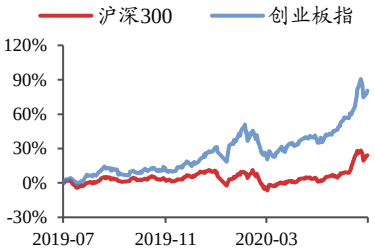
2020 年 07 月 22 日

开源晨会 0722

——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(%)
医药生物	3.28
食品饮料	2.07
电气设备	1.12
轻工制造	0.98
汽车	0.92

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-2.87
非银金融	-1.84
银行	-0.94
建筑材料	-0.9
钢铁	-0.88

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

【固定收益】转债历史复盘及对现阶段的思考——固收专题-20200721

预计当前经济为弱复苏，本轮牛市的持续性和稳定性都会弱于之前。PPI 触底，工业原材料的价格弹性开始恢复，预计企业盈利将逐步改善。短期建议从追求性价比角度进行配置，化工、建材、有色等低估值的周期行业存在补涨的机会；中长期来看，建议聚焦景气度向上行业的龙头公司。

行业公司

【农林牧渔：圣农发展(002299.SZ)】食品业务步入快车道，平抑公司业绩周期性——公司信息更新报告-20200721

圣农发展发布 2020 年上半年实现营业收入 65.00 亿元（-0.82%），其中公司鸡肉业务营业收入 41.45 亿元（-6.25%），食品业务营业收入 18.67 亿元（+4.30%），同时实现归母净利润 13.32 亿元（-19.40%）。食品业务有效平抑公司业绩的周期性影响。考虑 2020 年禽养殖端供给增加，鸡肉平均价格表现偏弱，同时考虑公司食品业务的长期发展可期，预计 2020-2022 年归母净利润为 30.29/26.95/23.70 亿元，对应 EPS 分别为 2.43/2.17/1.90 元，当前股价对应 PE 为 12.0/13.5/15.3 倍，维持“买入”评级。

【电子：风华高科(000636.SZ)】扩产把握 MLCC 国产替代，“瘦身强体”提升效率——公司首次覆盖报告-20200721

5G 和汽车电子带动 MLCC 行业快速成长，中美贸易冲突和日韩厂商转型中高端市场提供了 MLCC 国产替代的历史机遇。风华高科是国内 MLCC 龙头，兼具技术、规模优势。公司积极扩产把握 MLCC 国产替代机遇，祥和工业园项目使公司规模仅次于村田和三星电机。董事会、高管变更落地稳定了公司“瘦身强体”方向，经营效率提升趋势有望延续。我们预计公司 2020-2022 年的利润为 6.58、9.69、14.07 亿元；EPS 为 0.74、1.08、1.57 元，当前股价对应 PE 为 38.7x、26.3x 和 18.1x。首次覆盖，给予 “买入”评级。

【房地产：保利地产(600048.SH)】业绩稳健释放，销售持续复苏，投资强度回升——公司信息更新报告-20200720

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，城市布局完善；同时不动产金融、综合服务两翼持续推进，打造全产业的不动产生态发展平台。公司管理团队经验丰富，有冲劲，能力强。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元，当前股价对应 PE 分别为 6.1、5.2、4.4 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【固定收益】转债历史复盘及对现阶段的思考——固收专题-20200721

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

历史复盘：可转债市场与股市联系紧密

1、2006 年-2007 年 10 月：中国 GDP 增速最高的时期，经济持续较快增长，股权分置改革完成。上证指数于 2007 年 10 月 16 日达到历史最高点 6124.04，距离 2006 年初涨幅高达 427%，房地产、采掘 、有色金属等行业领涨。转债一级市场再度活跃、二级市场享受股牛带来的价格红利。

2、2007 年 11 月-2008 年 10 月：国际金融危机蔓延，国内经历雪灾和大地震，经济疲软。股市泡沫破裂，2008 年万得全 A 下跌 62.9%。由于债性缓冲，转债跌幅明显小于股票。转债平价持续下跌，大多数发行人选择大幅下修转股价。

3、2008 年 11 月-2009 年 7 月：全球经济出现弱复苏，我国出台“四万亿”计划叠加宽松的货币政策和积极的财政政策，基本面企稳。初期市场震荡，强周期板块表现不佳；后期市场对经济复苏的预期增强、风险偏好提高，与经济增长相关的周期板块表现突出。随着股市轮动，转债出现明显分化，涨幅前十的转债主要是贴合“四万亿”计划和对流动性敏感的周期性行业。

4、2009 年 9 月-2013 年 12 月：中国经济增速放缓、流动性收紧，2013 年起政府政策向科技互联网等新兴产业倾斜。期间股市长期低迷，震荡下行；2013 年出现创业板的结构性机会，但由于存量转债多属于传统行业，中证转债指数表现一般。

5、2014 年 1 月-2015 年 6 月：宏观经济持续下行，基本面进一步恶化；政府逆周期刺激经济，货币政策转向全面宽松。2014 年，低估值价值股迎来估值修复行情，非银金融、房地产、钢铁、建筑装饰等板块受益于新国九条、“一带一路”战略等迎来补涨。2015 年各行业普涨，创业板综/沪深 300 较年初最高涨幅分别达 179%/51%。牛市期间，转债大面积的转股和赎回凸显了存量券的稀缺性，叠加市场情绪高昂，转债估值主动提高。

现阶段：全面牛市条件尚不具备，短期建议聚焦性价比个券

1、流动性阶段性充裕，无风险收益率走低，叠加市场对未来经济回暖的预期，推动了 2020 年 6 月以来股市的大幅上涨。

2、当前各行业估值分化较大：食品饮料、医药生物等行业估值处于历史高位，需警惕在事件和情绪等冲击下产生调整的风险；化工、钢铁、有色、建筑材料等行业当前估值处于历史较低位置。

3、预计当前经济为弱复苏，本轮牛市的持续性和稳定性都会弱于之前。PPI 触底，工业原材料的价格弹性开始恢复，预计企业盈利将逐步改善。短期建议从追求性价比角度进行配置，化工、建材、有色等低估值的周期行业存在补涨的机会；中长期来看，建议聚焦景气度向上行业的龙头公司。

风险提示：宏观经济下滑风险；疫情反复风险。

行业公司

【农林牧渔：圣农发展(002299.SZ)】食品业务步入快车道，平抑公司业绩周期性——公司信息更新报告-20200721

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

公司食品业务快速发展，有效平抑行业周期波动，维持“买入”评级

圣农发展发布 2020 年半年度报告：报告期内，公司实现营业收入 65.00 亿元（-0.82%），其中公司鸡肉业务营业收入 41.45 亿元（-6.25%），食品业务营业收入 18.67 亿元（+4.30%），同时实现归母净利润 13.32 亿元（-19.40%）。2020 年上半年禽养殖端供给增加，主产区毛鸡均价为 7.57 元/公斤，同比下跌 21.23%，同时新冠疫情对下游餐饮行业造成较大的负面影响，公司克服双重压力，整体实现毛利率 26.93%（-4.77%），其中食品业务毛利率为 34.56%（+2.78%），鸡肉业务毛利率为 24.23%（-6.41%），食品业务有效平抑公司业绩的周期性影响。考虑 2020 年禽养殖端供给增加，鸡肉平均价格表现偏弱，同时考虑公司食品业务的长期发展可期，预计 2020-2022 年归母净利润为 30.29/26.95/23.70 亿元(此前预测 2020-2022 年归母净利润为 46.61/34.39/22.34 亿元)，对应 EPS 分别为 2.43/2.17/1.90 元，当前股价对应 PE 为 12.0/13.5/15.3 倍，维持“买入”评级。

公司熟食转化率提高，全渠道布局优势突出

公司食品业务深耕多年后进入快速发展阶段，食品业务规模扩大，熟食化率不断提升，2020 年上半年食品业务营业收入稳步增长，占比增加至 28.72%。渠道方面，公司分层次进行全渠道布局，一方面拥有肯德基、麦当劳等行业领先的优质渠道，另一方面入驻电商平台拓展 C 端，上半年 C 端销售额同比增长 137.40%。

养殖业务完全成本下降，降本增益效果显著

2020 年上半年公司养殖成本及费用得到进一步改善，公司深挖内部管理，积极降低资金成本，加大还款力度，财务费用同比下降 30.82%，单羽肉鸡费用同比下降 27.45%，单吨鸡肉完全成本同比下降 1.72%。

风险提示：疫病风险；生猪产能回升过快；白羽肉鸡行业产能超预期扩张等。

【电子：风华高科(000636.SZ)】扩产把握 MLCC 国产替代，“瘦身强体”提升效率——公司首次覆盖报告-20200721

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

国内龙头受益 MLCC 国产替代和效率提升，首次覆盖，给予 “买入”评级。

5G 和汽车电子带动 MLCC 行业快速成长，中美贸易冲突和日韩厂商转型中高端市场提供了 MLCC 国产替代的历史机遇。风华高科是国内 MLCC 龙头，兼具技术、规模优势。公司积极扩产把握 MLCC 国产替代机遇，祥和工业园项目使公司规模仅次于村田和三星电机。董事会、高管变更落地稳定了公司“瘦身强体”方向，经营效率提升趋势有望延续。我们预计公司 2020-2022 年的利润为 6.58、9.69、14.07 亿元；EPS 为 0.74、1.08、1.57 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 38.7x、26.3x 和 18.1x。首次覆盖，给予 “买入”评级。

大市场、高壁垒、成长快的 MLCC 行业。

MLCC 广泛应用于移动电子、无线通信等领域，全球市场规模超 150 亿美金。MLCC 行业是材料、工艺和投资驱动型行业，壁垒高，行业被日韩台寡头垄断，Murata、三星电机和国巨全球市占率 63%。未来 MLCC 行业市场规模有望在 5G 基站建设、5G 智能手机的持续渗透以及汽车电子的驱动下保持快速增长。

积极扩产把握 MLCC 国产替代历史机遇。

日企战略转型中高端、车规市场。中兴和华为事件明显加速了 MLCC 等零部件的国产替代。公司现有多个扩产项目在推进，我们预计 2022 年公司 MLCC 产能将从当前的 120-130 亿只/月大幅提升至 650 亿只/月，整体规模将仅次于 Murata 和三星电机，与 Taiyo Yuden、国巨和华新科一同处于全球第二阵营，为公司把握 MLCC 国产替代机遇提供了充足的产能储备。

“瘦身强体”提升经营效率，高管变更稳定发展方向。

经过公司多年的“瘦身强体”工作，公司经营效率持续提升，营业利润率则从改革前 2016 年 3.3%提升了 6 个

百分点以上，单位人均产出 2017-2019 年平均较 2015-2016 年提高了 20 多万。董事会、高管变更落地，有助于稳定公司“瘦身强体”聚焦主业、精细化管理的发展方向，为公司发展创造了良好的内部环境。

风险提示：5G 推进不及预期；MLCC 价格下跌风险；公司产能释放受限等。

【房地产：保利地产(600048.SH)】业绩稳健释放，销售持续复苏，投资强度回升——公司信息更新报告-20200720

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

业绩稳健，销售复苏，拿地积极，维持买入评级

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，城市布局完善；同时不动产金融、综合服务两翼持续推进，打造全产业的不动产生态发展平台。公司管理团队经验丰富，有冲劲，能力强。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元，当前股价对应 PE 分别为 6.1、5.2、4.4 倍，维持“买入”评级。

业绩稳健释放，符合预期

保利地产发布 2020 半年度业绩预告：2020 年上半年，公司实现营业总收入 737.05 亿元，同比增长 3.60%；利润总额 174.45 亿元，同比增长 1.64%；归母净利润 101.21 亿元，同比增长 1.66%；EPS 为 0.85 元，公司业绩稳健增长。公司在 2019 年高基数和 2020 年疫情影响下，业绩仍保持了正增长，符合预期。

上半年销售有所回落，投资更为积极

2020 年 6 月，公司实现销售金额 688.53 亿元，同比增长 8.15%；销售面积 440.50 万平米，同比增长 7.54%；上半年累计实现销售金额 2245.36 亿元，同比下降 11.12%；销售面积 1492.24 万平米，同比下降 8.81%。公司拿地积极，上半年累计拿地金额 820 亿元，同比增长 54%；拿地面积 984 万平米，同比增长 19%；拿地金额是销售金额的 37%，同比提升 16 个百分点；平均楼面均价 8328 元/平米，是当期销售均价的 55%，公司继续坚持重点城市深耕战略，适度提升了城市投资能级，在一、二、三线城市拿地成本占比分别为 19.2%、72.8%、8.0%，拿地面积占比 6.7%、76.4%、16.9%。

央企背景，融资优势明显

2019 年末公司融资成本仅 4.95%，2020 年上半年公司融资成本持续新低，累计发行公司债、中票 85 亿元，加权票面利率仅 3.19%。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；企业运营风险。

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