海外市场指数

	收盘价	涨跌幅
道琼斯工业	26671.95	-0.23%
标普 500	3224.73	0.28%
纳斯达克	10503.19	0.28%
富时 100	6290.30	0.63%
法国 CAC	5069.42	-0.31%
日经 225	22696.42	-0.32%
德国 DAX	12919.61	0.35%

国内市场指数

上证指数	3314.15	3.11%
沪深 300	4680.30	2.98%
深圳成指	13448.85	2.55%
中小板	8972.58	2.42%
香港恒生	25057.99	-0.12%
H 股指数	10295.32	0.90%
AH 溢价	133.55	1.77%
中证转债	366.40	1.97%
上证转债	324.67	1.88%
上证基金	7208.17	2.44%

汇率

美元汇率	6.9920	0.04%
欧元汇率	7.9946	3.08%
英镑汇率	8.7658	-2.95%
澳元汇率	4.8876	1.04%

分析师：严佳炜
执业证书号： S0010520070001

分析师：朱定豪
执业证书号：S0010520060003

分析师：陈晓
执业证书号：S0010520050001

分析师：文献
执业证书号：S0010520060002

集萃聚焦

1.金工观点

【金工/严佳炜、朱定豪】《偏度之外：股票收益的不对称性—“学海拾珠”系列之二》

本文摘选自论文《STOCK RETURN ASYMMETRY: BEYOND SKEWNESS》的核心结论。除了传统的偏度指标以外，作者提出了两种新的度量股票收益不对称性的方法，是基于数据的分布函数来计算的。实证表明，新的度量方法比偏度更有力地检测出不对称性，发现个股不对称的比例远高于偏度所显示的比例。在横截面上，发现股票收益的高上行不对称性往往意味着未来的低回报率。

此外，对新的度量方法做了稳健性测试，通过控制尾部风险、极端收益、财务困境、波动率、投资者情绪，股市整体流动性等变量，在不同的市场环境下，以上结论始终成立，而传统偏度和预期回报率的相关性并不稳定。

2.行业观点

【农业/文献】正邦科技深度报告：全力扩张生猪养殖业务，成本下行拐点已现

公司种猪资源充足，2020 年 6 月末母猪存栏已达到 135 万头（能繁

母猪 75 万头），为 2021 年高增长奠定了坚实基础。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，公司通过定增、发行可转债、转让非核心资产、获得控股股东临时性借款额度等方式，全力做大做强生猪养殖业务。

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全防控。自 2019 年 10 月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2 生猪养殖成本环比首降，成本拐点已现。

我们预计 2020-2022 年公司生猪出栏量 1000 万头、1600 万头、2400 万头，出栏生猪均价 32 元/公斤、26 元/公斤、22 元/公斤，对应收入 501.9 亿元、629.9 亿元、779.2 亿元，对应归母净利润 92.4 亿元、111.3 亿元、119.7 亿元，同比分别增长 461%、20.4%、7.6%，对应 EPS3.69 元、4.45 元、4.78 元。生猪板块在盈利高点 PE 超过 10 倍，我们给予公司 2020 年 10 倍 PE，合理估值 36.9 元，给予“买入（首次）”评级。

【新能源与汽车/陈晓】拐点明确，光伏板块有望迎来戴维斯双击

电站装机成本下降，带动收益率明显提升，刺激下游需求。海外国家复工复产，二季度项目延期至下半年。国内竞价项目已出，三四季度预计装机逐季改善。预计今年国内装机 40-45GW，全球 110-120GW。产业链部分环节价格已经企稳回升，进一步证明需求回暖。

明年国内将进入平价时代，压制估值的政策因素即将消除。当前龙头企业积极布局新技术，技术迭代的格局改变不必过分担忧。此前压制估值的因素正在逐渐消退。未来光伏的周期性将逐渐减弱，成长性成为主导，光伏的合理估值将位于 25X-30X。

下半年光伏装机进入高峰期，部分环节的产品有望提价，下半年是行业业绩、估值双重修复的阶段，板块有望迎来戴维斯双击。建议关注光伏板块龙头企业隆基股份、通威股份；建议关注国内抢装受益、海外市占率提升、布局光储业务的细分赛道隐形冠军阳光电源；建议关注辅材龙头福莱特、福斯特。

3. 财经要闻

【深交所：7 月 27 日启动创业板注册制股票及存托凭证网上发行业务】

【国开行上半年超 2700 亿元贷款支持制造业升级】

【国办印发指导意见部署推进城镇老旧小区改造工作】

4.华安证券近期研究报告摘要

1. 金工观点

【金工】偏度之外：股票收益的不对称性 —“学海拾珠”系列之二

本篇是“学海拾珠”系列第二篇，摘选自论文《Stock Return Asymmetry: Beyond Skewness》的核心结论。

股票收益分布的偏度和股票预期回报率之间的关系是市场广泛关注的话题有研究指出，高偏度往往与低预期回报率有关，两者之间呈负相关性；但也有人在研究中发现了偏度和预期回报率的正相关性。学界对于两者之间的关系尚无定论。

本篇报告提出了两种新的度量股票收益不对称性的方法。与流行的偏度度量法不同，本文度量基于数据的分布函数，而不仅仅是三阶中心矩偏度。通过实证，用这种新的度量法检测出的股票收益高上行不对称性往往意味着未来的低回报率。

其中，**第一种方法**是计算收益上行概率和下行概率的差值，而第二种方法是计算收益上行概率和下行概率差值的绝对值。这两种新的度量方法比偏度测试更有力地检测出不对称性，因为他们发现个股不对称的比例远高于偏度测试所显示的比例（大约 18%比 11%）。

最后，为了检验新偏度指标与其他因子的相关性，以及在不同市场环境下的表现，我们通过控制尾部风险、极端收益、财务困境指标、波动率、投资者情绪, 股市整体流动性等变量，对新偏度以及传统偏度进行了稳健性测试。在不同的市场环境下，以上结论始终成立，即更高的上行不对称意味着更低的股票预期回报率，而传统偏度和回报率的相关性并不稳定。

对于国内市场，已经有较多实证验证：在日内高频数据维度，涨跌幅的偏度具有一定的 alpha。亦可使用类似思路测试本文中所提到的新偏度因子，有望获得相对原始偏度因子更佳的效果。

2、行业观点

【农业】正邦科技深度报告：全力扩张生猪养殖业务，成本下行拐点已现

生猪出栏量上市猪企排名第三，2019 年非瘟疫情下出栏实现正增长

公司主要从事饲料、生猪、兽药生产与销售，生猪出栏规模在上市猪企中排名第三。公司生猪养殖业务快速增长，出栏量从 2011 年 71 万头大幅攀升至 2019 年 578 万头，年复合增长率高达 30%。2016-2018 年是公司生猪养殖业务高速扩张的三年，生猪出栏增速分别高达 43.4%、51.1%、61.9%；2019 年受非瘟疫情影响，全行业生猪剧烈去产能，即使在恶劣的行业背景下，公司仍实现 4.4%出栏同比正增长。

非瘟促集中度加速提升，高猪价时间或超预期

在非瘟疫情长期存在的大背景下，普通养殖户在种猪资源、资金支持、生物安全防控等方面均处于劣势，规模养殖场尤其是大型集团公司集中度正加速提升。非瘟疫情造成种猪产业链重创，二元母猪断档三元补，而三元留种又造成生产效率大降，我们维持 2020-2021 年猪价高位运行的判断不变；此外，猪肉进口或受境外疫情的快速发展而放缓，连续暴雨致部分地区非瘟疫情抬头，猪价高位运行的逻辑再次被强化。

种猪资源充足，全力扩张生猪养殖业务

①公司种猪资源充足，生产性生物资产爆发式增长。公司于 2020 年 3 月、7 月分别从法国引进 1020 头曾祖代和 1500 头曾祖代，现拥有 GGP、GP 存栏约 15 万头。2019 年底，公司母猪存栏 119.75 万头，其中，能繁母猪 50 万头，确保了 2020 年 900-1100 万头生猪出栏。2020 年 6 月末，公司母猪存栏约 135 万头，其中，能繁母猪 75 万头，为 2021 年高增长奠定了坚实基础。②全力以赴扩大生猪养殖规模。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，2019 年以来，公司向大股东定增近 10 亿元，发行不超过 16 亿元可转债，获得控股股东临时性借款额度 48 亿元，向大股东转让非核心资产，专注生猪养殖业务。2020 年 6 月，公司公告拟非公开发行股票募集资金总额不超过 80 亿元，大股东认购比例超过 90%，募集资金 40%将用于扩张生猪养殖。

生物安全防控全面升级，养殖成本下行拐点已现

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场的生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司高度重视猪场生物安全问题，全面审视自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防控的软硬件投入、制度及作业流程落地，建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全防控。自 2019 年 10 月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2 公司实现净利润 14.5-15.5 亿元，自繁仔猪育肥完全成本环比降幅约 3 元/公斤，外购仔猪育肥完全成本环比降幅约 2.5 元/公斤，成本下降主要源自淘汰母猪量减少和育肥猪存活率上升。随着 Q3、Q4 生猪出栏量的逐季提升，摊销费、代养费、期间费用等单位成本均会下降，公司生猪养殖成本拐点已现。

投资建议

公司种猪资源充足，2020 年 6 月末母猪存栏已达到 135 万头（能繁母猪 75 万头），为 2021 年高增长奠定了坚实基础。非瘟疫情并未减缓公司扩张步伐，公司通过定增、发行可转债、转让非核心资产、获得控股股东临时性借款额度等方式，全力做大做强生猪养殖业务。

在非洲猪瘟疫情背景下，猪场生物安全防控成为影响猪场存亡的重要因素，公司建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，以阻断传染为核心，建立了多层管控体系，将猪场作为一个整体，全方位布局生物安全防控。自 2019 年 10 月以来，公司育肥猪均重、出栏价格不断改善，2020Q2 生猪养殖成本环比首降，成本拐点已现。

我们预计 2020-2022 年公司生猪出栏量 1000 万头、1600 万头、2400 万头，出栏生猪均价 32 元/公斤、26 元/公斤、22 元/公斤，对应收入 501.9 亿元、629.9 亿元、779.2 亿元，对应归母净利润 92.4 亿元、111.3 亿元、119.7 亿元，同比分别增长 461%、20.4%、7.6%，对应 EPS3.69 元、4.45 元、4.78 元。生猪板块在盈利高点 PE 超过 10 倍，我们给予公司 2020 年 10 倍 PE，合理估值 36.9 元，给予“买入（首次）”评级。

【新能源与汽车】拐点明确，光伏板块有望迎来戴维斯双击

核心观点

行业潜力巨大，看好未来 30 年持续增长

全球光伏发电占比仍然较低，预计占比不到 5%。光伏作为最具有经济性的发电方式之一，2010 年以来度电成本已经下降 82%。未来光伏发电占比提升，行业成长空间广阔。预计未来 30 年全球光伏装机将增长近 13 倍，累计装机高达 8440GW，年复合增速在 9%左右。

短期边际改善，行业需求逐季向好

年初至今组件价格下降约 0.3 元/W，预计电站收益率较年初提升约 2.4 个百分点。电站装机成本下降，带动收益率明显提升，刺激下游需求。海外国家复工复产，二季度项目延期至下半年，海外三季度有望淡季不淡。国内竞价项目已出，三四季度预计装机逐季改善。产业链部分环节价格已经企稳回升，进一步证明需求回暖。预计今年国内装机 40-50GW，全球装机有望达到 110-120GW。

进入平价、格局清晰稳定，估值有望提升，业绩收获

当前电气设备 PE（TTM）的分位数为 61%，其中光伏设备 PE（TTM）的分位数为 49%，板块估值水平位于全市场中部偏低水平。此前压制光伏估值的因素主要有补贴政策退坡影响装机量，新技术迭代影响行业格局。但明年开始，国内进入平价时代，叠加龙头企业积极布局新技术，行业政策扰动与技术迭代的不确定性正在逐步消除，未来行业格局将更加清晰稳定。我们认为，光伏板块成长性将持续向上，目前板块正处于估值重构的阶段，未来估值有望提升至 25x-30x；且下半年进入装机高峰，部分环节产品提价，有望迎来业绩估值戴维斯双击。

投资建议

建议关注光伏板块龙头企业**隆基股份、通威股份**；建议关注国内抢装受益、海外市占率提升、布局光储业务的细分赛道隐形冠军**阳光电源**；建议关注辅材龙头**福莱特、福斯特**。

风险提示

疫情进一步扩散，导致装机不及预期；新技术迭代超预期。

3.财经要闻

【深交所：7 月 27 日启动创业板注册制股票及存托凭证网上发行业务】

深交所 7 月 20 日公告，为确保创业板改革并试点注册制业务的顺利开展，深交所联合中国结算、中证金融定于 7 月 25 日组织技术上线通关及网上发行业务通关测试，本次测试主要模拟创业板改革并试点注册制相关技术系统上线后创业板注册制股票网上发行业务启动首日场景。测试完成后创业板改革并试点注册制相关技术系统正式上线。据公告，自 7 月 27 日起，可开始启动创业板注册制股票及存托凭证的网上发行业务，继续支持个别存量的创业板核准制股票网上发行和上市交易业务，业务启动的具体日期以相关公告为准。创业板改革并试点注册制的交易及转融通优化相关（含盘后定价交易）业务暂不启动，业务启动日期另行通知。（来源：Wind）

【国开行上半年超 2700 亿元贷款支持制造业升级】

记者今天（20 日）从国家开发银行了解到，截至 6 月末，国开行今年已发放制造业贷款 2777 亿元，同比增长 45%，贷款余额 8648 亿元，有力支持了制造业转型升级。国开行表示，目前还积极探索推动“制造业资金合作计划”，通过银政企三方合作，以批量开发和合作金融方式支持制造业发展。（来源：央视新闻）

【国办印发指导意见部署推进城镇老旧小区改造工作】

国务院办公厅日前印发《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，要求按照党中央、国务院决策部署，全面推进城镇老旧小区改造工作。《意见》强调，要大力改造提升城镇老旧小区，2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户。《意见》明确城镇老旧小区改造任务，重点改造 2000 年底前建成的老旧小区。《意见》要求建立改造资金政府与居民、社会力量合理共担机制。（来源：新浪财经）

4.华安证券近期研究报告摘要

华安证券最新研报

日期	报告	分析师
6 月 30 日	标准升级系列之一：替代市场空间巨大，可降解塑料大有可为	刘万鹏
6 月 30 日	国改新三年，看青花玻汾双轮驱动	文献
7 月 1 日	小间距 LED 持续景气，MINILED 蓄势待发	尹沿技、郑磊
7 月 2 日	高端白酒共享茅台红利，食品饮料延续长牛趋势	文献
7 月 6 日	“影、视、综”中综艺逆势发力，板块景气度持续回升	郑磊
7 月 6 日	洋河股份：精准改革持续落地，估值修复正在路上	文献
7 月 7 日	进击的安徽：“智+”，制造业的升级之路——安徽省优势产业成长与发展启示	尹沿技、方晨
7 月 7 日	北方华创：自主创新为基，平台化为翼	李疆
7 月 7 日	苏博特首次覆盖：多因素驱动格局改善，新技术助力二次腾飞	石林
7 月 8 日	半透明主动 ETF：海外资管新风口	朱定豪
7 月 8 日	汇川技术 300124：业绩超预期，拐点已至	李疆
7 月 8 日	功率半导体 IGBT：高壁垒和高景气的黄金赛道	尹沿技、郑磊
7 月 8 日	鸿泉物联:安全环保增效，商用车车联网开拓者	尹沿技、夏瀛韬
7 月 9 日	半透明主动 ETF：海外资管新风口	尹沿技、华晋书
7 月 9 日	迎接“真 5G”时代，主设备商挑战与机遇并存	尹沿技、夏瀛韬
7 月 12 日	波动率如何区分好坏？ —“学海拾珠”系列之一	严佳炜、朱定豪

7 月 12 日	中联重科—定增助力行稳致远，破釜沉舟再谋发展	尹沿技、郭倩倩
7 月 12 日	耕细作推动业绩增长，角膜塑形镜蓝海市场领航——欧普康视首次覆盖深度报告	邹坤
7 月 12 日	工业互联网《2020 年工作计划》释放政策利好	尹沿技、夏瀛韬
7 月 13 日	争夺上游矿山资源、抢占下游深加工高地，铜行业领跑者——铜陵有色首次覆盖报告	石林
7 月 13 日	古井贡酒：省内势不可挡，后百亿征程可期	文献
7 月 13 日	金地集团（600383）—三十余载耕耘，稳健发展逢春	邹坤，王洪岩
7 月 13 日	侧袋机制在公募产品中的应用展望	朱定豪
7 月 14 日	新宝股份：收入利润同高增，摩飞 50 亿元可期——2020H1 业绩预告点评报告	虞晓文、谢丽媛
7 月 15 日	地产后周期系列报告之深度拆解家居家电精装修产业链	虞晓文、谢丽媛
7 月 16 日	行业点评：销售仍有支撑，投资韧性十足	邹坤、王洪岩
7 月 16 日	6 月地产新开工高增，家电快速恢复，轻工必选消费表现靓丽	虞晓文、谢丽媛
7 月 16 日	黄金产业龙头，上游矿产资源优势明显——山东黄金首次覆盖报告	石林
7 月 16 日	二季度业绩大幅提升，持续看好长期收益——华菱钢铁点评报告	石林
7 月 16 日	电影院开放营业，票房恢复尚需时日	郑磊
7 月 19 日	上半年完美收官，下半年值得期待——2020 年上半年挖机行业总结	郭倩倩
7 月 19 日	大消费行业专题：经济指标延续改善，消费基础韧性仍强	文献、姚启璠
7 月 20 日	偏度之外：股票收益的不对称性 —“学海拾珠”系列之二	严佳炜、朱定豪
7 月 20 日	正邦科技深度报告：全力扩张生猪养殖业务，成本下行拐点已现	文献
7 月 20 日	拐点明确，光伏板块有望迎来戴维斯双击	陈晓

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。 市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

联系

华安证券研究所

上海市吴淞路宝矿国际大厦 27 层

机构请致电：

上海地区销售总监 纪孝娟 13524204720 jixj@hazq.com