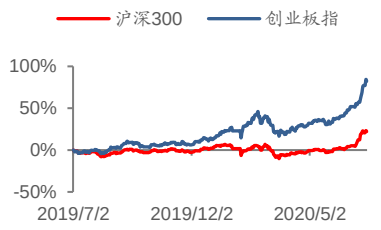
2020 年 07 月 15 日

开源晨会 0715

——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	1.14
国防军工	1.05
传媒	0.64
建筑材料	0.62
采掘	0.44

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
商业贸易	-2.74
计算机	-2.36
电子	-2.12
有色金属	-2.08
银行	-1.85

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】复盘：“降温”以后 ——投资策略专题-20200714

价值板块是监管对市场降温的工具而不是目标，当后续再出现人为的导致价格偏离市场预期时，反而给与了布局的良机。

【宏观】进口数据与内需逻辑的印证——宏观经济点评-20200714

客观看待出口“韧性”，电子品大增、防疫物资提振，外需“复苏”言之尚早。进口 2020 年年内首次转正，建筑所需的部分上游大宗原料高增、与内需修复逻辑一致；稳增长加码、财政和货币协同发力的背景下，基建投资持续性较好；后续可关注进口层面，与内需表现的互相印证。政策底和经济底夯实，配置天平短期倾向股市，但债市无需过度悲观。

【宏观】信用修复，远未结束——宏观经济专题-20200714

2020 年年初以来，社融变化明显受到广义财政影响；但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。

【家电】Q2 业绩再超市场预期，预计全年维持高增速——公司信息更新报告-20200714

公司业绩超市场预期主要系：（1）2020 年上半年疫情背景下小家电行业受影响较小，小熊电器利用高颜值、高性价比、多 SKU 等特性，充分满足用户细分需求，在收入端取得良好增长；（2）2020 年上半年原材料成本整体处于下行区间，公司积极优化产品结构，整体毛利率有所提升；（3）疫情下，部分促销活动推迟，费用端出现下滑；（4）公司利用闲置募集资金和自有资金进行了现金管理，收益同比增加。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 4.54 亿/5.80 亿/7.20 亿（此前预测为 3.65 亿/4.54 亿/5.71 亿），对应 EPS 为 2.91/3.72/4.62 元，当前股价对应 PE 为 43x/33x/27x，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】复盘："降温"以后 ——投资策略专题-20200714

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

监管"降温"，认知市场的真正驱动

近期市场出现明显波动，除了获利回吐、海外波动以外，监管"降温"成为影响市场担忧的因素。7 月 8 日，证监会宣布严查场外配资，并在当日晚间曝光了 258 家非法场外配资平台机构名单，监管层"降温"意图明显。在监管驱动下市场应声"降温"，部分投资者担心认为"降温"可能会压制价值权重股带领指数反弹，从而强化前期成长风格。从历史上看历次监管"降温"也伴随着市场的大幅调整，但"降温"之后的市场表现却有所分化。当下监管的降温意味着的是资金跑步进场带来的估值驱动的行情不可持续。我们在此前报告中已经分析了当下价值股只是降温的工具而非目标，同时监管和市场对于 2014-2015 行情的记忆反而让类似的牛市很难被复刻。当下市场的核心驱动仍然是经济修复，这才是最确定的主线。

监管"降温"以基金减持和严查配资为主，节奏越来越超前

从历史上看，监管"降温"普遍出现在牛市中，或者是市场快速反弹中。而监管层的"降温工具箱"丰富，包括股票交易印花税调整、严查场外配资以及"国家队"减持。目前股票交易印花税调整已经基本退出历史舞台，而"国家队"减持和严查配资则成为常规手段。从监管节奏上看，监管层对于市场剧烈波动的容忍度在降低，政策出台时间从滞后于股市见顶转向提前，其作用也从"亡羊补牢"变为降温防控。另外，从关键词"配资"的百度搜索指数看，我们发现"配资"的百度搜索指数在一定程度上可以反映市场的配资热度。近期的几次从严监管出台时，"配资"搜索量以及上升趋势明显低于 2015 年，这说明监管对于违法配资的容忍阈值在降低。

"降温"之后，板块分化，对风格影响较小

我们通过分析历次监管"降温"时市场板块对于指数涨跌幅的贡献来看，贡献较大的板块集中在银行、非银金融等顺周期价值板块。但在"降温"之后的一个月内，我们从板块的涨跌幅排名变化可以看到，顺周期价值板块出现了明显的分化，我们认为这种分化的背后其实与当时的市场风格密切相关。"降温"有时候也会导致风格"漂移"，在 2007 年 11 月引发了成长向价值的切换，但大多数时候，降温并不能对原有风格变化轨道进行影响。有意思的是，无论是短期风格漂移还是长期风格切换，都出现在成长风格主导时期，降温后反而出现了价值风格占优。

行情继续，切换无忧

我们需要承认本轮行情的起源于 7 月 1 日，唯一合理的解释是看到了 6 月 30 日经济企稳复苏的信号，这才是本轮行情的基石。我们认为，市场第一阶段的驱动力大概率是：在经济复苏的信号持续"证真"、利率中枢继续上移的组合下市场稳步上行，而顺周期的价值板块将迎来弹性最大的阶段。价值板块是监管对市场降温的工具而不是目标，当后续再出现人为的导致价格偏离市场预期时，反而给与了布局的良机。

风险提示：监管超预期收紧；国内经济超预期下行

【宏观】进口数据与内需逻辑的印证——宏观经济点评-20200714

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

客观看待出口"韧性"，电子品大增、防疫物资提振，外需"复苏"言之尚早

6 月出口同比增长 0.5%、好于预期，电子产品出口大增、防疫物资继续支持。主要商品中，与防疫物资密切相关的纺织纱线、医疗器械出口继续高增 61%、拉动总出口增速 3.3 个百分点，与居家办公需求相关的手机、家电出

口增速大幅升至 28%，拉动 1.5 个百分点。除此之外的其他商品，6 月出口增速-5%（上月-9%）。

结合主要经济体表现来看，外需可能在边际弱改善的过程中、但“复苏”言之尚早。全球摩根大通 PMI 边际回升、6 月录于 47.8%，仍在景气收缩区间；代表性出口型经济体中，韩国（不含对中国出口）和巴西 6 月跌幅收窄、但仍处负增区间。欧美陆续复工，或带来经济景气的边际改善；但是，海外疫情不确定性仍在，美国“带病复工”、新兴市场防控效果仍待观察等，仍将对外需形成一定压制。

进口 2020 年年内首次转正，建筑所需的部分上游大宗原料高增、与内需修复逻辑一致

进口增速 2020 年年内首次转正，上游大宗原料、集成电路等拉动显著。主要商品中，自动数据处理设备、集成电路等核心部件进口高增，分别拉动总出口增速 1.2 和 2.8 个百分点。得益于国内投资需求的快速修复等，铁矿石和精矿、铜材和钢材，进口增速也大幅回升，并分别拉动进口增速 1.1、1.0 和 0.2 个百分点。此外，大豆、肉类等农产品进口需求也在快速增长，分别拉动进口增速 1.1 和 0.7 个百分点。

进口结构特征，与国内经济修复逻辑较为一致；全球疫情错位背景下，内需好于外需态势或还将延续。4 月以来，国内经济已进入修复通道，尤其是基建和地产投资、汽车相关消费等，快速好转。全球疫情错位背景下，我国复工复产进程较为领先，内需好于外需的态势或还将延续。稳增长加码、财政和货币协同发力的背景下，基建投资持续性较好；后续可关注进口层面，与内需表现的互相印证。

重申观点:政策底和经济底夯实，配置天平短期倾向股市,但债市无需过度悲观

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 2020 年下半年财政支出等加快落地，信用环境的修复或将延续。配置层面，政策和经济组合，短期仍有利股市、不利债市，但对中长期债市也不必悲观。

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。

【宏观】信用修复，远未结束——宏观经济专题-20200714

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

近期市场对未来信用环境研判分歧较大，部分观点提出信用环境拐点已现；我们认为，在“政策底”夯实、广义财政支出尚待加快、经济正反馈下，信用修复延续。

一问：信用环境和政策拐点已现？

2020 年上半年社融增速大幅回升，信贷、政府债券等是主要贡献项，但信贷投放和地方债发行节奏并没有明显加快。2020 年年初以来，社融持续放量，6 月存量增速较 2019 年底提高 2.1 个百分点至 12.8%，其中贷款、政府债券和企业债券是主要贡献项。从节奏来看，2020 年上半年贷款投放和地方债新券发行规模，占 2020 年全年额度比重分别为 60%和 58%，前者与历史均值的 59%基本相当，后者低于 2019 年同期的 71%。

政策推动信用修复的大方向没有变，维稳基调明确后相关措施具有连续性。2 月以来，货币政策加码宽松的同时，注重对受疫情影响较大行业、中小微企业融资支持；随着国内疫情平复、经济活动修复，流动性“顺势”回归常态，央行更加注重引导资金流向实体，保持信贷投放与市场主体需求一致并不意味政策转向。历史经验显示，政策维稳基调确定后，相关措施具有一定连续性、不会迅速转向。

二问：信用环境，未来如何演绎？

2020 年年初以来，社融变化明显受到广义财政影响；但广义财政扩张，对信用环境拉动效应尚未明显释放。2020 年是近年来积极财政力度最大的一年，基建投资对贷款等的拉动，及政府债券的发行，均对 2020 年上半年社融形成明显支持。但前 5 个月广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速；政府债券融资尚未充分用于支出、形成资金“沉淀”，2020 年下半年广义财政支出增速或抬升至 5%-10%，甚至可能更高。

广义财政等政策落地，或带动经济行为和信用环境进一步加速修复。随着广义财政支出加快，财政存款投放，及基建投资等对需求的拉动，或加快信用派生行为，2020 年下半年 M2 增速或继续抬升。相较之下，社融增速受政府债券发行节奏等影响，可能在 2020 年三季度前后见顶回落，但并不意味着信用修复的结束。从政府债券发行到资金运用，存在一定时滞；经济行为与信用修复相互加强，也有利于信用修复。

三问：经济行为和信用环境修复，有何结构特征？

区域层面经济和信用修复明显分化，中西部经济修复较早、东部相对滞后；而信用环境的修复，东部快于中、西部。2020 年年初以来，不同地区生产、投资、消费等出现明显分化，中西部经济修复较早、投资驱动为主；东部修复滞后、消费表现较好。不同于经济表现，信用环境的修复，东部快于中、西部。前 5 个月企业贷款增速，东部回升幅度高于中、西部；2020 年上半年地方债和城投债融资，东部增长最快。

东部稳增长诉求较强、信用修复较快等，后续投资连续性或相对更好、值得关注。东部省份多为外向型经济，对出口依赖度较高；贸易链承压下，东部稳增长诉求较强。体现在建设项目上，东部的重大项目规划、项目申报数量，均增长较快。相较于西部，东部债务压力较小、信用修复较快等，有利于保证投资的连续性。

风险提示：财政盘活存量或项目落地不及预期。

【家电】Q2 业绩再超市场预期，预计全年维持高增速——公司信息更新报告-20200714

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020H1 收入、净利润双双超预期，维持“买入”评级

公司预计：（1）收入端：2020H1 销售收入约 17.23 亿元，同比增长约 45%，其中 2020Q2 销售收入约 9.83 亿元，同比增长约 76%；（2）利润端：2020H1 归母净利润为 2.30-2.68 亿元，同比增长 80%-110%，其中 2020Q2 归母净利润为 1.27-1.65 亿元，同比增长 77%-130%。公司业绩超市场预期主要系：（1）上半年疫情背景下小家电行业受影响较小，小熊电器利用高颜值、高性价比、多 SKU 等特性，充分满足用户细分需求，在收入端取得良好增长；（2）上半年原材料成本整体处于下行区间，公司积极优化产品结构，整体毛利率有所提升；（3）疫情下，部分促销活动推迟，费用端出现下滑；（4）公司利用闲置募集资金和自有资金进行了现金管理，收益同比增加。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润为 4.54 亿/5.80 亿/7.20 亿（此前预测为 3.65 亿/4.54 亿/5.71 亿），对应 EPS 为 2.91/3.72/4.62 元，当前股价对应 PE 为 43x/33x/27x，维持“买入”评级。

持续扩品类、推新品，新兴渠道有望充分受益，产能逐步释放

（1）产品端：2020 年 Q2 推出电饼铛、破壁机等新品，深受消费者青睐。此外，公司积极拓展母婴品类，根据天猫统计，618 期间备孕产品销量大幅提升，2020 年底有望迎来婴儿潮，公司有望充分受益。（2）渠道端：公司自身产品特性（新奇、高颜值、品质可靠）适合在新兴渠道推广，2020 年下半年有望充分利用经销商、海外客户资源，加速全渠道融合，新兴线上渠道、线下渠道有望迎来增长。（3）产能端：随着疫情趋缓，2020 年 Q2 产能逐步恢复，伴随新建产能落地，有望创造更高经济效益。

伴随线上占比持续提升，小家电行业景气度有望维持全年

根据 AVC 数据，截止 Week27（06/29-0705），小家电多数品类实现年累计销量、销额同比双升。随着店铺直播常态化，线上渠道从单一的传统电商裂变为短视频、直播、社群平台等多种模式，线上销售占比有望进一步提升。根据 AVC 估计，2021 年小家电线上市场份额有望达到 62%，小家电龙头企业有望充分受益。

风险提示：原材料价格波动风险，产能推进不及预期

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