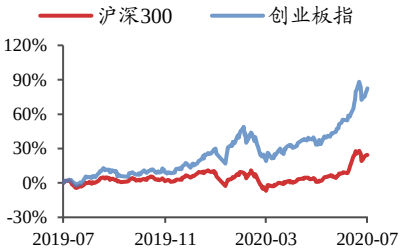
2020 年 07 月 24 日

开源晨会 0724

——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(%)
休闲服务	5.78
国防军工	4.13
医药生物	2.36
电气设备	2.1
家用电器	1.8

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-2.05
银行	-1.75
计算机	-1.67
房地产	-1.65
交通运输	-1.09

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

【宏观】“大国财政”系列（一）：财政分析新框架——宏观经济专题-20200723

2020 年财政“分工”明晰：一般财政落实“六保”，政府性基金发力“稳投资”。构建“广义财政”指标、对预算“两本账”合并考察，可以锚定全年支出空间。下半年，广义财政支出或将大幅抬升，带动经济行为和信用环境进一步修复。

【固定收益】央企背景的上市金融控股公司——国投转债申购价值分析——事件点评-20200723

预计国投转债转股溢价率在 18%-22%之间，价格区间 120.79~124.88 元，价格中枢 122.83 元。

行业公司

【电子】IBM 营收环比回暖，云服务业务增长迅猛——行业点评报告-20200723

1) IBM 业务环比回暖，2020Q2 营收 181.2 亿美元，同比-5.4%/环比+3.1%；GAAP 净利润 13.6 亿美元，同比-45%/环比+15.8%；

2）2020Q2 营收结构方面，云服务业务营收 63 亿美元，同比+31.2%/环比+16.7%，增长亮眼；

3）从市场趋势来看，混合云需求不断攀升。预计 2024 年中国企业混合云普及率将达到 70%。中国公司计划在未来五年内积极投资混合云架构，国内云计算管理行业已经迎来了新的机遇。

【食品饮料】2020Q2 基金持仓比例回升，边际改善标的更受关注——行业点评报告-20200723

往 2020H2 展望，大背景环境是经济活动仍受疫情影响，随着疫情得到有效控制，对消费需求的负面影响应是逐渐递减。从基本面来看，多数子行业处于复苏改善过程。我们选取 2020 年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性或业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，基本面可能出现边际改善的公司。综合分析产业变化趋势及投资主线，我们首推白酒中的贵州茅台、五粮液、山西汾酒；大众品中伊利股份、海天味业、中炬高新等，建议关注洋河股份深度调整后的基本面改善机会。

研报摘要

总量研究

【宏观】“大国财政”系列（一）：财政分析新框架——宏观经济专题-20200723

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

2020 年财政“分工”明晰：一般财政落实“六保”，政府性基金发力“稳投资”

上半年，一般财政支出明显下滑，引发市场讨论；实际上，2020 年财政“分工”明晰，一般财政的侧重点在于“六保”而非“投资”。1-6 月，一般财政支出同比下滑 5.8%，引发市场对政府投资发力空间的讨论。实际上，近年来一般财政“分工”定位逐渐明晰，重点向民生、科技等领域倾斜；2020 年，还需落实“六保”任务，兜牢基本民生、基层运转等底线。而基建类财政投放，占比则逐年下降。

“政府投资”支出，更多由政府性基金来承担，比如专项债、特别国债等支出均重点支持基础设施建设。2015 年起发行专项债，纳入地方政府性基金管理，重点支持交通、能源、市政等基础设施建设；2020 年上半年，专项债用于各类基建的比重超过 60%。2020 年还发行抗疫特别国债，纳入中央政府性基金管理，重点支出方向包括公共卫生、交通运输、生态环境等领域建设，也以政府投资为主。

构建“广义财政”指标、对预算“两本账”合并考察，可以锚定全年支出空间

近年来，专项债额度持续提高、还发行了特别国债，推动政府性基金支出大幅增长，对投资的支持力度明显增强。专项债额度，从 2015 年的 1000 亿元，增加到 2020 年 3.75 万亿元；加上 1 万亿元特别国债，2020 年政府性基金口径下的政府债券融资规模达 4.75 万亿元。专项债重点支持基础设施建设、禁止用于土储等领域，并可作为项目资本金撬动杠杆，进一步加大了政府债券对投资的支持力度。

财政“分工”格局下，“广义财政”能更准确地锚定支出空间；数据显示，二季度政府投资已开始扩张。近年来，政府性基金支出快速扩张，重点向基建投资倾斜。相较之下，一般财政无论是支出增速还是重点投向，指示意义都在下降。将一般财政和政府性基金加总、构建“广义财政”指标，能更准确地锚定支出空间。上半年，政府性基金支出持续抬升，6 月同比增长 40%以上，政府投资已开始扩张。

下半年，广义财政支出或将大幅抬升，带动经济行为和信用环境进一步修复

2020 年财政积极发力，安排广义财政“赤字率”超过 10%；下半年积极政策或仍将延续，财政空间较大。4 月中旬以来，“政策底”已然夯实，通过加大资金盘活力度等方式，安排广义“赤字率”较 2019 年提高约 5 个百分点。上半年，仅使用广义“赤字”的 30.3%，尚留有较大财政空间。其中，政府债券剩余额度 4.3 万亿元，超过 2019 年同期的两倍。下半年，积极财政政策或将保持较强延续性。

即使考虑政府债支出进度、财政盘活比例等“拖累”因素，下半年支出或仍将大幅抬升，带动信用环境持续修复。下半年，一般财政收入预计恢复正增长，政府性基金收入可能超预算。中性情境下，假设全年专项债、特别国债支出进度为 80%、地方存量资金盘活比例为 50%，对应全年广义支出增速或超过 8%，下半年支出增速将大幅抬升。财政支出加速，或带动经济行为和信用环境进一步修复。

风险提示：宏观经济或财税政策大幅调整；财政盘活和政府债券支出不及预期。

【固定收益】央企背景的上市金融控股公司——国投转债申购价值分析——事件点评-20200723

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

央企背景的上市金融控股公司

公司是央企背景的上市金控公司，控股股东国投公司是中央企业中唯一的投资控股公司。公司采用“母公司控

股、子公司经营”的业务模式，以证券业务为核心，现已形成证券+信托+基金+期货的金融服务布局。

股东背景雄厚，业务前景广阔

公司的两大控股公司为国家开发投资集团有限公司和中国证券投资者保护基金有限责任公司。公司股东有着丰富的产业资源和金融经验，使公司能获得资源倾斜和相关业务指导，形成产业协同。

公司整体业务受市场行情影响较大，目前证券业务、信托业务乘着资本市场的上升行情，业绩表现较好，基金业务、期货业务虽有所下滑，但各项指标仍处于行业靠前位置，随着资本市场的向好趋势，公司各业务未来发展可期，业绩有望持续向好。

预计上市价格中枢约 122.83 元

预计国投转债转股溢价率在 18%-22%之间，价格区间 120.79~124.88 元，价格中枢 122.83 元。

中签率约 0.0256%，建议积极申购

第一大股东为国家开发投资集团有限公司，持股比例为 41.62%。前十大股东合计持股 76.59%，股权结构集中。假设原股东有 75%参与配售，则预计获配 60 亿元面值转债，留给市场的规模约为 20 亿元。假设国投转债网上申购 780 万户，按照打满计算中签率在 0.0256%左右。建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；法律风险

行业公司

【电子】IBM 营收环比回暖，云服务业务增长迅猛——行业点评报告-20200723

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

2020Q2 营收 181.2 亿美元，同比-5.4%/环比+3.1%

IBM 是全球最大的信息技术和业务解决方案公司。2020Q2 营收 181.2 亿美元，同比-5.4%/环比+3.1%；GAAP 净利润 13.6 亿美元，同比-45%/环比+15.8%；非 GAAP 每股收益 1.77 美元，同比-52.7%/环比-28.6%；非 GAAP 毛利率 48%，同比增长 1.3 个百分点，环比增长 6.4 个百分点；第二季度 IBM 持有现金额为 143 亿美元，同比增加 52 亿美元。公司整体业绩良好，主要原因系：1）IBM 的客户集中于大型企业，疫情期间业务相对稳定；2）IBM 进行业务重组，使用虚拟交付模式、精简销售团队，降低了人力成本。3）客户数字化转型加速，云服务业务增长明显。

2020Q2 云计算相关业务稳健增长，服务业务营收下降

2020Q2 营收结构方面，从业务部门来看，云服务业务营收 63 亿美元，同比+31.2%/环比+16.7%，增长迅猛，系客户数字化转型需求旺盛；系统业务（包括大型机）收入为 18.5 亿美元，同比+5.6%/环比+35.4%，系客户对 z15 主机与高性能存储需求增长；云和认知软件业务（包括 Red Hat）营收 57.5 亿美元，同比+1.8%/环比+9.7%，其中 Red Hat 营收环比增长 18%，主因系混合云平台先进性与安全性提升；服务业务营收同比环比均有所下降，其中全球技术服务（GTS）收入 63.2 亿美元，同比下降 7.6%，全球商业服务（GBS）收入 38.9 亿美元，同比下降 6.4%，系签约数量增长被客户端业务量持续下降所抵消。

2020Q3 传统产品承压，混合云业务前景广阔，云服务市场份额仍较小

受疫情影响以及宏观形势的不确定性，2020Q3 可见度受限，IBM 未提供下一季度指引。云计算行业趋势整体向上，而 IBM 的传统技术与业务服务产品面临压力。服务业务方面，GBS 业务势头良好，IBM 预计其将加速增长；系统业务方面，IBM 将在 9 月继续推出 IBM Z 服务器系列产品；云和认知软件业务方面，IBM 在 6 月和 7 月分别收购了 Spanugo 与 WDG Automation，将着重提升混合云的合规性、网络安全能力与自动化功能。在云服务领域，

IBM 营收增长较快，但目前市场占有率低，落后于 AWS（亚马逊云平台）和 MS（微软云平台）。

混合云黄金时代来临，云计算管理行业迎来新机遇

从市场趋势来看，混合云需求不断攀升；从技术发展趋势看，混合云融合了公有云和私有云，能够适应不同的平台需求，为企业实现高效化、自动化管理提供了有力的技术支撑。据预测，2020 年 90%的大中型企业将利用混合云管理基础设施，预计 2024 年中国企业混合云普及率将达到 70%。中国公司计划在未来五年内积极投资混合云架构，据统计，17%的中国企业已经部署了混合云，国内云计算管理行业已经迎来了新的机遇。

风险提示：疫情风险、行业竞争加剧、汇率波动

【食品饮料】2020Q2 基金持仓比例回升，边际改善标的更受关注——行业点评报告-20200723

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

2020Q2 基金重仓食品饮料比例回升，二季度板块涨跌幅跑赢大盘

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。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。考虑到食品饮料需求刚性，下半年消费仍在复苏趋势中，我们预计 2020Q3 基金持仓食品饮料比例可能持续回升。

排名前十分析：基金加配食品饮料，边际改善的公司更易获得青睐

（1）从食品饮料公司持股基金数来看，2020Q2 排名前十的公司中，贵州茅台、五粮液、山西汾酒、青岛啤酒、今世缘五家公司的持有基金数量有所回升。排名变化在于：一是顺鑫农业、涪陵榨菜、中炬高新跌出前十，山西汾酒、青岛啤酒与今世缘补位；二是伊利股份、绝味食品排名下降，五粮液排名提升。（2）从基金持股市值占比来看：2020Q2 排名前十的公司中，泸州老窖、伊利股份、双汇发展、顺鑫农业持股市值比例下降，其他公司持股市值比例回升。排名变化在于，海天味业跌出前十，洋河股份进来补位；伊利股份、顺鑫农业排名下滑。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。

投资建议：基金十大重仓股中食品占有 6 席，消费公司仍占据主流

我们观测 2020Q2 市场整体的基金前十大重仓股，食品饮料占有两席：贵州茅台、五粮液。十大重仓股中消费公司占有六席（除食品饮料公司外，还有医药行业的恒瑞医药、长春高新与迈瑞医疗，以及家电行业的美的电器）。整体来看消费类公司仍有 6 席，仍占据主流地位。

投资建议：把握确定性强的细分龙头，寻找底部拐点性机会

往 2020H2 展望，大背景环境是经济活动仍受疫情影响，随着疫情得到有效控制，对消费需求的负面影响应是逐渐递减。从基本面来看，多数子行业处于复苏改善过程。我们选取 2020 年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性或业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，基本面可能出现边际改善的公司。综合分析产业变化趋势及投资主线，我们首推白酒中的贵州茅台、五粮液、山西汾酒；大众品中伊利股份、海天味业、中炬高新等，建议关注洋河股份深度调整后的基本面改善机会。

风险提示：宏观经济下行、消费需求放缓、原料价格上涨、食品安全风险。

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