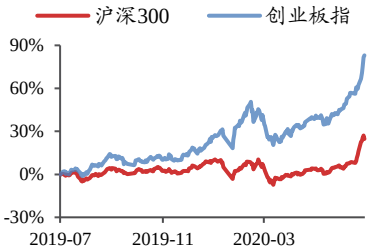
2020 年 07 月 12 日

开源晨会 0713

——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	3.59
商业贸易	2.68
医药生物	1.34
食品饮料	0.76
综合	0.67

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-4.53
采掘	-3.94
钢铁	-3.51
非银金融	-3.07
有色金属	-3.06

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】回不去的 2015——投资策略周报-20200712

【策略】又回到复苏的起点——投资策略点评-20200709

【宏观】美国经济之辩——宏观深度报告-20200711

【固定收益】信用债净融资额下滑，成交放量收益率上行——固收信用周度复盘-20200712

【中小盘专题】新三板精选层将于本月底（2020 年 7 月底）推出，32 家企业蓄势待发——中小盘新三板周报-20200712

【固定收益】肉食品屠宰和深加工龙头——龙大转债申购价值分析——事件点评-20200711

行业公司

【电气设备】欧洲与国内共振向好，2020 年下半年开启高成长——行业周报-20200712

【纺织服装】优衣库 6 月同店恢复强劲，建议关注上游代工企业业绩拐点——行业周报-20200712

【轻工制造】废纸系价格上行，建议关注中报高增长细分行业——行业周报-20200712

【食品饮料】白酒估值中枢上移，食品中报值得期待——行业周报-20200712

【石油化工】经济数据好转支撑油价，成品油出口权下放利好民营炼化——行业周报-20200712

【房地产】成交向好，信用债新发利率下降，中长期贷款表现靓眼——行业周报-20200712

【非银金融】市场活跃度有望保持高位，继续看好券商——行业周报-20200712

【家用电器】石头科技 Q2 有望超预期，布局顺周期白电板块——行业周报-20200712

【商业贸易】跨境电商蓝海千帆竞渡，新增重点推荐吉宏股份——商贸零售行业周报-20200711

【农林牧渔】猪企产能释放成长逻辑增强，禽链下游景气度持续——行业周报-20200711

【煤炭开采】经济复苏预期向好，煤炭股行情仍将持续——行业周报-20200711

【农林牧渔】禽下游环节景气度维持，商品代鸡苗价格修复——行业点评报告-20200711

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】与本田战略合作，全球电动化加速——公司信息更新报告-20200712

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】中报业绩预告超预期，精品内容或继续助力高增长——公司信息更新报告-20200711

研报摘要

总量研究

【策略】回不去的 2015——投资策略周报-20200712

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

监管出手“降温”，但经济复苏反而“升温”

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）市场延续 6 月 30 日以来的上涨趋势，但最后一个交易日上证指数止步 8 连涨，出现了明显的回调（-1.95%），尤其是权重板块，如银行（-4.53%）、采掘（-3.94%）、非银金融（-3.07%）、房地产（-1.95%）均出现了大幅下跌。我们认为，当下“降温”打压的是股市投机行为，而以价值股为代表的权重板块被其用作重要市场工具，而非最终对象：目前并未对经济复苏预期“泼冷水”。当前资金脱虚向实的趋势下，经济复苏信号进一步得到验证，利率中枢继续上移，宏观环境仍在向顺周期的价值板块倾斜。我们需要提醒投资者注意的是，2019Q1 市场被降温后，权重股的股价表现出了相对优势。这种人为导致的资产价格与实际预期的错位，为投资者带来布局价值股的好时机。

2014-2015：因为未被忘记，所以难以重现

真正意义上的牛市，就是大范围且不可阻挡的资产价格上涨，但这往往是一个后验概念，或者至少是牛市中段能验证的概念。2014-2015 的牛市极具这个特征，让市场参与者都记忆犹新，以至于倾向于对牛市做“先验判断”，其结果就是“全情投入”的太早。这样的后果，就是在任何资产价格快速反弹的行情中，都会吸引来大量不愿意错失机会的资金，从而强化对牛市的“先验判断”。2019 年 5 月前的行情就是一个很好的上述行为的演绎。更有意思的是，由于 2015 年的股灾教训较大，对于监管而言同样也是记忆犹新，因此市场快速上行时总是遭遇及时降温。这两股力量的博弈、反而让 2014-2015 年那样的市场再也难以真正复刻。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，脱虚入实仍是趋势，这对依赖于估值驱动的成长股来说，显然更为不利。

经济复苏的势能逐步确立：PPI 拐点出现、信贷持续扩张、利率中枢继续上行

尽管相比于 2019 年 Q1，监管降温再次出现，但这一次最大的不同在于：（1）当前经济处于复苏向上的阶段，正回归 2019Q4 的轨道。从 6 月份的经济数据表现上看，经济复苏开始逐步由环比修复走向同比改善，我们发现这同时也是市场定价周期股盈利复苏的锚；（2）从 6 月份的信贷数据上看，资金脱虚入实仍在继续，信贷支持实体的力度不减。价值股的反弹的真正来源是经济复苏下盈利预期的修复，极端的估值只是放大了这种效应，因而我们认为价值股的上涨构不成隐含增长率已经很高的成长股“水涨船高”的理由。这轮行情会比 2019Q1 行情走的更远，因为拥有经济预期修复这一核心驱动力。

市场降温，价值优势不改，抓紧布局顺周期板块

价值板块是市场降温的工具而不是目标，估值泡沫才是。市场降温为布局顺周期板块提供了窗口。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：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：白酒，汽车，家电。

风险提示：国内经济超预期下行；海外疫情、洪涝灾害超预期恶化

【策略】又回到复苏的起点——投资策略点评-20200709

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

PPI 拐点出现：同比触底是重点

2020 年 7 月 9 日，国家统计局公布 CPI 及 PPI，价格指数再次印证投资和生产恢复将快于消费。CPI 接近预

期，环比降 0.1%，同比增 2.5%；PPI 好于预期，环比增 0.4%，同比降 3%，好于 5 月的同比降 3.7%，结束了疫情以来的连续 4 个月下滑。同比的止跌虽在预期内，但幅度仍超过市场预期。被疫情中断的起源于 2019Q4 的真正意义的复苏，可能正在来临。

PPI 触底反弹指示价值股占优的区间正在临近

从经济复苏的视角来看，2019 年三季度以来，我们就处于一个底部向上的周期之中，疫情之后，多个信号体现经济稳步复苏。当下，从国债收益率，部分大宗商品的价格都在指示经济逐步恢复到 2019 年 Q4 复苏初期的水平中。DR007 和产出缺口也指示未来 PPI 的反弹将会继续，而历史相关性也告诉我们，利率中枢也会因此上移。因此，现阶段是利率上移，通胀回升的区间，历史经验指示这是价值股有更好表现的区间。

思考：近期周期股对复苏定价的前提

对于投资者而言，对周期行业股价对商品价格弹性的阈值可能是该行业的价格水平回到疫情前。我们发现，虽然在 2 月底、3 月初以来，工业品价格都企稳回升，但相应的板块并不会随之同步上涨。但是在价格回升至疫情发生前的水平时，股价出现较大弹性。例如煤炭中的动力煤，以及有色金属中铜价和铝价，虽然它们在 3 月份就筑底回升，但市场表现都同样经历了两个关键点：第一，价格快速上行时期，板块出现超额收益，第二则是在 7 月初，恢复到疫情前水平后，板块再次出现超额收益。

经济正在找回 2019Q4 弱复苏的动能，而对周期行业的盈利预期过低，是股价弹性的重要来源

从隐含收益率来看，现阶段顺周期价值股对长期增长的预期低于了 2019Q4 出现周期性复苏前的水平，对应到估值水平是 24%的空间。我们认为，24%对于投资者来说，不是单纯的股价涨幅，而是当经济周期进入复苏阶段后，任何的盈利预期改善都会以 1.24 倍计入到资产价格中。我们无法预计经济复苏的弹性，但是我们坚信经济同比复苏的趋势，这 1.24 倍的乘数效应足以赋予周期股足够的弹性。而这弹性来源的背后，就是市场主流投资者对于周期股的偏见给予周期股的回报补偿。同时 2017 年的经验告诉我们，这种偏见会大概率会因为基本面的弱复苏而修正。我们建议投资者抓紧布局顺周期，当下我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：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：家电，白酒。

风险提示：经济复苏不及预期；海外疫情所带来的的大宗商品价格波动。

【宏观】美国经济之辨——宏观深度报告-20200711

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

5 月以来，随着各州陆续复工复产，美国经济活动重新升温，企业生产、线下消费等开始恢复。5 月前后，美国大部分州陆续解除“禁足令”，开始推进复工复产。受此影响，美国经济活动重新升温。高频数据来看，美国企业生产端，钢铁产量、发电量等纷纷提升；居民线下消费端，零售销售、餐馆用餐人数等止跌反弹。

虽已重启，但美国经济的整体修复节奏较慢，远不及复工时间相近的德国、以及更晚的意大利等。从美国经济领先指标 WEI 指数的变化来看，开启复工至今，WEI 指数虽有反弹，但反弹幅度不足 40%、依然远低于疫情爆发前。与德国、意大利等相比，无论是线下消费、还是人员流动等，美国的修复速度明显更慢。

历次美国经济走出衰退，与低利率环境降低融资成本、支撑企业盈利止跌反弹紧密相关。企业盈利是美国经济核心驱动力，领先消费、投资及 GDP 等变化；同时，企业盈利主要受融资及劳动力成本影响。经验显示，历次美国经济走出衰退背后，是美联储放松货币、实际利率回落等降低融资成本，支撑企业盈利反弹。

美国经济走出衰退后的复苏节奏，主要受私人部门资产负债表修复进程等影响。举例来看，2001 年、1968 年，美国经济下行的同时，分别遭遇“911”事件、大流感疫情冲击。随着上述公共危机事件持续拖累私人部门资产负债表修复进程，美国经济在 2001 年、1968 年最终呈现“U 型”复苏，修复节奏远慢于 2008 年等。

伴随着美联储大幅放松货币、带动实际利率降至历史低位，美国经济已具备走出衰退能力。疫情爆发以来，美联储多次紧急降息，并重启 QE、释放大量流动性。受此影响，美国实际利率快速回落至-0.8%左右的历史低位水平。对于美国经济而言，随着实际利率大幅回落、支撑企业盈利止跌反弹，已具备走出衰退的能力。

疫情对私人部门资产负债表修复的干扰，可能使美国经济在疫情影响消退前难以大幅改善。因部分州“带病”激进复工等，美国疫情 6 月以来大幅反弹。受此影响，美国失业潮等改善缓慢，私人部门资产负债表修复进程持续放缓。这意味着，在疫情对经济的干扰结束前，美国经济或大幅改善。极端情况下，若疫情持续大幅恶化、引发政府实施第二轮防疫封锁措施，不排除美国经济二次探底风险。

风险提示：美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

【固定收益】信用债净融资额下滑，成交放量收益率上行——固收信用周度复盘-20200712

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

一级市场：净融资额大幅下降，推迟发行增长

1、上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日），发行量小幅回暖，但仍处低位，净融资大幅下降。信用债发行量达到 1159.87 亿元（环比上升 7.60%），净融资量达到-148.04 亿元（环比下降了 953.59 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模大幅上升。上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）有 17 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 181 亿元，规模上相较前一周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）130 亿大幅上涨。

二级市场：交易量回暖，收益率下行

1、成交量大幅上升。上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）信用债二级成交量 7465.91 亿元，环比上升 13.60%。

2、信用债收益率大幅上行，短久期上行幅度更高上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）信用债收益率均不同程度上行，中短票据、企业债、城投债和产业债均有不同程度上行。

评级调整：上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）6 家主体评级上调

上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）共 6 家主体级别上调，3 家主体级别下调，1 家主体下调评级展望。

债市要闻：深交所与广东省合力支持中小企业融资难问题

中央农办、农业农村部等 7 部门联合印发《关于扩大农业农村有效投资 加快补上“三农”领域突出短板的意见》，部署扩大农业农村有效投资。

2、深交所与广东省签署全面战略合作框架协议，全力支持广东企业上市和广东上市公司，支持广东用好地方政府债、公司信用债、资产证券化以及公募 REITs 等融资工具，

风险提示：经济复苏低于预期，疫情反复影响发债企业信用基本面。

【中小盘专题】新三板精选层将于本月底（2020 年 7 月底）推出，32 家企业蓄势待发——中小盘新三板周报-20200712

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）要闻：新三板精选层将于本月底（2020 年 7 月底）推出，32 家企业蓄势待发

全国股转公司副总经理李永春 2020 年 7 月 10 日表示，精选层预计将于本月底（2020 年 7 月底）正式组建。从近期多家拟挂牌精选层企业的公开发行情况来看，投资者参与热情高，为精选层的稳步推出奠定良好的市场基础。自 4 月 27 日新三板精选层申报受理开放以来，全国股转公司共受理申报精选层企业 70 家，其中艾融软件、颖泰生物、森萱医药、创远仪器、中航泰达等 32 家获得核准并陆续启动公开发行。

市场动态：成指上涨但跑输主板，成交额有所上升

（1）截至 7 月 10 日，股转系统共有挂牌公司 8535 家（净减少 4 家），做市转让 626 家，竞价转让 7909 家，待挂牌公司 58 家，申报中公司 29 家。

（2）本周三（2020 年 7 月 8 日）板成指、三板做市均有所上涨，跑输同期主板市场。本期（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）上证综指上涨 7.31%，三板做市指数上涨 2.12%，收于 1131.17 点；三板成指上涨 1.93%，收于 1023.01 点。从板块主题来看，三板医药、三板制造主题本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）涨幅领跑新三板，分别上涨 6.55%和 5.43%。三板龙头本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）跌幅最大，达到-0.22%。

（3）本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）成交总额为 30.58 亿元，较上周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）27.85 亿元有所上升。分定价方式来看：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）竞价转让成交额 15.47 亿元，较上周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）14.97 亿元环比上升 3.3%；做市转让成交额 15.11 亿元，较上周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）12.88 亿的成交额环比上升 17.3%，占总成交额比例上升至 49.4%。分不同层级来看：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）创新层成交额 23.22 亿元，较上周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）18.12 亿元环比上升 28.1%，占总成交额比例上升至 75.9%；基础层成交额 7.36 亿元，较上周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）9.73 亿环比下降 24.4%。

（4）做市变动：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）7 家公司新增做市商，6 家公司做市转竞价。

融资跟踪：新增预案数量及公告实施数量较上期均有所上升

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）新增 10 家公司发布定增预案，预计募集资金 9.04 亿元，环比上周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）的 1.24 亿元大幅上升；本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）有 16 家公司公告完成增发，较上期 15 家有所上升，合计募集资金 5.26 亿元，环比上升 43%。本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）慧云股份、睿思凯、海钰生物、华维设计、海希通讯、微传播 6 家公司发布 IPO 辅导备案公告，1 家公司过会。

精选层信息：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）新增 5 家公司申请精选层，1 家公司挂牌委会议通过

截至 7 月 10 日，已有 210 家公司发布公告拟申请进入精选层，其中已有 3 家公司完成辅导验收、105 家处于精选层辅导阶段、31 家公司仍处于股东大会决议或董事会决议阶段，70 家公开发行申报材料已被股转公司受理（其中 1 家公司已收到全国股转公司问询，1 家公司挂牌委会议通过，2 家公司挂牌委会议暂缓），1 家公司昆工科技已终止申请精选层。本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）新增 5 家公司已进入精选层辅导阶段，分别为慧云股份（主要提供云计算及其他云端服务）、睿思凯（主要生产分析检测用电子设备）、华维设计（主要致力于调查和咨询服务）、海希通讯（主营分析检测用电子设备生产）、微传播（主营业务为互联网自媒体营销及互联网广告业务）。

风险提示：新三板政策变化等。

【固定收益】肉食品屠宰和深加工龙头——龙大转债申购价值分析——事件点评-20200711

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

食品屠宰和深加工龙头

公司主营生猪养殖，生猪屠宰，冷鲜肉、冷冻肉、熟食制品的生产加工及销售，是肉食品屠宰与深加工行业的龙头企业。经过多年发展，公司已形成“全产业链”经营发展模式。公司主要产品为商品猪、冷鲜猪肉、冷冻猪肉及肉制品等。其中，冷鲜猪肉收入占 2019 年营收 57.11%，冷冻猪肉 8.79%，肉制品 4.19%。

行业集中度不断增强，公司渠道与产业链优势明显

非洲猪瘟爆发以来，农业农村部发布多项文件明确了未来全产业链发展模式是大势所趋。未来龙头企业规模效应的优势将得到更好的体现，有利于推动行业集中度中长期加速提升。公司已积累一批优质国内外知名食品企业和餐饮客户，保证了营业收入的稳定性；同时坚持“全产业链”均衡发展战略，形成了在种猪选育、健康管理及非洲猪瘟防控、营养饲喂等多环节的技术优势。

预估上市价格中枢为 120.8 元

预计龙大转债转股溢价率在 12%-16%之间，上市首日价格预计在 118.68-122.92 区间，价格中枢为 120.8 元。

预计中签率约 0.0054%，建议积极申购

公司前四大股东为蓝润发展控股集团有限公司、龙大食品集团有限公司、伊藤忠（中国）集团有限公司、莱阳银龙投资有限公司，合计持股 62.45%。假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 5.7 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.8 亿元。假设龙大转债网上申购 700 万户，按照打满计算中签率在 0.0054%左右。建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；疫病风险；食品安全风险

行业公司

【电气设备】欧洲与国内共振向好，2020 年下半年开启高成长——行业周报-20200712

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

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）核心观点：需求上升周期和新产品周期共振向上，龙头受益明显

1）新能源汽车行业：欧洲数据大幅转好，2020 年下半年开启国内外共振向上，同比增速有望达到 50%以上；新产品周期持续得到验证，特斯拉、蔚来等车企的数据不断趋势性向好，这是行业中长期最重要驱动力；具体的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链，关注边际改善较大环节。2）光伏行业：行业正向循环不断得到印证，技术进步和降价后需求有望持续释放；短期关注装机起量后的业绩超预期，中长期关注公司全球竞争力和创新带来的格局变化，隆基股份、阳光电源、锦浪科技等龙头受益，关注硅料、电池片等环节的弹性机会。3）“新基建”服务：关注特高压、5G 等“新基建”对电气设备需求的拉动，良信电器等公司受益。

6 月欧洲新能源车销量超预期，德、法新能源车渗透率进一步提升

6 月德国、法国、英国、意大利、瑞典、挪威、西班牙、瑞士 8 国新能源车（BEV+PHEV）合计销售 79016 辆，同比+108%，环比+101%，环比增速相比 5 月大幅提升 46pct。其中，德国 1.86 万辆，环比+50.8%；法国 2.10 万辆，环比+192.5%；英国 1.38 万辆，环比+325.6%。得益于五月底六月初，法、德相继加码新能源车补贴，6 月德国、法国新能源车渗透率分别升至 8.5%（环比+1.2pct）、9.0%（环比+1.5%）。后续荷兰、奥地利、希腊等国相继加码新能源车补贴，我们中性预期 2020 年欧洲新能源车销量为 96.6 万辆，同比+71.3%；2020 年下半年销量 62.1 万辆（Q3/Q4 分别为 25.9/36.2 万辆），同比+105.6%。此外，4 月底及 5 月初欧洲工厂陆续复产，欧洲新能源车市场复苏之势已确立。下半年以 Model Y、ID.3、ID.4 为代表的优质车型有望进一步激发电动车需求。

6 月国内新能源汽车销量环比改善，特斯拉等优质车型领跑 6 月车市

6 月国内新能源汽车实现销量 10.4 万辆，环比增长 26.8%，同比下降 31.5%，销售情况环比进一步向好。6 月前十大畅销新能源车型分别为特斯拉 Model 3、全新秦 EV、广汽 Aion S、宝骏 E100、奇瑞 Eq、欧拉 R1、蔚来 ES6、宝马 5 系 PHEV、科莱威 CLEVER、北汽 EU 系列，其中特斯拉 Model 3 销量为 14954 辆、遥遥领先于其他车型。蔚来汽车 ES6 与广汽 Aion S 销量同比增速分别为 499.5%、48.8%。中欧新能源车市场复苏趋势已经确立，我们预计 2020 年下半年起全球将开启新能源车三年景气度向上周期，国内优质供应链企业全球化进程加速，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。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：6 月新能源汽车销量环比增长 26.8%。

新能源汽车公司层面：本田技研拟入股宁德时代。

光伏公司层面：中环股份拟出资 2 亿元参与中芯国际战略配售。

风险提示：新技术发展超预期、疫情等导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【纺织服装】优衣库 6 月同店恢复强劲，建议关注上游代工企业业绩拐点——行业周报-20200712

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：安踏体育、李宁、波司登、滔搏、申洲国际、健盛集团、南极电商、开润股份、诺邦股份

1、线下复苏组合：安踏体育、李宁、波司登、滔搏

2、优质制造企业组合：申洲国际、健盛集团

3、电商组合：南极电商、开润股份

4、疫情受益标的：诺邦股份

迅销集团公布最新经营情况，恢复强劲，建议关注上游代工企业业绩拐点

受到疫情影响，FY2020Q1（2-5 月）优衣库母公司迅销集团销售同比下跌 15.2%至 1.54 万亿日元，净利润跌 42.9%至 906 亿日元。随着疫情趋于缓和、且 AIRism 口罩受到消费者追捧，日本地区优衣库品牌六月同店销售增幅达到 26.2%，恢复趋势强劲。公司于疫情期间加快布局中国业务：自 5 月起中国地区收入及利润均已实现同比正增长，6 月 25 日，优衣库在中国七个城市同步开业七家门店，疫情期间逆势扩张，表现出公司对于中国消费复苏趋势及消费潜力的长期信心。

建议关注上游代工企业业绩拐点——申洲国际：预计 2020 年上半年订单增速整体平稳，毛利率小幅下降。三季度是订单波动较大的时期，预计耐克、阿迪达斯、彪马等品牌会有部分减单，而优衣库品牌由于 AIRism 口罩需求增长，预计整体订单仍有正增长。预计 2020 全年公司订单增速及利润率会有所下降，但公司核心竞争壁垒不变，长期扩产计划仍在稳步推进，且公司在疫情期间表现出较强的稳定交付、快速反应能力，潜在客户的合作意愿加强，疫情影响过后，我们认为公司仍具有长期投资价值。

运动服饰需求稳步恢复，头部品牌长期壁垒不变

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）李宁、安踏体育等股价有所回调，主要有以下原因：1）渠道反映六月线下销售恢复略有放缓，但我们认为数据放缓主要由于销售时间差（2019 年 6 月较去年少一个周末）及 618 线上引流，长期恢复趋势并没有改变；2）为尽快消化 2020Q1 库存，品牌方对渠道的补贴力度加大，折扣有所下调，市场对于运动品牌中报的利润率及库存情况存在担忧，我们认为短期利润率的确会受到疫情影响有所下滑，但更快的库存消化为后续销售带来更多的上新空间，且消费需求正逐步恢复，头部品牌长期竞争优势不变，安踏体育、李宁估值回调后，布局机会显现。

1）安踏体育：预计 2020H1 收入下滑 5-10%，净利润下滑 20-30%。2020H2 预计安踏品牌恢复高单位数增长，FILA 有望恢复 30%以上增长。

2）李宁：预计 2020H1 收入下滑 5-10%，净利润下滑 10-15%。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、行业存货积压带来大额减值等。

【轻工制造】废纸系价格上行，建议关注中报高增长细分行业——行业周报-20200712

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具

家居内需复苏组合：索菲亚、欧派家居；受益标的：顾家家居、敏华控股

5G 催化包装组合：裕同科技

必选消费组合：中顺洁柔、晨光文具

文化纸企稳受益标的：太阳纸业

行业信息更新：废纸系价格继续上涨，IQOS 通过 MRTP 申请

1）2020 年 5 月以来，包括玖龙在内的龙头纸厂频繁拉涨。7 月 8 日，玖龙再次上调纸品价格，这也是这轮涨价周期中的第 7 轮涨价。在频繁涨价的同时，玖龙还宣布将对两条瓦楞纸生产线进行停机检修。在规模纸企频繁拉涨的背景下，箱板瓦楞等废纸系市场涨价气氛渐浓，国废也继续探涨，在成本面形成支撑。

2）2020 年 7 月 7 日，PMI（菲莫国际）旗下的 IQOS 产品成功通过美国 FDA 的 MRTP 申请。美国 FDA 授权 PMI 的 IQOS 产品可作为一种缓和风险型烟草产品进行市场营销。PMI 在无烟产品上的合计研发投入已达 72 亿美元，IQOS 的 PMTA 和 MRTP 申请耗时多年，此次申请成功或将推动 HNB 产品的进一步推广。

中报业绩披露期渐近，建议关注生活用纸等预计高增长细分行业

中报业绩披露期渐近，我们建议关注以下轻工办公板块中的高增长分支：

1）生活用纸：需求端，受疫情催化，生活用纸整体需求景气，2020Q1 价格也处于较高水平。成本端，原材料木浆价格持续下行。推荐标的中顺洁柔：预计 2020H1 口罩业务带来增量利润，长期看，渠道拓展、个护品类等仍具有较好成长空间。

2）精装产业链：精装市场虽受到一定的疫情影响，但整体施工进度和向下游需求传导的速度恢复良好，近期回调后龙头配置价值再现，受益标的：江山欧派。

3）新兴消费：疫情催化下，云办公和居家办公需求较快提升。受益标的：齐心集团，B2B 和好视通均维持较快增长；乐歌股份，受益海外居家办公需求提升。

继续关注较高确定性的左侧布局，看好 2020H2 家居板块、3C 包装释放业绩

1）2020H1 受到国内外疫情影响，预计家居零售端复苏慢于零售端。但自 2020Q2 以来家居内需消费出现较明显的复苏，继续推荐家居板块的布局机会。①定制家居：竞争格局出现边际优化，行业正处于龙头集中度逐渐提升的阶段，且市场预期较低。推荐标的：索菲亚、欧派家居；②软体家居龙头竞争格局相对清晰，流量呈现向头部集中的趋势。2020Q2 龙头企业内销出现了较快复苏，尤其是线上渠道增长较快。外销相较 4-5 月也有明显修复。受益标的：顾家家居、敏华控股

2）推荐消费电子包装龙头：裕同科技。公司 3C 领域客户收入占比仍超过 70%，将直接受益于 5G 带来的换机潮和相关消费电子设备的更新需求。2020H2，在苹果 5G 新机型发布等事件推动下，下游需求有望继续提升。此外，

酒包、烟标、环保包装以及云创等业务均稳步拓展，进一步带来业绩增量。

风险提示：行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

【食品饮料】白酒估值中枢上移，食品中报值得期待——行业周报-20200712

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

核心观点：白酒领跑板块，大众品二季度环比改善

白酒板块本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）涨幅较高，主因在于面对疫情白酒商业模式优越性凸显，资金加速流入，推动白酒整体估值中枢进一步提升。作为顺周期明显受益的消费板块，市场看好白酒 2020 年下半年及明年 2021 年业绩表现。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 2020 年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 2020 年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。白酒企业 2020 年下半年开始加速趋势明显，对应 2021 年估值仍处在合理范围内，我们建议积极配置，布局 2020 年下半年估值切换。

我们估计多数大众品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。2020 年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。此外我们观察疫情后期，部分消费趋势得到延续，如新零售渠道通路的打开、复合调味品的快速发展、休闲零食的需求爆发等。往 2020H2 乃至 2021 年展望，符合上述特点的企业均可能表现出较强的成长性。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，经销商已开始 2020 年三季度打款。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计 2020 年全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新内部机制已经理顺，员工心态平稳。管理赋能效果初显。消费复苏对公司产生正面影响，目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行。（4）海天味业动销良性发展，2020Q2 餐饮复苏，商超渠道加大投入，估计 2020 年二季度营收大概率加速增长。目前开启新一轮招商以拓展品类，目前进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘

7 月 5 日-7 月 11 日，食品饮料指数涨幅为 9.2%，一级子行业排名第 11，高于沪深 300 约 1.7pct，子行业中其他酒类（16.9%）、白酒（10.2%）及乳品（8.8%）涨幅领先。本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）大盘上涨较多，食品饮料作为北上资金青睐行业与新基金配置标的，本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）涨幅高于大盘。其中低估值的白酒板块涨幅居前，乳制品受到市场预期伊利股份二季度业绩加速成长的催化也有不错表现。个股方面，华宝股份、龙大肉食、百润股份等涨幅领先；科迪乳业、有友食品、古井贡等跌幅居前。

重点新闻：6 月酒水行业量价齐升，啤酒销量增长明显

6 月酒水行业量价齐升,其中白酒表现亮眼，啤酒销量增长明显。（来源于酒说）。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等

【石油化工】经济数据好转支撑油价，成品油出口权下放利好民营炼化——行业周报-20200712

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

经济数据好转支撑油价，成品油出口权下放利好民营炼化

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）各国经济数据好转提振市场信心，Brent 油价为 43.2 美元/桶，较上周（2020 年 6 月 29 日至 2020 年 7 月 3 日）上涨 0.91%，供给端持续收缩：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）美国原油产量维持 1100 万桶/天，钻井数量再减 5 台至 258 台。油品消费需求提升：当周炼厂开工率提升 2%至 78%，油品需求总量提升 77 万桶/天至 1812 万桶/天。经济数据良好提振市场信心，不过美国等国家疫情出现反复，存在抑制经济增长和石油需求复苏进度放缓的风险。浙江石化获得成品油出口资质，或成为成品油出口权下放的风向标，这对于缓解国内油品供应过剩压力、推进供给侧结构性改革、优化国内炼油产业布局，以及深化成品油市场化改革具有重要意义。市场情况来看，本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）PX 市场供需维持去库状态，终端聚酯工厂陆续进入检修，需求端弱势运行加上原油市场维持高位挤压利润空间，PX-石脑油价差缩窄，周跌幅 8.9%；本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日） PTA 市场仍显弱势，价格窄幅调整，PTA-PX 价差本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）减少 2.8%；因淡季叠加疫情影响，长丝市场交投意向清淡，本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）缩窄 16.2%。受益标的：1）油价回暖，短期民营炼化受益低油价库存优势，利润或将大幅改善，产能陆续投放中长期持续受益：荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹。2）轻烃龙头，布局连云港 125 万吨乙烯项目具成长空间：卫星石化。3）如未来油价存在反弹机会，海洋油服中受冲击较小的优质标的：中海油服、海油工程。

活跃钻井再缩减&汽油库存下跌，欧佩克减产落实到位

供给端持续收缩：美国 EIA 发布 7 月 3 日当周数据，原油产量为 1100 万桶/天，周环比持平、年同比下降 130 万桶/天；Baker Hughes 发布 7 月 10 日当周数据，活跃钻井数量为 258 台，周环比减少 5 台、年同比减少 700 台。汽油库存下跌：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）美国商业原油库存 5.39 亿桶，周环比增加 565 万桶，较 2019 年同期高 15%；美国汽油库存总量为 2.52 亿桶，周环比减少 484 万桶，较 2019 年同期高 9%；欧佩克减产落实到位：据 Petroleum Argus 估计，欧佩克成员国 6 月的日产量仅为 2228 万桶，较 5 月减少 182 万桶。除了沙特阿拉伯和其他海湾国家“过度遵守”欧佩克+协议之外，伊拉克和尼日利亚也显著减少了此前的过剩产量。

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）油品消费提升，疫情恶化存在破坏需求复苏的风险

炼厂开工率持续增长，油品消费提升：美国 EIA 发布 7 月 3 日当周数据，美国炼厂开工率为 78%，周环比增长 2%、年同比减少 15.5%；油品消费总量为 1812 万桶/天，周环比增加 77 万桶/天、年同比减少 125 万桶/天，其中汽油消费量为 877 万桶/天，周环比增加 21 万桶/天，年同比减少 99 万桶/天。美国新冠肺炎确诊病例仍在激增，存在破坏疫情复苏的风险。根据路透统计，美国周六（2020 年 7 月 11 日）新增超过 4 万例新冠肺炎确诊病例。其中佛罗里达州、德克萨斯州新增病例超 1 万例之外，加利福尼亚州增加超过 8,500 例，许多州已决定推迟让商店重新开业、恢复生产活动的计划。疫情恶化存在破坏刚出现的原油需求复苏的风险。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【房地产】成交向好，信用债新发利率下降，中长期贷款表现靓眼——行业周报-20200712

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

信贷需求持续改善，融资成本下行利好行业利润率修复，给予行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变目前销售、区域政策、融资等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 9.98 倍，但仍处于历史低位。当前结算项目主要为 2017-2018 年销售项目，伴随疫情影响逐渐消散，对 2020 年全年业绩影响相对较小。我们建议 2020 年三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：信贷需求改善，结构优化，一城一策持续推进

1）货币政策持续宽松，信贷需求持续改善。6 月末，M2 余额同比增长 11.1%，增速环比持平；M1 余额同比增长 6.5%，增速环比降低 0.3 个百分点。预计未来 M2 增速维持高位，在宽信贷政策背景下，信贷需求持续改善，结构继续优化。6 月住户部门贷款新增 9815 亿元，同比多增 2198 亿元，住户中长期贷款表现更为靓眼，单月新增 6349 亿元，主要受益于房地产销售持续好转，房贷规模继续提升。2）一城一策持续推进，宁波扩大限购范围，海南进行房地产整治，深圳辟谣限购新政。我们认为宁波楼市不具典型性，主要源于宁波本身限购范围较小，调控符合房住不炒大基调。后续宏观政策、行业基本面持续好转仍将有效提振板块。

成交：一二手成交累计增速持续修复，二线城市表现最佳

1）新房：2020 年第 28 周，全国 32 城成交面积 460 万平米，同比减少 4%，环比减少 33%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 10142 万平米，累计同比减少 12%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 28 周，全国 9 城成交面积为 139 万平米，同比增速-1%，前值 31%；2020 年年初至今累计成交面积 2899 万平米，同比增速-13%，较前值继续收窄 1 个百分点。

资金：发债规模持续提升，单周信用债、海外债发行利率有所分化

房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 32%、6%。2020 年第 28 周，信用债发行 180.11 亿元，同比增加 185%，环比增加 66%，平均加权利率 3.81%，环比减少 122 BPs；海外债发行 14.7 亿美元，同比增加 25%，环比增加 15%，平均加权利率 7.58%，环比增加 153 BPs。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【非银金融】市场活跃度有望保持高位，继续看好券商——行业周报-20200712

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）核心观点：市场活跃度有望保持高位，监管态度温和，继续看好券商

目前投资者主要关注监管态度和市场交易活跃度的边际变化。（1）监管严查场外配资利于股票市场健康持续发展，中国基金报报道，监管层未对单只基金首募规模作出窗口指导，监管表态整体温和。针对监管态度，机构的预期边际变化或影响节奏，不影响券商板块趋势。（2）6 月社融增速维持高位，2020Q3 信用和流动性“双宽”延续下，我们预计市场交易活跃度有望保持高位，驱动券商盈利超预期。（3）创业板注册制开市临近，市场活跃度提升有望驱动券商盈利超预期，继续看好券商板块。

券商：分类监管修订利于头部和差异化券商，创业板注册制临近

（1）政策面看，本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）券商分类监管规定正式稿落地，与征求稿相比，部分指标改回原有安排(加回营业部平均代买证券收入的排名加分，去掉券商资管权益占比的加分项)，整体看利于头部券商和差异化优势明显的券商加分。深交所官网披露，7 月 13 日首批创业板 IPO 项目上会，首批企业上市时间或超预期。（2）6 月社融延续宽信用，3 季度市场活跃度有望保持高位，预计 2020 年下半年后续日均股基成交额有望接近万亿，券商经纪和两融业务有望超预期。（3）市场活跃度有望驱动券商盈利超预期，注册制政策利好持续推进，行业盈利上修下，目前板块估值仍低于 2019 年 P/E 估值中枢的 26 倍，维持行业“看好”评级。继续推荐国金证券(600109)，受益标的东吴证券(601555)、国泰君安(601211)、华泰证券(601688)和中信证券(600030)。

保险：车险改革或带来财险保费承压，资产端改善驱动估值修复延续

（1）银保监会 7 月 9 日发布《关于实施车险综合改革的指导意见（征求意见稿）》，预定附加费用率下降(从 35%降至 25%)，预定赔付率上升，整体看，车险综合改革给予消费者更多让利，保险公司短期保费规模承压，行业承保亏损情况增加。长期看，成本管控优势较强的保险公司影响有限，行业格局更加集中化。（2）保险公司负债端维持弱复苏趋势，经济稳步复苏下，权益和固收市场收益率改善，利于保险公司资产端收益率提升，板块估值修

复有望延续，维持行业“看好”评级。受益标的中国人寿（601628）和中国平安（601318）。

受益标的组合：

券商：国金证券，东吴证券，国泰君安，华泰证券，中信证券；

保险：中国人寿，中国平安。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期，券商股票质押业务信用风险加大；保险行业保费增长不及预期。

【家用电器】石头科技 Q2 有望超预期，布局顺周期白电板块——行业周报-20200712

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：石头科技、科沃斯、新宝股份、小熊电器、老板电器、公牛集团；受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家

1、小家电&厨电组合：石头科技、科沃斯、新宝股份、小熊电器、老板电器。

2、线下消费回暖组合：公牛集团，受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家。

受益地产回暖厨电销售增长，疫情催化家电渠道线上化变革趋势

根据奥维云网数据，Week27（6/29-7/5）家电整体销售有所回暖。1）分品类看，大家电中厨电整体销售略优于白电，主要系地产数据出现回暖。小家电中，扫地机器人销量、销额分别同比增长 40%、78%，表现较为亮眼。2）分渠道看，线上销售整体表现优于线下，家电渠道变革趋势初显。此次疫情的发生对于线下渠道的冲击和对线上渠道的催化，将加速推动渠道线上化变革趋势的发展。

旺季来临、新国标实施及地产回暖，建议关注顺周期的白电厨电龙头复苏

1）受益旺季来临、新国标的实施，空调行业需求与均价有望提升。由于疫情，2020Q1 空调价格出现明显下跌，2020 年二季度开始空调价格逐步回升。建议积极关注白电龙头企业复苏：需求端有望在旺季迎来显著提升。考虑到空调行业均价已逐步企稳，未来随着新能效标准及产品加速升级，均价有望进一步提升，龙头企业盈利能力迎来显著提升。2）受益地产数据回暖，厨电需求有望提升。根据国家统计局数据，2020 年 1-5 月，商品房住宅销售面积累计同比-11.8%，环比提升 6.9pct，预计伴随商品房销售面积数据回暖，厨电内销有望迎来增长。推荐标的：老板电器；受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家。

扫地机器人行业持续高热度，建议关注扫地机器人及创意小家电龙头企业

1）看好扫地机器人龙头企业，石头科技 2020Q2 有望超预期。扫地机器人行业替代清洁工具空间较大，行业规模有较大提升空间，竞争格局良好，龙头企业在 2020Q2 纷纷推出新品，行业处于快速成长阶段，在新技术新产品的引领下，需求有望提升带动销售回暖。a. 石头科技：自有品牌国内市占率持续提升、持续深耕海外市场，盈利能力显著提升。根据奥维云网数据，石头品牌 2020Q2 销量同比+28.36%（行业+7.71%），表现较为亮眼，我们预计 2020Q2 及 2020H1 自有品牌收入同比提升 20%+、10%+。b. 科沃斯：2020 年转型近尾声，毛利率提升费用端优化将带来公司净利率提升，有望迎来业绩拐点。2）看好创意小家电龙头企业。电子商务的蓬勃发展及消费者“个性化”需求提升，造就小家电行业“长尾现象”，创意小家电市场迎来快速增长。由于小家电产品线上渠道占比较高，易于安装，单价较低的特点，使其 2020 年上半年受疫情影响较小。2020H2 随着店铺直播逐渐常态化，线上销量首次超过线下，创意小家电行业景气度有望维持 2020 年全年。推荐标的：新宝股份、小熊电器；

风险提示：疫情缓和不及预期，全球经济衰退，行业竞争格局恶化等。

【商业贸易】跨境电商蓝海千帆竞渡，新增重点推荐吉宏股份——商贸零售行业周报-20200711

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）核心观点：政策与需求共振，跨境电商行业迎来快速发展期

2020 年以来，多项跨境电商支持政策先后出台叠加海外疫情推动线上消费需求，共同推动我国跨境电商出口交易总额快速提升，一季度同比增长近 100%。相对传统贸易而言，跨境电商模式省去中间分销环节，具有高效、低价的特点。目前我国出口跨境电商市场规模已达 8 万亿元，其中 B2B 模式仍占主导地位，但 B2C 模式增速更快（近六年交易规模复合增长率达 27.3%）。从消费者角度看，跨境电商消费者看重产品性价比，而国内制造业发达，成熟的上游供应链、丰富的电商运营经验和物美价廉的商品，共同构筑了我国出口跨境电商企业的长期竞争优势。此外，2020 年海外疫情蔓延催生“宅经济”，消费需求转移至线上，也进一步加速了出口跨境电商行业的发展。目前，跨境电商行业 B2C 业态模式百花齐放，平台型电商仍占据主导，自营型电商（包括独立站、第三方平台和自建产品单页）也在快速崛起。目前 A 股跨境电商相关公司主要包括吉宏股份（吉客印）、跨境通、星徽精密（泽宝）和天泽信息（有棵树）等。其中，吉宏股份子公司吉客印模式相对创新，公司以自建产品单页在海外社交网站精准投放并实现商品销售，具备市场定位精准、选品独到、用户数据精准分析并沉淀等几大竞争优势，模式轻、低库存、盈利质量高，近年来连续实现快速发展，核心竞争力与成长潜力突出。

行业关键词：CPI、免税、盒马 mini、社区团购、身边经济等

【CPI】国家统计局：6 月份 CPI 同比增长 2.5%，环比下降 0.1%。

【免税】京东国际计划开设线下免税店。

【盒马 mini】盒马 mini 项目负责人倪晓俊透露，盒马 mini 已实现整体盈利。

【社区团购】美团成立“优选事业部”，入局社区团购。

【身边经济】饿了么大改版，从“送餐食”到“送万物”。

板块行情回顾

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）零售板块（商业贸易指数）报收 4545.26 点，上涨 16.43%，跑赢上证综指（本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）上涨 7.31%）9.12 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 2 位。各细分板块中，多业态零售、专业市场和百货本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）表现靠前，年初至今百货板块表现最好。个股方面，本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）百联股份（+61.1%%）、鄂武商 A（+48.8%）、小商品城（+47.9%）等涨幅靠前。

投资建议：关注跨境电商板块，新增重点推荐吉宏股份

投资主线一：超市板块（重点推荐永辉超市、家家悦、红旗连锁和步步高）；

投资主线二：消费复苏进行时，关注化妆品板块（受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等）和黄金珠宝板块（重点推荐老凤祥，受益标的周大生）；

投资主线三：政策和需求共振驱动下的跨境电商板块，新增重点推荐吉宏股份（移动互联网时代的精准营销“带货人”，业绩持续高增长）。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【农林牧渔】猪企产能释放成长逻辑增强，禽链下游景气度持续——行业周报-20200711

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）观点：猪企产能释放成长逻辑增强，禽链下游景气度持续

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）6 月上市畜禽养殖企业生猪出栏量及禽产品销量数据披露完毕。生猪养殖方面，各公司生产性生物资产普遍于 2019Q3 企稳回升，对应到 2020Q2 迎来出栏量的拐点，10 家主要生

猪养殖上市公司 6 月共实现生猪出栏量 423 万头，同比增长 7%，环比增长 7%，为 2020 年以来首次实现同比增长。出栏体重方面，近几月在猪价高位下主要上市公司育肥猪出栏均重均在 130 公斤左右，上市公司在产能恢复及养殖防疫能力方面表现稳定。我们预计 2020 年下半年主要上市公司出栏量将加速释放，2020 年全年有望实现翻倍增长。养殖成本方面，上市公司死淘母猪的销售比例逐月降低，在此趋势下养殖完全成本有望持续下行，2020 年下半年随着生猪价格持续上涨，龙头生猪养殖企业享受高额利润的时间拉长，成长逻辑进一步加强。建议关注生物安全防控能力突出，出栏量及业绩有保证的新希望、牧原股份。

禽养殖方面，6 月禽养殖行业供给端整体宽松，在产祖代鸡及父母代鸡存栏量均维持高位，6 月底在产祖代鸡及父母代存栏量分别为 111.94 及 1545.58 万套。分环节来看，上游除商品代鸡苗价格出现修复外，父母代鸡苗价格承压，下游环节价格整体稳中有涨。据协会数据显示，6 月毛鸡价格为 7.77 元/公斤，环比上涨 2.45%。在毛鸡价格的拉动下，养殖积极性提高，6 月商品代鸡苗价格为 2.18 元/羽，环比上涨 30.24%。预计 2020 年三季度下游环节产品价格有望随生猪价格共同上涨，盈利能力或将持续。建议关注鸡肉全产业链及肉制品渠道稳步发展的龙头企业圣农发展。

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）重点新闻：推动全国逐步取消活禽市场交易

【国家市场监督管理总局：推动全国逐步取消活禽市场交易】

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）市场表现：农业跑赢大盘 0.40 个百分点

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）上证 A 指上涨 7.31%，农业指数上涨 7.71%，跑赢大盘 0.40 个百分点。子板块看，本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）动物保健板块涨幅第一，涨幅为 12.74%。

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）价格跟踪：生猪仔猪价格上涨

生猪养殖：据博亚和讯数据，7 月 10 日全国外三元生猪均价为 37.96 元/公斤，环比上涨 5.56%，仔猪均价为 99.07 元/公斤，环比上涨 0.71%。白羽肉鸡：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）鸡苗均价 2.25 元/羽，环比上涨 4.65%；毛鸡均价 7.65 元/公斤，环比下跌 0.39%。

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【煤炭开采】经济复苏预期向好，煤炭股行情仍将持续——行业周报-20200711

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

经济复苏预期向好，煤炭股行情仍将持续

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）动力煤价格进一步上探，但涨势有趋缓迹象，秦港现货平仓价报价 592 元/吨，接近黄色区间上沿。煤价再迎上涨或主要源自产地限产政策及进口煤限制所造成的供给偏紧格局。本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）需求方面，由于六大电厂数据停更，电厂耗煤需求无法直观可得，但预计仍处于高位震荡；供给方面，产地供给仍处于偏紧状态，其中内蒙产地受煤管票限制停减产仍在持续，进口煤限制力度也并未有放松迹象。后期判断，需求方面，进入 7 月传统高温月份，电厂日耗仍有上涨空间，同时需关注强降雨频发情况下水电出力情况；供给方面，“合理生产&稳定煤价”是 2020 年各大煤企生产的主基调，同时产地限产及进口限制政策仍在持续，由于当前价格进一步逼近黄色上沿 600 元/吨，需重点关注供给调节政策的动向，包括“三西”产地的限产政策以及进口煤通关政策是否得到调整放松；库存方面，当前港口及电厂补库动作有所放缓，库存水平仍相对低于 2019 年同期，“迎峰度夏”补库预期仍值得关注。总体来看，当前供给收紧需求稳定的供需格局对煤价的上涨形成了支撑，从政策对价格指引来看，570~600 元黄色区间政策并不会太多干预，保持重点监控。本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）PPI 数据发布，环比增长 0.4%，进一步传递出经济积极向好的信号，同时 2020 年下半年基建发力、地产韧性，“两新一重”政策支持有望提振煤炭需求；另外，2020 是供给侧改革收官之年，为“巩固供改成果”，改革政策力度或将加大，行业集中度提升、横向及纵向整合、国企改革等均有

望加快步伐，行业整体利好。煤炭板块业绩改善将获得强劲支撑，而煤炭股估值仍处底部，相对盈利大幅折价，有望获得资本重新定价，实现估值修复。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；国家能源战略现代煤化工受益标的：宝丰能源。

煤电产业链：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）产地和进口导致供应偏紧，煤炭持续上探

本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）港口动力煤价上涨至 592 元/吨。需求方面，六大电厂日耗高位稳定，华南地区电厂因进口限制，内购煤力度加大；供给方面，陕西安全检查部分煤矿停产，内蒙古煤管票限制持续严格，主产地煤矿供给偏紧，同时进口煤限制力度持续加强；库存方面，“迎峰度夏”补库预期仍然较强。

煤焦钢产业链：本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）焦煤稳&焦炭强，双焦供需均平稳

焦炭方面，由于本周（2020 年 7 月 6 日至 2020 年 7 月 10 日）钢价回升，钢厂开工率仍持续高位，钢厂存在补库迹象，焦炭需求稳定，另由于包括山东“以煤定焦”限产政策在内各地去产能政策逐步落实，供给将持续偏紧，均对焦炭价格形成支撑。炼焦煤方面，焦钢开工率均处高位，焦煤需求有望进一步改善，同时焦价数轮提涨后焦企利润明显改善，对焦煤压价意愿较弱，焦煤价格有望企稳。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【农林牧渔】禽下游环节景气度维持，商品代鸡苗价格修复——行业点评报告-20200711

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

6 月供给量仍高位运行，商品代鸡苗价格出现修复

2020 年 6 月禽链供给端整体宽松，在产祖代鸡及父母代鸡存栏量均维持高位，6 月底在产祖代鸡及父母代存栏量分别为 111.94 及 1545.58 万套。6 月父母代及商品代鸡苗销量环比涨跌互现，父母代销量方面，4 月开始全国禽养殖产业链开始恢复，销量持续增加，6 月父母代鸡苗总销量为 545.75 万套，环比增长 17.05%，商品代鸡苗销量为 2.34 亿羽，环比小幅下降 1.19%。整体来看，6 月上游养殖环节供给量处于高位，预计未来仍有增长趋势。价格方面，6 月除上游父母代价格受上游供给宽松影响出现较大幅度下跌外，其余各环节价格均出现不同程度改善，其中商品代鸡苗价格涨幅最大，下游毛鸡价格稳中有涨，鸡肉价格维持去年（2019 年）同期较高水平。据协会数据显示，5 月商品代鸡苗平均价格为 1.67 元/羽，环比上涨 30.24%。6 月随着终端需求持续回暖，冻品库存减少，猪价表现坚挺，毛鸡价格上涨，同时鸡肉价格跌幅缩窄。据协会数据显示，6 月鸡肉平均价格分别为 7.77 元/公斤及 10.02 元/公斤，环比分别为 2.45%及-1.96%。预计 2020 年三季度下游环节产品价格有望随生猪价格共同上涨，盈利能力或将持续。建议关注鸡肉全产业链及肉制品渠道稳步发展的龙头企业圣农发展。

鸡苗企业销量环比小幅下跌，单月收入及单价上涨

6 月毛鸡价格稳中有升，鸡苗需求量增长，各企业销售收入及均价在连续下跌多月后出现恢复性上涨。益生股份销售及民和股份销售收入环比分别上涨 16.47%及 34.92%；销售均价环比分别上涨 7.64%及 34.92%。销量方面维持较高水平，6 月益生股份及民和股份鸡苗销量分别为 4314.94 万羽及 2739.95 万羽，同比变动分别为 54.41%及 12.46%。

6 月终端价格小幅回暖，鸡肉及肉制品加工企业表现稳定

仙坛股份 6 月鸡肉销量（抵减后）为 2.87 万吨，肉制品销量 0.08 万吨，圣农发展鸡肉 5 月实现鸡肉销量（抵减后）8.44 万吨，肉制品销量 1.61 万吨。销售收入及均价方面，鸡肉及肉制品加工企业整体表现稳定。

黄羽鸡销量回升，销售均价维持下跌

6 月黄羽鸡企业销售渠道逐步恢复，销量环比除湘佳股份外均实现正向增长。销售价格及收入持续下跌。温氏股份、立华股份及湘佳股份 6 月销售均价均分别为 9.37、9.19 及 8.14 元/公斤，环比分别下跌 13.72%、-14.83%、

12.28%。

风险提示：禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌，企业亏损；出现禽流感等疫情，导致需求端及供给端受到严重影响；下游消费复苏不及预期。

【农林牧渔】上市公司出栏拐点确立，预计未来加速释放——行业点评报告-20200710

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

猪价持续上涨，行业景气度有望延长

根据 Wind 数据，22 省市生猪均价自 2020 年 5 月下旬以来持续上涨，截至 2020 年 7 月 3 日当周生猪均价上涨至 36.0 元/公斤，一方面，随着前期压栏大猪逐步消化完毕 6 月份全国出栏生猪均重出现下降，同时在此前几个月猪价下行时养殖户恐慌性抛栏，导致 6 月行业层面生猪供应减少；另一方面，由于 5 月国内现货猪价下跌使得贸易商陷入亏损，因此 6-7 月新签订单减少，同时国外受新冠疫情影响部分工厂停工，也进一步减少了我国猪肉进口量，在供需缺口驱动下猪价自 6 月以来持续上行。行业补栏来看，2020 年 6 月中下旬南方降雨较多使得地区受非洲猪瘟疫情影响严重，根据涌益咨询数据，2020 年 6 月份华南地区能繁母猪存栏环比下降 3.87%，西南地区能繁母猪存栏环比下降 3.04%，全国能繁母猪存栏环比增长 0.60%，增速较此前放缓。我们认为若后续疫情持续发酵，则行业能繁母猪存栏或将大幅去化，猪价高景气度持续时间有望延长。

上市公司出栏量拐点确立，预计未来加速释放

上市公司生产性生物资产普遍于 2019Q3 企稳回升，对应到 2020Q2 迎来出栏量的拐点，10 家主要生猪养殖上市公司 6 月共实现生猪出栏量 423 万头，同比增长 7%，环比增长 7%，为 2020 年以来首次实现同比增长。从季度数据来看，10 家主要生猪养殖上市公司 2020Q2 共实现生猪出栏量 1160 万头，同比减少 7%，环比增长 45%，同比降幅持续收窄，环比为 2020 年以来首次转正。牧原股份、正邦科技、新希望、天康生物同比增幅不断扩大，傲农生物已连续 5 月实现出栏量的同比增长，天邦股份、大北农、金新农月度出栏量为 2020 年以来的首次同比增长，唐人神月度出栏量同比仍在下滑但环比持续恢复，出栏量有望在 2020 年下半年迎来快速释放，温氏股份 6 月出栏量同比与环比仍在下滑，我们认为与此前公司加大种猪选留力度有关。一方面，主要上市公司生产性生物资产自 2019Q2 起逐步恢复，至今已连续 3 个季度环比增长，表明种猪存栏的大力扩张；另一方面，近几月在猪价高位下主要上市公司育肥猪出栏均重均在 130 公斤左右，体现出上市公司良好的养殖及防疫能力。我们预计 2020 年下半年主要上市公司出栏量将加速释放，全年有望实现翻倍增长。

上市公司成本预计逐季下行，成长逻辑进一步加强

一方面，2020Q2 起上市公司出栏量的加速释放有望带来养殖成本的摊薄；另一方面，牧原股份、温氏股份等上市公司的月度销售均价与其产能主要地区均价的差距逐月缩小，表明死淘母猪的销售比例逐月降低，在此趋势下养殖完全成本有望持续下行。根据牧原股份 2020 年半年度业绩预告，2020 年上半年共实现归母净利润 105-110 亿元，我们推算牧原股份完全成本已下降至 13.4-15.0 元/公斤。

风险提示：猪价景气度不及预期、上市公司养殖成本下降不及预期、上市公司出栏量释放不及预期。

【食品饮料：桃李面包(603866.SH)】收入短期失速，利润如期增长——公司信息更新报告-20200712

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003

2020Q2 业绩符合预期，维持“买入”评级

2020Q2 业绩预告营收降速明显。公司预计 2020H1 公司营收 27.4 亿元，同比增长 7.1%；归母净利润 4.2 亿元，同比增长 37.5%。根据预告测算 2020Q2 收入 14.2 亿，同比持平，归母净利润 2.2 亿元，同比增长 22.3%，扣非后归母净利润 2.1 亿元，同比增 15%。预计 2020-2022 年归母净利分别 8.6（上调 4.6%，预计 2020 年销售费用率下降幅度较大）、9.9、12.0 亿（上调 1.8%，销售费用率继续下降），EPS 为 1.31、1.49、1.83 元，当前股价对应 PE 分别

为 40、35、29 倍，维持“买入”评级。

收入降速受多因素影响

公司 2020Q2 营收降速，主因在于：（1）2020 年二季度大中专院校大多处于封校状态，学生群体早餐消费需求同比下滑。（2）2020 年二季度疫情形势好转，全国大范围恢复正常生活生产节奏，商超渠道客流量环比下降，对主食产品囤货需求带来负面影响。（3）连锁面包坊、早餐店陆续复工，对短保面包消费群体产生分流作用。（4）黑龙江、北京地区是相对成熟的区域，疫情反复对经营带来负面影响。（5）2019Q2 基数较高，也是 2020Q2 增速放缓重要原因。

2020Q2 净利率提升主因毛利率增加及销售费用率下降

疫情对利润具有正面影响。估算 2020Q2 净利率 15.8%，同比提升 2.9pct，提升幅度相对 2020 年一季度有所收窄。净利率提升主要受益于：1）2020 年二季度销售费用的投放及买赠活动仍然相对较少，估计毛利率有所提升，而销售费用率仍有所下降。2）国家阶段性减免社保费用预计对利润带来正面贡献。

疫情影响偏短期，长期格局有望改善

我们认为单季度收入降速主要是短期因素的影响，且随着国内疫情的稳定，2020 年下半年大中专院校正常复学，需求负面影响逐渐解除。从渠道的反馈来看，桃李销售在逐季转好，预计 2020 年三季度收入增速有望恢复常态水平。中长期看，中央工厂+短保的模式竞争优势明显，受疫情影响连锁面包坊面临更大的经营困难，行业将加速向中央工厂+短保模式倾斜，而公司作为短保全国性龙头，有望受益格局改善。

风险提示：全国化不达预期、原料价格波动风险、食品安全问题、竞争加剧等。

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】与本田战略合作，全球电动化加速——公司信息更新报告-20200712

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

本田拟入资宁德时代，携手加速电动化进程

宁德时代发布公告称，公司与日本 Honda 于 2020 年 7 月 10 日签署了战略合作协议，合作内容包括：1）Honda 拟通过本田技研（中国）认购公司 2020 年 7 月非公开发行股份，约占定增后总股本的 1%，并将持有股票 5 年以上。2）公司将向 Honda 供应动力电池，并在动力电池开发、废旧电池回收、动力电池梯次利用等领域展开合作。我们认为，本田此次入股，对宁德时代走向海外市场大有裨益，宁德时代将在新一轮三年向上周期继续开疆拓土，看好中长期高速成长性，维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 50.48/67.29/89.61 亿元，EPS 为 2.29/3.05/4.06 元，当前股价对应 PE 89.16/66.88/50.22 倍，维持“买入”评级。

宁德时代与本田深化合作，海外品牌力持续提升

我们认为此次宁德时代与本田的合作有三大看点：1）根据宁德时代官方信息，搭载宁德时代电池的国产本田纯电动车型将于 2022 年在中国上市。宁德时代此前虽为广汽本田动力电池主供，但主要搭配单车带电量较低的 PHEV 车型。本田此次与宁德时代合作，将重点开拓纯电动领域，宁德时代供应量或有显著提升。2）宁德时代将与本田在动力电池全周期展开合作，包括共同开发废旧电池回收、动力电池梯次利用等新商业模式，车企与电池厂强强联合，或将加快新商业模式的落地速度。3）本田入股宁德时代，将有效提升宁德时代在海外市场的知名度，随着海外市场的品牌力逐步得到巩固，宁德时代海外市占率有望飞速提升。

国内优质供应链与全球车企融合，新能源汽车渗透率有望加速提升

本田 2019 年全球汽车销量达 463 万辆，为全球第四大车企。此次加大与宁德时代合作，将有效提升自身电动车质量，加速电动化转型。日本龙头车企丰田、本田均选择拥抱中国锂电企业合作，彰显了中国企业在全球强大的竞争力。此外，动力电池行业具有较高的技术壁垒，本田选择入股形式介入动力电池环节，整合新能源车产业链优

质资源，或将加速新能源车渗透率提升，利于行业长期发展。

风险提示：新技术发展超预期、电池市场竞争加剧。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】中报业绩预告超预期，精品内容或继续助力高增长——公司信息更新报告-20200711

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

2020 年半年度业绩预告超市场预期，维持“买入”评级

公司公布 2020 年半年度业绩预告，2020H1 实现归母净利润 10.40-11.40 亿元，同比增长 29%-42%；若扣除 1.39 亿元的非经常性损益，实现扣非归母净利润 9.01-10.01 亿元，同比增长 14%-27%；2020Q2 实现归母净利润 5.60-6.60 亿元，同比增长 45%-71%；若扣除 1.01 亿元的非经常性损益，实现扣非归母净利润 4.60-5.60 亿元，同比增长 22%-49%。我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式，公司业绩有望实现高增长。基于《奈何 BOSS 又如何》、《乘风破浪的姐姐》等剧集综艺表现超预期，我们上调 2020-2022 年盈利预测，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 16.83/20.32/24.22 亿元（调整前为 15.30/18.46/21.99 亿元），对应 EPS 分别为 0.95/1.14/1.36 元，当前股价对应 PE 分别为 77/64/54 倍，维持“买入”评级。

优质剧集及综艺热播，推动会员及广告收入实现高增长

2020Q2 公司播出《我才不要和你做朋友呢》、《奈何 BOSS 又如何》、《朋友请听好》、《乘风破浪的姐姐》等剧集综艺口碑收视双丰收。根据艺恩数据，2020Q2 芒果 TV 共计 6 部剧集登上网络剧播映指数 Top30，占比为 20%；共计 9 部综艺登上网络综艺播映指数 Top30，占比 30%。精品内容持续吸引付费用户和广告主，推动公司 2020Q2 会员及广告收入高速增长。

精品为王，储备内容或驱动后续业绩持续增长

2020 年下半年，公司储备有《亲爱的自己》、《离人心上》、《我有特殊的沟通技巧》、《你好，对方辩友 2》、《掌中之物》等优质剧集和《超级学徒》、《明星大侦探 6》、《披荆斩棘的哥哥》、《花儿与少年之姐姐的爱乐之程》、《女儿们的恋爱 3》等精品综艺，皆具备爆款潜质。我们认为，公司将通过精品内容推动用户付费率及 ARPPU 提升；通过场景化内容营销模式为广告主创造超额价值；通过“大芒计划 2.0”实现“IP+KOL+品牌”催化反应，公司业绩持续增长空间仍较大。

风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性。

【传媒：姚记科技(002605.SZ)】中报预告符合预期，“游戏+营销”为未来增长双擎——公司信息更新报告-20200711

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

2020 年半年度业绩预告符合预期，维持“买入”评级

公司公布 2020 年半年度业绩预告，2020H1 实现归母净利润 7.62-8.32 亿元，同比增长 440%-490%；若扣除 5.10 亿元的非经常性损益，实现扣非归母净利润 2.52-3.22 亿元，同比增长 81%-132%；2020Q2 实现归母净利润 0.99-1.69 亿元，同比增长 13%-92%；非经常性损益对于 Q2 影响较小。我们看好公司在国内外休闲游戏领域的研运一体实力，已上线游戏将持续贡献稳定流水，并通过拓展产品线贡献业绩增量；收购芦鸣科技，完善“游戏+广告”业务架构，有望双轮驱动业绩高增长。我们维持此前盈利预测不变，预测 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 11.60/9.06/11.85 亿元，对应 EPS 分别为 2.90/2.27/2.96 元，当前股价对应 PE 分别为 14/19/14 倍；若扣除细胞公司投资收益，预测 2020 年归母净利润为 6.57 亿元，EPS 为 1.64 元，当前股价对应 PE 为 26 倍，维持“买入”评级。

海内外核心游戏流水持续高增长，进击中的休闲游戏之王

公司国内及海外游戏业务持续快速发展，4 月以来核心捕鱼游戏《捕鱼炸翻天》《指尖捕鱼》iOS 畅销榜排名持续提升；受疫情影响，自研 Bingo 游戏《Bingo Party》《Bingo Journey》海外月流水不断创新高，助推公司业绩实现高增长。捕鱼游戏及 Bingo 游戏流水有望持续增长，成为业绩稳定器。公司 2020 年春节前上线《小美斗地主》，由字节跳动独家代理，未来有望继续深化与字节跳动的合作关系，开拓多品类游戏 IAA 变现空间。

拟收购芦鸣科技剩余股权，“游戏+营销”双擎驱动业绩增长

公司拟收购芦鸣科技剩余 88%股权，收购完成后芦鸣科技将成为公司全资子公司，公司有望进一步完善“游戏+营销”业务架构，更有利于借助字节跳动、快手旗下流量平台，基于 2C 端游戏和 2B 端营销两个维度变现，延续业绩高增长。芦鸣科技有望通过精准营销提升公司在各渠道买量的广告投放回报率，与公司的游戏业务产生协同效应；而芦鸣科技基于积累的大量客户资源及对接头部平台的突出能力，并积极孵化短视频营销与运营业务，自身也有望实现业绩快速增长。

风险提示：新游戏上线进度低于预期；市场竞争加剧导致买量成本上升；海外游戏业务面临的政策风险；疫情等外部冲击的影响存在不确定性。

【新能源与电气设备：宁德时代(300750.SZ)】月度环比大幅改善，2020 年下半年开启高成长——公司信息更新报告-20200710

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

6 月装机环比大幅改善，下半年受益三年向上周期的开启

宁德时代 6 月国内动力电池装机量环比提升明显，疫情扰动因素基本消失。随着下半年全球新能源汽车新周期启动，叠加公司在国内新增特斯拉等优质客户、在海外将逐步打开知名度，下半年业绩高成长性较为确定。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 50.48/67.29/89.61 亿元，EPS 为 2.29/3.05/4.06 元，当前股价对应 PE 89.65/67.25/50.50 倍，维持“买入”评级。

6 月国内装机环比+43.2%，未来或逐月提升

根据中汽中心合格证数据，宁德时代 2020H1 国内动力电池装机量为 8.84GWh，同比-36.2%，2020Q2 装机达 6.04GWh，同比-27.7%，环比+116.0%，6 月装机达 2.45GWh，同比-25.8%，环比+43.2%，市占率达 52.0%，同比+2.2pct，环比+3.5pct。6 月份装机环比改善明显，疫情扰动因素基本消失。除 2019 年上半年因补贴政策出现抢装外，2015-2018 年上半年装机占比分别为 16%/24%/12%/27%，与 2015-2018 年国内新能源汽车上半年销量占比 22%/34%/25%/33%变化趋势趋同，呈现“上半年弱、下半年强”现象。2020 年上半年疫情影响叠加下半年铁锂版 Model 3 等优质车型的推出，这一现象将充分演绎。我们预测 2020 年国内新能源汽车销量在 128 万辆左右，2020 年上半年销量占比约为 28%，以此数据作为参照，假设 2020H1 装机占全年比重为 25%，则宁德时代 2020 年全年国内装机量将达 35.36GWh，同比+8.7%，2020H2 国内装机量为 26.52GWh，同比+42.1%，环比+200%。此外，考虑下半年海外市场发力，公司下半年全球装机量同环比或将有更大幅度增长。

6 月铁锂装机同环比大增，看好下半年铁锂占比趋势向上

6 月磷酸铁锂装机同环比提升。6 月铁锂装机达 1.12GWh，同比+43.6%，环比+122.4%，占总装机 45.7%；三元装机 1.33GWh，同比-47.2%，环比+10.3%，占总装机 54.3%。6 月铁锂装机量同环比皆有提升。我们推测：1）宇通、苏州金龙等客车客户 6 月订单增加；2）工程机械和重卡电动化渗透率提升。

风险提示：新技术发展超预期、电池市场竞争加剧。

【电子：澜起科技(688008.SH)】深耕服务器优质赛道，受益数据中心扩建——公司首次覆盖报告-20200709

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

全球内存接口芯片领军厂商，首次覆盖给予“买入”评级

历经十六年的持续自主研发，澜起科技拥有了从 DDR2 到 DDR4 的全系列内存接口芯片产品。在持续迭代的进程中，内存接口芯片的技术难度和技术壁垒持续提高，使得该细分市场由最初十多位厂商的竞争逐步演化为澜起科技、IDT、Rambus 的三足鼎立。随着终端客户对内存容量和数据传输速度需求的持续高涨，服务器市场处于稳步扩张趋势，为公司业绩增长提供有力保证。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 11.40/15.12/20.11 亿元，对应 EPS 为 1.01/1.34/1.78 元，当前股价对应 PE 为 115/87/65 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

进军 PCIe 接口芯片领域，抓住技术迭代历史机遇

在 2019 年年报中，澜起科技宣布将进军 PCIe 接口芯片领域，并已完成 PCIe 4.0 Retimer 芯片的流片。与内存模组相似，PCIe 接口带宽也呈快速增长态势，且在数据传输速率大幅提升的同时也出现了信号衰减和参考时钟时序重整问题，此时，PCIe 接口便需要 PCIe Retimer 芯片来保证数据传输的可靠性。当下正处于 PCIe 3.0 到 4.0 的迭代节点，并且在 PCIe 4.0 阶段，全球所有厂商的 PCIe 4.0 Retimer 芯片均仍处于研发阶段，澜起科技已完成流片、或具有先发优势。

疫情冲击下，服务器需求韧性不改，高端服务器逆势走强

据 IDC 数据显示，受新冠疫情影响，2020Q1 全球服务器出货量为 258 万台、略低于预期，与 2019Q1 出货量基本持平，其中，50 万美元以上高价值服务器需求逆势走强，医药生物、国防、政企实验领域的服务器需求显著增长。并且，新冠疫情加速了线上办公、线上教育等领域的发展，阿里、腾讯、亚马逊等云计算厂商纷纷表示将加码数据中心方面的投资力度，或将对澜起科技的业绩起到较强推动作用。

风险提示：服务器下游需求不及预期；津逮服务器业绩放量迟缓；PCIe 接口芯片客户验证周期过长

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	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	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