城河，持续不断的技术投入为公司产品带来竞争力，叠加行业景气回升以及国产替代。未来增长可期。我们预计 2020-2022 年公司

可分别实现 EPS 0.36/0.46/0.59 元，当前股价对应 PE 177/139/109 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

溅射靶材行业迅速增长，市场集中度较高

PVD 技术已成为目前主流镀膜方法，溅射靶材为目前市场应用量最大的 PVD 镀膜材料。全球溅射靶材市场规模较大，预计未来稳定增长，2020 年将达 200 亿美元。溅射靶材主要应用在平板显示、光伏电池、半导体等领域。半导体是对靶材组成、结构和性能要求最高的领域。中国半导体靶材市场增长迅速，2019 年达 47.7 亿元，预计 2020 年将增长达 75.1 亿元。平板显示靶材市场迅速增长，预计国内 2022 年将达 207 亿元。薄膜太阳能电池比传统的晶体硅太阳能电池具有更加广阔的市场空间。全球光伏累计装机容量不断增长，给太阳能电池用溅射靶材市场带来了较大的成长空间。高纯溅射靶材是典型的技术密集型产业，产品技术含量高，研发生产设备专用性强。全球靶材市场主要由日美公司所掌控，市场集中度较高。国内靶材行业龙头包括有研新材、隆华科技、江丰电子以及阿石创。靶材国产替代进行时，国家战略扶植溅射靶材产业发展壮大。

强大核心竞争力为公司未来增长保驾护航

公司重视研发，取得了一系列研发成果，核心技术达到国际先进水平，承担多个国家级研究课题，显示出公司强大的技术优势。客户认证壁垒较高突显了客户资源的重要性，公司客户资源丰富且优质，相比国内企业具有较高的护城河。公司集成电路 28-7nm 技术节点靶材技术关键已经突破，同时除平板显示用产业化项目外，其他募集资金使用项目已完成，未来增长可期。

风险提示：新竞争对手导致竞争加剧、产品研发等失败导致收益不达预期、半导体行业景气度下滑的风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn