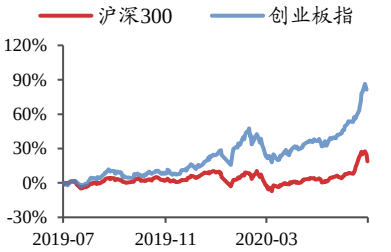
2020 年 07 月 17 日

开源晨会 0717

——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(%)
银行	-0.55
建筑装饰	-2.65
公用事业	-2.74
房地产	-3.04
钢铁	-3.22

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	-8.72
食品饮料	-8.14
医药生物	-6.64
农林牧渔	-6.48
电子	-6.22

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】未来没来，把握现在——投资策略点评-20200716

顺周期板块的表现，来源于经济复苏确认后，盈利预期修复*估值压制带来的合力。

【宏观】经济的“斜率”？——宏观经济点评-20200716

2 季度 GDP 当季同比 3.2%、重回增长区间，一、二产业接近疫前水平。

【固收】外需的天平：关于出口的韧性及安全边际——固收专题-20200715

海外疫情拖累了可选需求的出口，但同样有一些必需品的消费需求外溢给中国。

行业公司

【食品饮料】6 月社零数据降幅收窄，验证消费回暖趋势——行业点评报告-20200716

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。

【商业贸易】6 月社零同比下降 1.8%，化妆品增速表现突出——行业点评报告-20200716

2020 年 6 月，我国社零总额为 33526 亿元，同比下降 1.8%。

【电气设备】新能源车下乡，进一步夯实行业向上周期——行业点评报告-20200716

7 月 15 日，工信部等三部门发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》。

【电子：锐科激光(300747.SZ)】国内光纤激光器产业龙头，高功率发展先行者——公司首次覆盖报告-20200716

公司是国内光纤激光器龙头企业，2019 年市占率 24%。

【化工：恒力石化(600346.SH)】石化航母乘风破浪，炼化项目迎来业绩释放期——公司首次覆盖报告-20200716

站在当前时点，随油价回升、疫情缓和，民营大炼化否极泰来。

【电子：圣邦股份(300661.SZ)】模拟芯片稀缺标的，收购钰泰加码电源管理——公司首次覆盖报告-20200716

圣邦股份拟实现对钰泰半导体 100%控股，将进一步加强电源管理芯片实力。

【纺服：安踏体育(02020.HK)】2020 Q2 流水恢复超预期，线上流水维持高速增长——港股公司信息更新报告-20200716

长期来看：公司的核心竞争力不变，且有望在“后疫情“时期获更高市场份额，

【轻工：思摩尔国际(06969.HK)】乘新型烟草之东风，电子雾化设备龙头加速腾飞——港股公司首次覆盖报告-20200716

公司是全球电子雾化设备龙头。

【新能源与电气设备：隆基股份(601012.SH)】以“隆顶”为新起点，应用创新推动新成长——公司信息更新报告-20200716

7 月 13 日，公司首款 BIPV 产品“隆顶”下线。

研报摘要

总量研究

【策略】未来没来，把握现在——投资策略点评-20200716

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

科技消费“退潮”，顺周期价值股成为压舱石

今天（2020 年 7 月 16 日）A 股三大股指均大幅下挫，上证指数、深证成指和创业板指分别下跌 4.50%、5.37%和 5.93%，主要的领跌板块为消费和科技。我们认为当天市场大幅下跌的直接触发因素有三个：一是 6 月社零数据不及预期以及人民日报对于贵州茅台内部腐败事件的评论；二是近期国家集成电路基金频繁减持科技股，7 月科技股解禁压力较大；三是中芯国际上市也分流了大部分资金，也并未如很多投资者期待的点燃科技行情。今天的市场表现值得让部分投资者反思对于 7 月以来发生风格切换的认知：低估值完成修复，而后消费科技等成长股可以水涨船高。我们认为，顺周期板块在 6 月 30 日经济数据出炉后的表现，其实是来源于经济复苏确认后，盈利预期修复*估值压制带来的合力。因此我们认为，一定程度上今天市场出现如此大幅度的波动且成长/价值出现分化，正是对“估值驱动”这一预期的根本性修正的开始。

回不去的 2015：估值驱动行情的谢幕

我们在《回不去的 2015》中曾提醒投资者，牛市应该是一个后验概念，但 2014-2015 的行情在监管和市场参与者的记忆中都同样深刻。这两种博弈下，一定会让 2015 年估值驱动的行情难以复刻，同时放大市场波动。当下，我们并不否认我国经济结构转型的趋势，但以科技+消费为代表的未来和现在之间，还隔着贴现率和不确定性，一旦预期收益率过低后就会有两层风险：一是利率中枢上移会让长久期的成长性资产受到冲击；二是出现尾部风险，例如贵州茅台受到主流媒体点名批评，这会让市场重新认知为“确定性“承受过低的预期收益率是否值得。

真正的主线：经济复苏趋势的持续确立

我们对市场仍然乐观，但是我们看到的真正主线和大部分投资者不同，我们认为经济的企稳复苏才是市场行情的驱动。目前看上半年经济数据出炉，资金“脱虚入实”正在进行，复苏节奏上先投资后消费，从中观数据来看，周期行业景气度持续升温：重要的生产资料价格恢复至疫情前水平，与基建、房地产产业链联系紧密相关的建筑及工程机械行业，均体现出较强的复苏节奏。我们认为，由于消费的疲软和就业的约束，尚不是担忧信用收紧、经济降温的时刻，利率中枢上移的核心驱动来自于经济复苏，这或许是市场对于风格判断最大的认知差。

退潮以后，周期归来

“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现。而对于顺周期价值板块，更为核心的驱动力是来自市场在看到经济复苏的明确信号之后，对于顺周期、低估值的价值板块盈利预期边际改善，这种改善会因为极低的隐含增长率而被放大。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏，：建材、化工、建筑、工程机械、煤炭、有色金属；第二，估值仍存在修复空间的：房地产、非银；第三，顺周期消费：汽车，家电。

风险提示：中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

【宏观】经济的“斜率”？——宏观经济点评-20200716

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

重申观点：政策底和经济底夯实，信用环境、经济行为的逐步修复，带动资金风险偏好的持续改善。随着下半年财政支出等加快落地，信用环境修复或将延续。政策和经济的组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

经济增长：2 季度重回增长，积极财政、信用环境修复等支持下半年经济修复

2 季度 GDP 当季同比 3.2%、重回增长区间，一、二产业接近疫前水平。三次产业，2 季度 GDP 均重回增长；其中，第一产业同比增长 3.3%、接近 2019 年 4 季度水平（3.4%），第二产业增长 4.7%、也较接近 2019 年 4 季度水平（5.8%）。第三产业恢复较慢、增长 1.9%，其中批发零售、住宿餐饮等生活服务业恢复较为缓慢。

下半年，积极财政发力、信用环境修复等支持下，宏观经济还将继续修复。基建和地产投资等经济行为快速回暖，对 2 季度经济回升起到重要提振。财政视角来看，年初以来广义财政支出进度较往年偏慢、前 5 月增速仅 1%，下半年或将显著抬升，或带动信用环境和经济行为进一步修复。其中，东部地区稳增长诉求较强、信用环境修复较快，后续投资行为的连续性可能相对更好、值得持续关注。

工业生产：产出稳步增长，建筑相关工业品产量继续高增、印证内需修复逻辑

6 月工业产出增速继续回升，采矿业与电热燃拉动明显，制造业产出增长平稳。6 月，工业增加值当月同比 4.8%，较前值上升 0.4 个百分点。大类行业中，制造业产出增长总体平稳，其中汽车制造、黑色金属冶炼等产出增长有所加快。采矿业和电热燃，6 月产出增速分别为 1.7%、5.5%，较前值上升 0.6、1.9 个百分点。

建筑链景气带动下，工程机械、部分建筑原材料等产量继续高增；手机增速创历史新高、或得益于出口的结构性提振。6 月，水泥产量当月同比增长 8.4%、维持高位，钢材产量同比增长 7.5%、较上月继续抬升，叠加挖掘机等销量高增，或反映建筑链景气仍然较好。汽车产量 6 月同比增长 20.4%、为连续两个月实现两位数；智能手机产量同比增长 26.1%、为 2016 年起最高，或得益于手机出口提振。

终端需求：投资仍是核心驱动，下半年广义财政支出对基建的支持，值得关注

投资增速继续回升，制造业拖累减弱、基建和地产增长边际放缓。1-6 月投资累计同比-3.1%，估算当月投资同比 5.4%（5 月 3.9%）。主要分项中，制造业投资 6 月同比-3.5%、跌幅收窄 1.8 个百分点，其中医药制造、农副食品制造等拉动较大；基建投资估算 6 月同比 8.3%、较前值下滑 2.6 个百分点，或受到近期暴雨、洪涝等自然因素的部分扰动，下半年广义财政支出对基建投资的支持值得关注。

消费延续缓步修复态势，可选消费修复明显分化。6 月，社零同比继续负增（-1.8%）、跌幅仅收窄 1 个百分点。主要商品中，家电、手机、文化办公用品等可能受 618 提振，消费增速明显抬升；相较之下，家具和建筑装潢材料消费增速回落或改善幅度明显放缓，汽车零售额也在高基数的影响下重回负增区间。就业市场依然承压、新增就业仍在减少背景下，居民收入端对消费的压制或将持续存在。

风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

【固收】外需的天平：关于出口的韧性及安全边际——固收专题-20200715

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

出口偏稳的根结是：虽然海外疫情拖累了可选需求的出口，但在海外经济体更加困难的生产环境下，同样有一些必需品的消费需求外溢给中国

1）事后来看，这两股力量几乎可以相互对抵：与防疫相关的纺织品、药品、化学品及洗涤剂等物品对出口的拉动明显向上，并成为了稳定出口的重要力量。

2）抛开疫情趋势不论，这种出口的内生对冲机制仍将发挥关键的作用，此起彼伏的必需消费和可选消费在相互抵消之后，出口仍然有可能被稳定在当前的位置。

另一个趋势是：疫情正在从发达国家扩散到发展中国家，这可能会后续推动出口的天平向有利的方向略微倾斜：

1）发展中国家的消费结构比起发达国家来说更偏必需消费，因此，当疫情在发展中国家扩散之时，其所面临

的必需消费向中国的溢出效应会更足;

2） 因发展中国家的人均消费能力低于发达国家，当疫情从发达国家转移到发展中国家之后，出口所受到的可选消费下降的压力是边际递减的。

一个初步的推测是：全球的需求可能已经站到了底部的右侧，持续反弹的 OECD 指标可能意味着：发达国家在疫情稳定后恢复的力量可能要更胜于疫情对于发展中国家的拖累

海外疫情对债券市场的定价作用是不足的，经济增长复苏的方向并未被打破，这导致长远来看，利率债收益率的确会面临持续上行的压力

但当股市上升的动能减退后，收益率同样存在技术性下调的阶段性机会，长久期的赔率已经跌到偏低的水平，建议持券观望，不必恐慌抛售。

风险提示：经济复苏不及预期，疫情反复影响发债主体信用基本面。

行业公司

【食品饮料】6 月社零数据降幅收窄，验证消费回暖趋势——行业点评报告-20200716

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

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。

月度观察：2020 年 6 月社会消费品零售总额下滑幅度持续收窄

国内疫情逐步得到控制，2020 年 6 月社会消费品零售总额下滑 1.8%，幅度环比 5 月份收窄 1.0pct，主因在于疫情得到控制，经济全面回暖，消费需求明显改善。6 月餐饮及限额以上餐饮收入分别降 15.2%与 12.9%，下滑幅度收窄，原因在于疫情防控到位，多数餐饮门店开放，需求逐渐恢复。从细分子行业来看，6 月份饮料类、烟酒类分别增 19.2%、13.3%，环比提升 2.5pct 与 2.9pct；粮油食品类增长 10.5%，环比略回落 0.9pct，疫情后期囤货需求减少，但粮油食品仍保持高速增长。疫情局部地区反弹可能对复苏节奏产生扰动，但整体回暖趋势不变。我们预计 7 月社会消费品零售总额增速大概率持续回暖。

季度观察：2020Q2 饮料、烟酒类增速大幅回升

食品饮料月度数据波动较大。我们把数据合并来看，观测季度数据变化情况，消费复苏趋势持续，推动二季度社零增速有明显回升。2020Q2 社会消费品零售额同比下降 3.8%，较 2020Q1 回升 15.2pct。观察消费品中：2020Q2 食品粮油增速 13.2%，较 2020Q1 提升 0.6pct；饮料增速 16.5%，较 2020Q1 回升 12.4pct；烟酒类增速 10.4%，较 2020Q1 提升 24.4pct，均呈加速增长趋势。考虑到三季度进入白酒中秋前备货时期，预计烟酒增速仍将保持回暖势头。

产业观察：白酒趋势向好，大众品环比改善

当前白酒渠道库存低位，名酒厂下半年加速趋势确定。1）酒厂层面来看，三季度是全年销售能否顺利完成得重要时点，酒厂内部积极性和紧迫性高，对三季度较往年相比更加重视。2）渠道层面来看渠道库存处于低位，白酒价格稳中向上，消费加速恢复，渠道积极性较上半年将进一步提升，名酒企业在此基础上通过抢占市场份额，渠道结构优化等实现既定目标增长确定性强。大众品方面，我们估计多数公司中报业绩均可环比改善。背后的逻辑是

一季度受疫情扰动，消费需求减少，且生产复工与物流配送均受到影响。二季度补偿性消费开启，同时渠道补库存，大概率推动大众品企业营收加速，预计乳制品、调味品、麦片等行业龙头企业均会受益。考虑外部冲击对于行业集中度的影响，龙头强者恒强趋势不变。

风险提示：原材料价格波动风险、市场经营风险、食品安全风险等。

【商业贸易】6 月社零同比下降 1.8%，化妆品增速表现突出——行业点评报告-20200716

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

6 月社零同比下降 1.8%，环比继续改善，线上电商渠道表现亮眼

国家统计局发布 2020 年 6 月份社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据。2020 年 6 月，我国社零总额为 33526 亿元，同比下降 1.8%（扣除价格因素实际下降 2.9%），降幅环比 5 月收窄 1.0pct；其中限额以上零售额 13107 亿元，同比下滑 0.4%。分品类看，粮油食品、饮料、烟酒等必选消费保持高景气，可选消费中化妆品增速最为突出，餐饮、家电等环比也有改善；分地域看，城镇/乡村社零总额为 29052 亿元/4474 亿元，同比分别-2.0%/-1.2%；分零售业态看，1-6 月限额以上超市、百货、专业店、专卖店零售额同比分别+3.8%/-23.6%/-14.1%/-14.4%，超市业态表现最优；分渠道看，1-6 月实物商品网上零售总额同比+14.3%，占社零总额比重已达到 25.2%。整体来看，受益于线下客流恢复、电商购物节及消费券等政策刺激，6 月社会消费稳步恢复，投资主线建议关注化妆品板块。

分品类看，必选消费继续快速增长，可选消费中化妆品增速表现最为突出

2020 年 6 月，CPI 同比+2.5%（食品类 CPI+11.1%）。6 月社零数据分品类来看：粮油食品、饮料、烟酒、药品等必选消费品类保持高景气，6 月销售额同比分别+10.5%/+19.2%/+13.3%/+9.7%，增速环比 5 月份分别-0.9/+2.5/+2.9/+2.4pct。可选消费方面，受 618 电商购物节带动，6 月化妆品同比+20.5%（5 月为+12.9%），保持较快增长；服装类同比-0.1%，降幅小幅收窄（5 月为-0.6%）；金银珠宝同比-6.8%，降幅小幅扩大（5 月为-3.9%）。汽车类受 2019 年同期基数较高原因影响，6 月零售额下滑 8.2%；此外，家电、文化办公、通讯等品类增速明显改善，同比分别为+9.8%/+8.1%/+18.8%，环比 5 月分别+5.5/+6.2/+7.4pct。餐饮消费方面，6 月零售额同比仍下滑 15.2%，环比 5 月（-18.9%）有小幅回暖。

分渠道看，6 月线上高速增长，实物商品网上零售额占比已提升至 25.2%

1-6 月全国实物商品网上零售额 43481 亿元（同比+14.3%）。根据我们测算，6 月当月实物商品网上零售额 9742 亿元，增速达到 25.7%，环比 5 月增速进一步提升 2.4pct。从 1-6 月份累计数据来看，实物商品网上零售额占社零总额比重已进一步提升至 25.2%。而在实物商品网上零售额中，吃、用类商品分别增长 38.8%和 17.3%，穿类商品下降 2.9%。6 月受到 618 电商购物节带动，线上渠道零售延续了较快增长。

消费复苏稳步进行，建议关注化妆品板块

从 6 月社零数据来看，必选消费需求维持高景气，CPI 增速环比回升利好超市同店增长，超市龙头公司短长期逻辑仍然突出，重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和步步高。整体看，受益于疫情缓和、消费券推出和电商购物节等因素带动，社会消费稳步复苏，建议关注回暖最明显的化妆品板块，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化和青松股份等。

风险提示：疫情出现反复带来影响；企业经营成本费用提升。

【电气设备】新能源车下乡，进一步夯实行业向上周期——行业点评报告-20200716

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

新能源汽车下乡活动展开，护航行业三年向上周期

7 月 15 日，工信部等三部门发布《关于开展新能源汽车下乡活动的通知》。主要内容包括：1）活动将在全国

范围内展开，各地政府发布本地区支持新能源汽车下乡等政策，参与汽车企业发布活动车型和优惠措施。2）参与活动的车企共有 10 家、推广车型共有 16 款。3）将安排 1 场启动活动（山东省青岛市，拟于 7 月下旬）、4 场专场活动（海南省海口市、云南省昆明市、四川省成都市、山西省太原市，从 8 月下旬至 9 月下旬）、系列企业活动。4）活动时间为 2020 年 7 月-12 月。新能源汽车下乡政策有望充分激发乡镇市场对新能源汽车的消费潜力，我们上调 2020 年国内新能源车销量预期至 130.6 万辆。在中欧补贴政策均向好、重磅车型密集推出的催化下，下半年中欧新能源车销量有望迎来高速增长，全球新能源车景气度向上三年周期启动。推荐标的：宁德时代、恩捷股份、中材科技，受益标的：璞泰来、三花智控、科达利等。

参与活动的车型多为 10 万元以内的 A 级及以下的 BEV，有利于进一步打开下沉市场

此次参与活动的车型共有 16 款，大多为 10 万元以内的 A 级及以下的 BEV，“爆款”车型宏光 mini EV 也在其中。受补贴门槛提升、补贴力度降低影响，2019 年 10 万元以内 BEV 乘用车销量占比仅为 14.5%（10 万元以内乘用车销量占比 24.7%）。目前国内新能源车销售仍集中于一线、二线城市，2019 年国内四线及以下城市 BEV 乘用车销量占比仅 20.7%，增长潜力大。我们预计新能源车下乡政策将有力提振 A 级及以下、10 万元以内车型销售，对冲补贴退坡压力，并提升大众对新能源车的接受度，打开新能源汽车在四线及以下城市的市场空间。

已有多家车企制定相应优惠政策，相关车型的经济性将进一步凸显

据财联社报道，目前已有多家参与此次活动的车企制定了相应的优惠政策，优惠金额多在 2000-5000 元/台，最高达到 8000 元/台。以价位在 7-8 万元的 A0 级 BEV 为例，叠加当地政府的补贴或消费刺激政策，我们预计购车者实际得到的优惠可能达到 1 万元及以上，将有效激发消费者的购置热情。

优质车型密集出炉+补贴政策向好，行业三年向上周期启动

受益于新能源车下乡政策，我们上调 2020 年国内新能源车销量预期至 130.6 万辆。随着疫情的缓和以及德法等国对新能源车补贴加码，6 月欧洲德法等八国新能源车销量合计 7.9 万辆，同比+108%/环比+101%，欧洲新能源车市场复苏之势已确立，我们预计 2020 年欧洲新能源车销量为 96.6 万辆，同比+71.3%。在中欧补贴政策均向好、重磅车型（Model Y、国产 LFP 版 Model 3、ID.3、ID.4 等）密集推出的催化下，下半年全球新能源车市场有望开启三年景气度向上周期。

风险提示：疫情等导致需求低于预期、政策效果不及预期。

【电子: 锐科激光(300747.SZ)】国内光纤激光器产业龙头，高功率发展先行者——公司首次覆盖报告-20200716

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

国产光纤激光器龙头，不断实现高功率突破，首次覆盖给予“增持”评级

公司是国内光纤激光器龙头企业，具有从材料、器件到整机的垂直集成能力。公司在“千人计划”专家领衔下，凭借深厚技术积累率先开发出了国内首台 100W、1kW、4kW、6kW 及 10kW 连续光纤激光器，也是除 IPG 外全球第二家掌握 1 万瓦激光器技术的企业，打破国外的技术垄断，技术实力雄厚。随着公司市占率的不断提升，大功率激光器的持续研发拓展，未来前景看好。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.36/5.27/6.88 亿元，对应 EPS 为 1.75/2.75/3.58 元，当前股价对应 PE 为 57.9/36.8 /28.2 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

控股国神光电进军超快激光器领域，有望打开新的增量空间

国神光电科技（上海）有限公司成立于 2011 年，是中国第一家工业化超快激光器的厂商，在 LED 芯片细分领域占有 60%以上的市场份额。2019 年 7 月，公司完成收购国神光电 51%股权，布局大功率超快激光器领域，产品应用领域有望触及到更多下游产业。超快激光器因其“冷加工”特性，具有超强的精细加工能力，应用领域包括精细激光医疗、精密钻孔、精密切割等，近几年发展迅速。根据《2020 中国激光产业发展报告》，2019 年我国超快激光器市场规模达 24.5 亿元，2015-2019CAGR 超过 70%，远高于激光器行业平均增幅。公司此番布局有望享受到超

快激光行业快速发展红利。

“光加工”渗透+国产替代进行时，光纤激光行业增量发展空间较大

“光加工”渗透以及持续的国产化替代有望给光纤激光行业提供增量发展空间。制造业升级背景下，激光加工以其非接触、高能量、高精度、易柔性化的特性，逐渐替代传统加工技术。目前国内光纤激光切割与焊接设备渗透率仍然较低，具有广阔的替代空间。此外，高功率激光加工设备的国产化水平仍然较低，未来国内企业有望凭借性价比优势、服务响应优势，持续推进高功率产品的国产化水平。

风险提示：新冠疫情持续致使下游需求疲软或影响供应链；公司大功率激光器研发不及预期；超快激光器研发投产不及预期；价格战情况恶化拉低公司毛利率。

【化工：恒力石化(600346.SH)】石化航母乘风破浪，炼化项目迎来业绩释放期——公司首次覆盖报告-20200716

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

石化航母迎来业绩释放期和低成本原油红利期，首次覆盖，给予“买入”评级

2020 年初，炼化行业遭遇疫情蔓延和油价下跌的双向冲击；当前时点，随油价回升、疫情缓和，民营大炼化否极泰来。目前，公司 150 万吨乙烯项目已投入商业化运行，250 万吨 PTA-4 于 1 月正式投产，250 万吨 PTA-5 于 6 月底投料，以上新增产能将为公司持续贡献业绩。我们认为，公司作为国内八大石化产业基地中率先投产的石化航母，拥有突出的产业链一体化优势和规模优势，当前已全面进入业绩释放期和低成本原油红利期。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 129.89 亿元、153.27 亿元、163.74 亿元，EPS 分别为 1.85、2.18、2.33 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 8.2、6.9、6.5 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

公司成功打通“一滴油”到“一匹布”全产业链布局，实现产品结构均衡发展

公司具备 992 万吨成品油产能，成品油收率约为 50%，与中石油、中化集团等签订战略合作协议，确保炼化产品销售畅通。公司拥有 450 万吨 PX 生产能力，实现部分 PX 的进口替代。目前公司 PTA 产能已达 1160 万吨，PTA 行业龙头地位稳固，根据公司年报，2019 年炼化项目全面投产后，公司 PTA 的毛利率由 2018 年的 8.48%大幅提升至 2019 年的 22.66%。在下游生产领域，公司已布局约 280 万吨聚酯产品产能，在建涤纶长丝产能共计 155 万吨，预计将于 2020-2021 年投放。公司全产业链布局促进产品结构均衡发展，大幅增强盈利能力和协同效应。

150 万吨乙烯项目将最大限度发挥炼化一体化优势，进一步增强公司盈利能力

公司 150 万吨乙烯项目与 2000 万吨炼化一体化项目紧紧相邻，可大幅降低原料运输成本。且乙烯项目的原料由炼化一体化项目的各类炼厂干气、正丁烷和石脑油提供，可充分利用炼化一体化装置的副产品，最大限度发挥炼化一体化优势，提升深加工能力和产品附加值。乙烯项目全面达产后，公司将实现乙二醇的自给自足，同时 SM、HDPE、PP 等产能全面释放，将进一步增厚公司利润空间。

风险提示：油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓、企业安全生产、短期因负债比例较高有较大财务风险等。

【电子：圣邦股份(300661.SZ)】模拟芯片稀缺标的，收购钰泰加码电源管理——公司首次覆盖报告-20200716

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

国产模拟芯片龙头厂商，首次覆盖给予“增持”评级

圣邦股份是一家专注于高性能模拟芯片的国产龙头厂商，覆盖信号链和电源管理两大核心领域，拥有 16 大系列 1400 余款型号的高性能模拟 IC 产品。收购大连阿尔法以及拟实现对钰泰半导体 100%控股等动作表现出圣邦股份将深耕于模拟芯片这一优质赛道的决心。与此同时，受益于电源管理芯片营收的爆发式增长，2019 年和 2020Q1 公司整体营收同比增速分别高达 38.5%、72.3%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 2.30/3.15/4.34 亿元，对

应 EPS 为 1.48/2.03/2.79 元，当前股价对应 PE 为 231/169/122 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

身处模拟芯片优质赛道，国产替代空间较大

模拟芯片作为处理外界信号和管理电力系统的核心芯片，对电子设备有着极其重要的作用，2019 年全球市场规模近 540 亿美元。由于模拟芯片品类较多且进入壁垒相对较低，虽然全球模拟芯片的主要市场份额被德州仪器、ADI、英飞凌、ST 等国外厂商所占据，但新兴厂商仍具有足够的市场空间。受益于 5G、物联网、AI 等新兴市场的发展，叠加国内终端厂商所用器件的国产化替代加速，国产模拟芯片厂商将迎来历史机遇。

两大业务协同发力，汽车、工控市场或成核心看点

对于信号链产品，受 2019 年下游需求不振以及 2020 年疫情影响，全球信号链产品市场规模有所下降，然而，2019 年圣邦股份的信号链产品营收仍同比增长 6%。对于电源管理产品，根据 Yole 预测，2018-2024 年全球电源管理芯片的市场规模将保持年均增速 1.9%的速度持续扩张，而圣邦股份的电源管理芯片扩张速度更为亮眼，2019 年该产品营收增速近 60%。结合 Yole 预测以及 TI、ADI 等国际模拟芯片巨头的营收结构，我们发现消费电子市场增速明显放缓，汽车、工控领域或将是模拟芯片未来的主要发力方向。

风险提示：模拟芯片下游需求不及预期；信号链产品需求持续承压；电源管理芯片需求增速放缓；收购钰泰半导体剩余 71.3%股权存在不确定性。

【纺服：安踏体育(02020.HK)】2020 Q2 流水恢复超预期，线上流水维持高速增长——港股公司信息更新报告-20200716

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020 Q2 流水恢复超预期，库存环比略改善，长期竞争优势不变，继续推荐

2020Q2 流水超预期，但主要受 AMER 和股权激励摊销费用影响，2020H1 净利润略低于我们此前预期。考虑到：1）秋季与春季产品匹配度较高，预计 2020 Q1 货品的库存消化对于 2020 Q3 销售仍会带来一定影响、2）6、7 月流水环比改善受天气影响略放缓，预计下半年安踏品牌流水增速恢复至 5-10%，FILA 流水增速恢复至 20-30%，我们下调 2020/2021/2022 年收入分别至 361.9/448.5/554.8 亿元（原值为 364.6/470.0/579.9 亿元），归母净利润分别为 54.1/74.1/93.6 亿元（原值为 57.1/76.3/96.1 亿元），EPS 分别为 2.0/2.8/3.5 元（原值为 2.1/2.8/3.6 元）。当前股价对应 PE 分别为 33.2/24.3/19.2 倍。1）短期来看：各品牌销售流水恢复强劲，库存水平有望于 2020 年年底恢复至正常，且海外 Amer 经营情况恢复优于预期；2）长期来看：公司核心竞争力不变，且有望在后疫情时期获更高市场份额，我们仍然坚定看好公司长远发展，估值存在提升空间，维持“买入”评级。

2020 Q2 各品牌零售额恢复强劲，库存环比改善

安踏品牌：2020 Q2 零售额下滑低单位数，其中，预计大货线下下降低双位数，安踏儿童增长中单位数，电商业务表现亮眼，增长超 40%。预计大货 2020 Q2 线下零售折扣约 7 折，较 2020 Q1 有略微改善，预计上半年库销比为 5-6 倍。

FILA 品牌：2020 Q2 零售额低双位数增长，其中预计 FILA Classic 增长中单位数，Fila Fusion 增长超 70%，Fila Kids 增长超 30%，电商业务增长超 80%。预计 FILA 大货折扣较 2019 年同期扩大 2-3 个点至 72 折。预计库销比略改善至 8 倍。

其他品牌：2020 Q2 零售额增 25-30%，受益于 DESCENTE、KOLON 恢复强劲。

受 AEMR 和股权激励摊销费用影响，2020H1 净利润略低于我们此前预期

受疫情影响，上半年收入预计持平或下降不超过 5%。若不计分占合营公司亏损，上半年归母净利润下降不超过 25%。如包括合营公司亏损，预计上半年归母净利润下降不超过 35%。我们估算，若不计入合营公司亏损以及股

份奖励计划摊销，上半年归母净利润下降约中双位数。

风险提示：海外地区 Amer 亏损加剧；国内市场库存清理不达预期等。

【轻工：思摩尔国际(06969.HK)】乘新型烟草之东风，电子雾化设备龙头加速腾飞——港股公司首次覆盖报告-20200716

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

全球电子雾化设备龙头加速腾飞，首次覆盖给予“买入”评级

公司是全球电子雾化设备龙头。借助新型烟草市场快速发展的红利，公司 ToB 端 ODM 业务进入快速发展期，ToC 端自有品牌 APV 业务稳健增长。长期看，新型烟草行业方兴未艾，公司依靠供应链、研发和客户优势，有望尽享行业红利。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 29.76/41.93/60.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.73/1.05 元，当前股价对应 PE 为 51/36/25 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

主营业务：ToB 端 ODM 业务加速发展，ToC 端自有品牌 APV 稳健增长

公司 ToB 端业务以 ODM 模式为主，产品可分为应用于封闭式电子烟的电子雾化设备和应用于 HNB 及 CBD 雾化设备等的电子雾化组件。公司 ToC 端主要通过 Vaporesso 等自有品牌销售 APV 产品。2018 年，公司领先行业的技术 FEELM 黑陶覆膜雾化芯实现规模量产，ToB 端的电子雾化设备业务由此进入快速发展期。2019 年公司 ToB 端销售收入达 65.7 亿元，同比增长 163.6%，销售占比提升至 86%。其中电子雾化设备和电子雾化组件收入分别为 44.8 亿元和 20.9 亿元，分别同比增长 298.3%和 52.9%。ToC 端销售收入达 10.4 亿元，同比增长 10.6%。

未来展望：行业增长空间广阔，思摩尔竞争壁垒深厚

1）行业前景：据弗若斯特沙利文预测，蒸汽雾化电子烟将是烟草制品中增长最快的细分行业之一。2019 年-2024 年烟草制品市场规模 CAGR 为 6.8%，其中卷烟/蒸汽雾化电子烟/其它 CAGR 分别为 5.2%/24.9%/9.9%。而监管政策的不确定性虽然会给行业发展带来潜在风险，但在一定程度上也有利于行业集中度提升。

2）公司壁垒：①供应链：公司上游供应方稳定，产能领先行业。在拟新建的三个生产基地投产后，产能有望进一步实现翻倍式增长。②研发：公司基础研究和实践应用研发并重，掌握 FEELM 等核心技术以及拥有研发服务大客户的丰富经验。③客户：公司与下游 NJOY、日烟、悦刻等大客户有长期良好的合作关系。

风险提示：新型烟草监管政策变化、下游大客户市场开拓受阻、消费电子代工厂等竞争对手进入使市场竞争加剧等。

【新能源与电气设备：隆基股份(601012.SH)】以“隆顶”为新起点，应用创新推动新成长——公司信息更新报告-20200716

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

公司进军 BIPV 市场，竞争优势集中体现，应用创新驱动产业发展

7 月 13 日，公司首款 BIPV 产品“隆顶”下线，并将于 8 月 8 日正式发布上市。我们认为进军 BIPV 市场将打开公司新的增长空间，同时作为全球硅片和组件龙头厂商，公司进军 BIPV 市场也表明下游应用创新将成为推动行业发展主要动力。光伏消费属性显著增强，厂商品牌力在市场竞争中愈发重要，龙头公司有望凭借综合优势提高行业市占率，集中度有望进一步提升。同时随着平价时代来临，to C 产品逐步提升收入占比，公司现金流有望得到增强。我们维持公司盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 63.4/79.7/96.5 亿元，EPS 为 1.68/2.11/2.56 元，当前股价对应 PE 为 29.0/23.0/19.0x，维持“买入”评级。

以工商业市场为契机，掘金 BIPV 市场

公司此次发布的 BIPV 产品，是针对工商业分布式光伏市场的新一代产品，可有效解决现有工商业建筑屋顶使

用寿命短、防水及抗风性能弱、屋顶长期闲置等弊端。目前公司的 BIPV 工厂拥有 3 条全自动生产线及 1 条研发线，全线投产后预计年产能可达 1GW 左右。新产品结合工商业屋顶的特点和需求，进行了针对性的创新设计和性能升级，更符合一体化屋顶的技术要求。与传统建材相比，在保温散热、防风防水、防火防雷抗冲击、轻量化、使用寿命等方面有着全面提升。

以 BIPV 为代表的分布式在未来将成为光伏产业发展的主要动力

随着光伏平价时代到来，分布式有望迎来快速发展，而 BIPV 作为分布式代表产品市场空间广阔。BIPV 具备可靠稳定的长期发电能力和收益能力，代表了城市和建筑能源发展的未来趋势。根据我们测算，以工业厂房用 BIPV 为例，2018 年国内新增工业面积 7 亿平米，按照光伏电站 1MW 对应 1.1 万平米的占地面积，则极限假设下，工业厂房对应 BIPV 市场空间在 64GW。而如果考虑我国每年新增的约 7 亿平米的住宅面积所带来的市场，BIPV 下游空间将进一步扩大。

风险提示：新技术发展不及预期、疫情等导致需求低于预期、光伏市场竞争加剧。

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