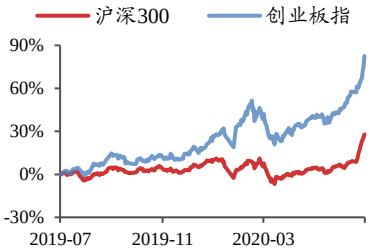
2020 年 07 月 10 日

开源晨会 0710

——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(%)
商业贸易	4.17
有色金属	3.92
综合	3.74
国防军工	3.56
农林牧渔	3.51

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	-1.19
非银金融	0.45
休闲服务	0.54
建筑装饰	1.16
家用电器	1.19

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

【宏观】“结构主义”系列之区域篇（一）：区域掘金，寻找修复“预期差”——宏观深度报告-20200709

区域分化显著，中西部修复较早、投资驱动为主，东部修复滞后、消费表现较好。经济修复的区域差异，或与前期疫情影响、地方稳增长政策操作不同等关联较大。东部稳增长诉求强，项目和资金倾斜下，后续重大项目投资及持续性值得关注。

【固定收益】跨省联运盐业企业——湖盐转债申购价值分析——事件点评-20200709

预计湖盐转债转股溢价率在 9%-13%之间，上市价格预计在 112.63-116.77 元，价格中枢 114.7 元。预计中签率约 0.0043%，建议积极申购。

行业公司

【非银金融】股市改善驱动盈利高增，看好券商戴维斯双击延续——上市券商 6 月月报点评报告-20200708

股市活跃度大幅提升，券商 2020 年全年盈利增长有望超预期，目前我们处于资本市场深改和鼓励证券行业做大做强的历史机遇期，板块估值存进一步上行空间。

【房地产：金地集团(600383.SH)】销售靓眼，深耕核心城市，持有物业蓄势待发——公司首次覆盖报告-20200709

金地集团销售持续提速，品牌效应明显；土储总量丰富，同时战略布局“一线+核心二线”城市，深耕能力突显；公司融资杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。此外，“商业+金融”两翼锦上添花，内在价值大幅低估。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 115.89、133.06、152.84 亿元，同比增速分别为 15.0%、14.8%、14.9%，对应 EPS 为 2.57、2.95、3.39 元，当前股价对应 PE 为 6.5、5.6、4.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

【房地产：保利地产(600048.SH)】一主两翼，发展为先，央企龙头起舞——公司首次覆盖报告-20200709

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，土储资源充沛，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；同时公司强大的央企背景，帮助公司获取品牌溢价和低成本融资，进一步提升竞争力。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元，当前股价对应 PE 分别为 6.5、5.5、4.7 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】“结构主义”系列之区域篇（一）：区域掘金，寻找修复“预期差”——宏观深度报告-20200709

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

区域分化显著，中西部修复较早、投资驱动为主，东部修复滞后、消费表现较好

2020 年 3 月以来，区域经济表现分化显著，中、西部修复较早较快，东部相对滞后。工业产出来看，中部（不含湖北）、西部 2020 年 3 月工业增加值即恢复增长，2020 年 5 月达 5.6%和 5.4%；相较之下，东部工业增加值 2020 年 4 月才恢复增长、2020 年 5 月增速 4.9%。中西部地区的建筑业等景气，修复也更快一些，2020 年 3-5 月 PMI 非制造业指数明显高于东部。中观层面也有迹象，当前中西部用电量同比均回升至约 6%、超过 2019 年底，东部仅 4.3%。

区域分化的背后，隐含着不同的宏观逻辑；中、西部投资驱动为主，东部消费提振。中、西部投资快速恢复，单月投资金额，2020 年 3 月已基本恢复至 2019 年同期水平，2020 年 4、5 月同比增速更是接近 10%；其中，中部非地产类投资强劲、可能主要来自重大项目支持。此外，中部防疫物资等出口大增，也对经济修复起到支持。相较中西部，东部投资修复偏慢、出口疲弱，但消费表现亮眼，非汽车类可选消费是主要贡献。

经济修复的区域差异，或与前期疫情影响、地方稳增长政策操作不同等关联较大

中、西部投资增速快速回升，或与中部稳投资发力较早、西部受疫情影响小等有关。中部的重大项目投资恢复较快，非地产类投资 2020 年 3 月即恢复增长，2020 年 4-5 月增速近 10%，或与稳投资发力较早有关。中部本身对投资较为倚重，2020 年 3 月以来地方“稳增长”相关表态也着重强调投资；例如投资回升最快的山西、江西，均强调“项目为王”。西部本身受影响较小，稳投资下项目开复工更迅速，前期储备项目也可能加快落地。

东部消费较好，或主要得益于促消费政策大力提振；投资受制于返工缓慢等。相较中西部，东部促消费政策力度较大；2020 年 3 月以来，浙江、广东等先后启动数轮消费券发放计划，提振居民线下文旅、实物消费。截至 2020 年 5 月初，全国累计发放 190 多亿元消费券，多数集中在东部地区。其中，消费券发放较早、规模较大的浙江，2020 年 4 月社零已恢复增长、2020 年 5 月同比增速 5%。投资受到返工较慢、贸易链等制约，修复偏慢。

东部稳增长诉求强，项目和资金倾斜下，后续重大项目投资及持续性值得关注

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。东部出口占 GDP 平均比例接近 3 成，其中广东、浙江等贸易大省这一比例更是接近 4 成，远高于中西部（6%左右）。2020 年前 5 月，广东、浙江和江苏等出口分别同比下跌 13.6%、10.6%、8.5%，贸易压力显著。较高的出口依赖度下，贸易压力向相关企业和居民部门传导，或对制造业投资和居民消费改善空间形成掣肘。

2020 年 2 季度以来，东部地区的专项债支持项目新开工占比大幅上升；综合考虑项目储备、建设周期等，后续东部重大项目投资持续性相对更好、值得关注。较强的稳增长诉求下，东部的重大项目规划、2020 年 3-4 月发改委项目申报数量，均增长较快。项目放量的同时，专项债等资金均明显向东部地区倾斜。2020 年 2 季度以来，东部专项债支持项目新开工占比上升、新项目建设进度加快，后续基建等重大项目投资持续性值得关注。

风险提示：海内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。

【固定收益】跨省联运盐业企业——湖盐转债申购价值分析——事件点评-20200709

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

跨省联运盐业企业

公司专注于盐及盐化工产品的生产和销售，主要产品为食盐、工业盐、烧碱、畜牧盐和芒硝，拥有以湖南省为中心并辐射周边省份的主要销售市场。公司的主营业务包括各类盐（占 2019 年公司营收 78%）、烧碱类（7%）和芒硝（5%）。

行业集中度加强，公司成本优势显现

从 2017 年食盐专营体制改革以来，盐业体制改革全面放开，市场竞争更加激烈，盐行业产业集中度逐步提高。公司渠道优势明显，在深耕湖南省内的同时，积极扩展省外市场和线上渠道。同时，公司三大盐矿可采资源丰富，区位优势、技术优势、管理优势三大优势叠加，在盐业价格战的背景下，助力公司降低成本。2020Q1 公司实现营业收入 4.4 亿元，同比下降 18.75%；归母净利润 0.43 亿元，同比增长 2.24%。营收下降主要系受疫情影响，主要产品销量下降所致；归母净利润增长主要系产品结构进一步优化、成本费用下降所致。

预计上市价格中枢约 114.7 元

预计湖盐转债转股溢价率在 9%-13%之间，上市价格预计在 112.63-116.77 元，价格中枢 114.7 元。

预计中签率约 0.0043%，建议积极申购

公司第一大股东湖南省轻工盐业有限公司持股 61.4%，前十大股东合计持股 76.73%。假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 4.32 亿元面值转债，留给市场的规模约为 2.88 亿元。假设网上申购 670 万户，按照打满计算中签率约 0.0043%，建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；安全生产风险

行业公司

【非银金融】股市改善驱动盈利高增，看好券商戴维斯双击延续——上市券商 6 月月报点评报告-20200708

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

2020 年 6 月净利润环比+134%，2020 年 1-6 月净利润同比+23%，同比增速持续扩张

合并口径下，已披露 2020 年 6 月数据的 34 家上市券商合计营收/净利润 315 亿/127 亿，环比+102.1%/+134.1%(扣除分红影响)，2020 年 6 月经纪和自营环比明显改善，叠加 2020 年 5 月低基数，驱动券商 2020 年 6 月环比大增。33 家可比券商 2020 年 1-6 月累计净利润 591 亿元，同比+23.4%，同比增速持续扩张。券商 2020 年 6 月年化 ROE 10.6%，仅次于 2020 年 4 月位列年内次高。

股市改善驱动 2020 年 6 月业绩高增，2020H1 经纪、两融、投行业务全面增长

1）经纪：2020 年 6 月总股基成交额/日均股基成交额分别为 15.45 万亿/7723 亿，分别环比+28.8%/+16.0%，市场活跃度和交易日均环比增加；2020 年 1-6 月日均股基成交额同比+30%；2020 年 6 月日均两融余额环比+3.9%，同比+22.5%;经纪和两融成为驱动行业利润增长的主力。2)投行:2020 年 6 月 IPO、再融资规模分别环比+63%/+25%，债承规模环比有所下降，2020 年 1-6 月 IPO 和债承规模分别同比+131%/+31%，再融资规模同比+14。3）自营：2020 年 6 月股市涨幅环比回升，沪深 300 指数/创业板指数分别+7.7%/+8.4%，2020 年 5 月分别-1.2%/+0.8%；2020 年 6 月中证综合债指数-0.7%，较 2020 年 5 月的-0.9%跌幅收窄。预计券商 2020 年 6 月投资收入环比大幅增加。4）资管：12 家披露数据的券商资管子公司 2020 年 1-6 月合计净利润 30.7 亿，同比+2.3%，延续复苏趋势。

头部券商环比增速表现靓眼，同比增速整体领先

2020 年 6 月净利润(调整后)Top6 分别为国泰君安（QoQ +74%）、广发证券（QoQ +168%），中信证券（QoQ +129%）、中信建投（QoQ +221%）、华泰证券（QoQ +114%）和申万宏源（QoQ +173%），头部券商环比增速表现

靓眼，成长性凸显。中小券商中，兴业证券、东吴证券、国元证券、华安证券和东北证券环比增速领先。2020 年 1-6 月(调整后)净利润 Top6 分别为中信证券(66 亿，yoy+37%)，国泰君安(48 亿，yoy-5%)，华泰证券(45，yoy+36%)，中信建投（42 亿，yoy+86%），海通证券（41 亿，yoy-4%），招商证券（41 亿，yoy+36%），中信建投、中信证券、华泰证券和招商证券同比增速优于行业平均。中小券商中第一创业、申万宏源、国元证券、华安证券、方正证券同比增速均超过 50%，增速居前。

全年盈利增长有望超预期，行业历史机遇期估值有望进一步提升

基于月报数据，我们预计上市券商中报净利润+18%，年化 ROE8.5%。2020 年 7 月股市大幅上涨，交易活跃度和两融规模加速扩张，预计 2020 年 7 月券商盈利将再创新高。股市活跃度大幅提升，券商 2020 年全年盈利增长有望超预期，目前我们处于资本市场深改和鼓励证券行业做大做强的历史机遇期，板块估值存进一步上行空间，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)。

风险提示：全球疫情冲击影响超预期，券商股票质押或海外业务风险加大；资本市场深改进程不达预期。

【房地产：金地集团(600383.SH)】销售靓眼，深耕核心城市，持有物业蓄势待发——公司首次覆盖报告-20200709

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

地产开发持续发力，两翼锦上添花，给予“买入”评级

金地集团销售持续提速，品牌效应明显；土储总量丰富，同时战略布局“一线+核心二线”城市，深耕能力突显；公司融资杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。此外，“商业+金融”两翼锦上添花，内在价值大幅低估。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润 115.89、133.06、152.84 亿元，同比增速分别为 15.0%、14.8%、14.9%，对应 EPS 为 2.57、2.95、3.39 元，当前股价对应 PE 为 6.5、5.6、4.9 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

销售扩张，拿地积极，权益回升，坚持布局一二线重点城市

销售持续扩张，2019 年销售金额达 2106 亿元，同比增长 30%，跨越两千亿台阶。投资端，公司 2017 年后拿地力度持续加大，土储增长迅猛。从城市布局看，公司深耕一二线城市的同时，适当布局强三线城市。截至 2019 年，公司已布局全国 61 个城市，总土储达 5233 万平方米。

着力打造“一体两翼”发展，积极布局持续物业运营、物管和房地产金融

1) 持有物业运营：通过子公司金地商置运作，2019 年实现物业出租收入 9.69 亿元，毛利率高达 79%；2) 物业管理：金地物业 2019 年公司合同管理面积突破 2.1 亿平米，客户满意度高达 99%；3) 房地产金融：稳盛投资是专注于国内外房地产投资管理的私募股权投资基金管理人，致力于为全球投资者打造稳健、专业的投资平台。

盈利能力强，杠杆空间充裕，融资优势明显

公司 2019 年销售毛利率高达 40.5%，净利率为 24.5%，盈利能力显著高于行业内其他龙头公司；杠杆稳健，净负债率为 60.24%，处于行业低位。融资方面，公司 2019 年债务融资加权平均成本仅为 4.99%，融资优势明显。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险（调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）。

【房地产：保利地产(600048.SH)】一主两翼，发展为先，央企龙头起舞——公司首次覆盖报告-20200709

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

一主两翼、均衡发展，规模持续提升

保利地产坚持“一主两翼”战略，房地产主业规模持续提升，土储资源充沛，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；同时公司强大的央企背景，帮助公司获取品牌溢价和低成本融资，进一步提升竞争力。我们预计 2020-2022 年 EPS 分别为 2.77、3.27、3.85 元，当前股价对应 PE 分别为 6.4、5.4、4.6 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

过往 3 年销售复合增速 30%，领先行业

2016 年，公司继续以发展为第一要务，开启新一轮扩规模、补土储进程。2019 年，公司销售金额达 4618 亿元，3 年复合增速达 30%；投拓力度持续保持高位。除去公开市场获取土地外，公司 2016 年完成收购中航地产，2017 年整合保利置业解决同业竞争。公司城市布局从 2016 年的 68 个持续提升至目前的 108 个（截至 2019Q3），攻守兼备。

“一主两翼”战略蓝图，打造不动产生态发展平台

2018 年，保利地产“一主两翼”发展战略升级为“以不动产投资开发为主、以综合服务与不动产金融为翼”。2019 年，公司两翼业务收入达 113.06 亿元；子公司保利物业 2020 年年内成功上市，2019 年保利物业实现营业收入 59.67 亿元，同比增长 41%；归母净利润 4.91 亿元，同比增长 49%，合同管理面积 4.98 亿平米，同比增长 38%。

经营稳健，盈利可观，发债成本持续新低

2019 年公司营收、归母净利润增速分别达 21%、48%。截至 2020 年一季度末，公司合同负债 3163 亿元，是 2019 年营收的 1.3 倍，有效保障未来业绩增长。2020 年上半年，公司累计发行公司债、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；融资环境变动；企业运营风险；棚改货币化不达预期。

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