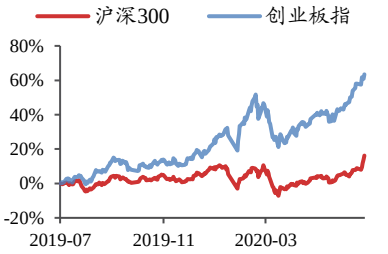
2020 年 07 月 06 日

开源晨会 0706

——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	7.78
非银金融	5.81
采掘	3.68
汽车	3.14
银行	2.7

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-0.61
家用电器	-0.09
电子	0.08
建筑材料	0.3
传媒	0.52

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】风格切换，牛市逼人——投资策略周报-20200705

【策略】风格切换的第一枪——投资策略专题-20200704

【宏观】影响美国大选的两条关键逻辑——宏观深度报告-20200704

【金融工程】证券 ETF 受市场追捧，表现突出——ETF 周度监控（20200629-20200703）-20200704

【固定收益】月底发行缩量成交放量，信用债收益率下行——固收信用周度复盘-20200705

【固定收益】情绪的周期：上涨的股市及滞后的压力——固收定期策略-20200704

行业公司

【通信】下半年 5G 用户有望再突破，5G 规模化效应渐凸显——行业周报-20200705

【轻工制造】新型烟草预期升温，继续推荐家居等顺周期消费——行业周报-20200705

【食品饮料】价格稳中向上，白酒顺势而为——行业周报-20200705

【非银金融】风险偏好大幅提升，券商戴维斯双击延续——行业周报-20200705

【商业贸易】若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块将再添新军——商贸零售行业周报-20200704

【化工】恒力新产线开车成功，宏观数据验证周期复苏趋势——化工行业周报-20200704

【电气设备】特斯拉销量超预期，未来多周期共振向上——行业周报-20200704

【农林牧渔】预计 2020H1 猪企盈利高增，禽链业绩下滑，继续关注畜禽养殖机会——行业周报-20200704

【煤炭石化】低估值+业绩改善，煤炭股底部配置正当时——行业周报-20200704

【化工】库存降幅创半年新高，油价维持 40 美元以上高位——行业周报-20200704

【通信】R16 标准全面冻结，5G 车联网加速落地——行业点评报告-20200704

【农林牧渔：唐人神(002567.SZ)】被低估的养殖新生力量——公司首次覆盖报告-20200705

【化工：扬农化工(600486.SH)】前瞻性布局蓄势待发，综合性农药巨头强者愈强——公司首次覆盖报告-20200703

研报摘要

总量研究

【策略】风格切换，牛市逼人——投资策略周报-20200705

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

势来不可止：风格切换的趋势确立

本周（2020 年 6 月 29 日当周）市场风格发生明显切换，我们自 5 月 31 日开始讨论“风格切换”这一命题，其后共发出 14 篇文章阐述这一问题（系列第一篇为：《脱虚入实，风格切换》）。7 月 1 日前后市场风格已经发生显著改变：前期强势的医药生物、TMT 板块转为弱势，以大金融和煤炭、建材为代表的顺周期板块领涨全市场。从资金方向上看，内外资合力打出风格切换的第一枪，北上资金全面切换向低估值+顺周期，普通股票/偏股混合型基金正在积极布局价值风格。

金融领衔对顺周期上涨发出指示信号

市场对金融板块上涨的指示意义分歧较大，有投资者认为：金融板块作为权重较大的“价值股”，上涨意味着主要指数即将见顶，同时是对前期低估值的一种修复，风格切换不具有持续性。上述观点，我们其实很容易地能够从历史上找出反例。我们复盘了 2010 年以来金融出现大幅上涨的 5 个时期，这五次时期的表现中，有两次金融板块回落之后其余板块接力，指数继续攀升的情形（2012 年末及 2014 年末），证明以上观点描述的情形并不是始终成立的；同时，在每一轮金融上涨行情中，周期也同时具有可观涨幅，一定程度上可以说，金融是“周期之眼”。

金融上涨的三种情形：此次是周期之眼

金融板块取得超额收益其实有三种情形：（1）流动性切换导致“高估值”向低估值切换，其后又紧接着出现经济复苏的信号，此时金融与周期再次同步上涨，成为表现最好的两种风格，例如 2012 年末和 2017 年 5-11 月份；（2）利率位于阶段性的高位，使风格短暂漂移至金融等价值板块，但后续大量流动性释放的同时经济复苏信号缺失，价值板块变成牛市中的“陪跑”，例如 2014 年 11 月至 2015 年 4 月，并缺席 2015 年 4 月至 6 月的最后上涨，（3）流动性切换的同时，经济复苏进入平台期，表现为 PPI 出现向下拐点，金融板块是对经济复苏的滞后定价，上涨意味着指数见顶、周期超额收益末尾，如 2018、2019 年初。当前更加类似 2012 年和 2017 年两次上涨的结合，但本次的流动性绝对水平相对宽松。

周期之眼，勿再迟疑

疫情度过最严峻的时刻之后，货币政策转向为“信用扩张”，无风险利率中枢确定上行，价值/成长的天平正在重新平衡。走出疫情后的环比改善+2019Q4 开始的周期性复苏+宽信用和宽财政将形成合力，共同推动经济复苏，而这种复苏已逐步被债券与商品市场认知，而价值股对其的定价才刚刚开始。风格切换初期，机会将存在于广泛价值股中，早进入者将获得更为丰厚的收益，属于价值股的“掘金时刻”已经开始。顺周期价值板块已经释放出充分的胜率信号。大金融启动只是开始，投资者请勿再有任何迟疑：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：建材、建筑、工程机械；第二，处于周期底部，环比改善目前刚被定价的：化工、煤炭；第三，低估值且存在较大修复空间的：房地产、非银；第四，顺周期消费：家电，白酒，汽车。

风险提示：经济复苏不及预期，货币政策超预期宽松。

【策略】风格切换的第一枪——投资策略专题-20200704

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

7 月 1 日以来：市场风格切换，顺周期领涨

自 5 月 31 日，我们发布报告《脱虚入实，风格切换》以来，我们已对风格切换做了全方位研究并坚定建议投资者左侧布局。7 月 1 日以来，“顺周期”板块上涨成为驱动市场上涨的主要动力，当下市场风格切换正在进行。我们将通过数据分析，7 月 1 日以来，风格切换的第一枪由谁打响。

资金的方向：合力打出切换的第一枪

从交易结构方面，考虑到数据的可得性:，对于外资，我们考察北上配置型/交易型资金的持仓风格变化；对于内资，基于二次规划法，我们考察普通偏股型和偏股混合型基金的风格变化。

北上资金全面切换向低估值+顺周期。对于外资，我们发现，自 7 月 1 日以来，北上配置/交易型资金的成长系数逐渐下降，北上配置型资金的价值系数先下降后上升，北上交易性资金的价值系数震荡上行。更进一步，我们从北上配置/交易型资金的资金流向来看，7 月 1 日以来，北上配置/交易性资金主要在买入金融、机械设备、建材以及化工等顺周期板块，这意味着北上配置/交易型资金的持仓风格逐步从成长型向价值型切换，在经济复苏的当下，北上资金正在全面买入中国的价值型权益资产，我们需要提醒投资者的是：从 QFII 持仓+北上来看，外资曾经系统性偏好价值股，但是 2017 年后才开始走向了成长（消费+科技），在全球价值股被低估的当下，外资可能会进入新一轮成长/价值的切换周期。

对于内资，通过测算普通股票型和偏股混合型基金的仓位来计算风格系数，我们发现：7 月 1 日以来，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数开始下行，即自 0630 结束业绩考核期以来，基金的整体持仓风格正在从成长型向价值型“漂移”。

从资金的方向来看，7 月 1 日以来，北上资金和普通股票/偏股混合型基金或正在积极布局价值风格。其背后的逻辑是：市场正在认知价值的低估，经济复苏陆续验证而价值板块尚未为之定价下，资金的风格切换正在发生。

解禁的压力：成长/价值天平的最后稻草

在当前成长/价值风格演绎到了极致之时，以 TMT 和医药生物为代表的成长板块将 7 月迎来年内解禁高峰，且 7 月-9 月的解禁水平均显著高于上半年任何一个月，从流动性维度看，成长板块在未来 3 个月将迎来一定的解禁冲击。

风险提示：测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧

【宏观】影响美国大选的两条关键逻辑——宏观深度报告-20200704

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

随着疫情持续扩散及种族矛盾加剧等，特朗普支持率大幅下滑，大选胜选概率显著回落。4 月以来，美国疫情继续快速扩散，对经济、就业拖累不断显现；同时，警察暴力执法致非裔男子死亡事件，引发种族矛盾加剧。受上述因素等影响，特朗普民调支持率大幅下滑，博彩数据隐含的胜选概率由 55%显著回落至 42%。

特朗普支持率下滑的区域，主要集中在摇摆州，后者是影响美国大选走势关键。回溯历史，由于对两党支持不定，摇摆州选情往往决定美国大选最终结果。2016 年大选中，特朗普获胜关键是赢得了 4 个选情胶着的摇摆州胜利。州层面最新民调显示，4 月以来，特朗普支持率下滑区域主要集中在摇摆州，且下滑幅度较大。

由于经济发展水平严重滞后，摇摆州选民对州内经济走势、前景等十分关注。美国摇摆州主要由传统制造业州、农业州及部分旅游州组成。由于产业结构相对落后、经济发展水平较差，摇摆州选民对经济形势十分关注。2016 年大选中，特朗普在多个摇摆州中“翻盘”获胜，与提出“将制造业带回美国”等口号密切相关。

伴随人口占比大幅上升，摇摆州中少数族裔选民投票结果对选举影响越来越大。近 20 年来，美国、尤其是摇摆州中，白人占比不断下滑，非裔、拉丁裔等少数族裔人口占比大幅上升。受此影响，少数族裔对美国大选的影响越来越大。2016 年，少数族裔投票率下滑、拖累希拉里摇摆州选情，是特朗普胜选的原因之一。

“带病”复工下，佛罗里达州、亚利桑那州等摇摆州疫情大幅反弹，复产进程显著放缓，选情越发不利特朗普。

5 月以来，因“带病”、激进复工，佛罗里达州、亚利桑那州、内华达州等新增确诊病例不断刷新新高。随着疫情大幅反弹拖累复产进程放缓、导致失业潮难获有效改善等，上述摇摆州选情越发地不利特朗普。

种族矛盾的激化，可能导致少数族裔选民投票率上升，进一步拖累特朗普摇摆州选情、加大连任难度。随着非裔男子死亡事件点燃压抑已久的种族矛盾，少数族裔选民可能在 2020 年大选中更加积极参与投票，并支持民主党竞选人。回溯 2012 年大选，奥巴马在没有明显优势的情况下，通过反复宣传将力推使无证移民合法化的法案，最终吸引到摇摆州中大批少数族裔选民的支持，为胜选奠定坚实基础。

风险提示：美国疫情失控

【金融工程】证券 ETF 受市场追捧，表现突出——ETF 周度监控（20200629-20200703）-20200704

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（联系人）证书编号：S0790119120026

成交金额：股票 ETF 除策略指数 ETF 外均有所上涨

本周（20200629-20200703），QDII 型、股票型、货币市场型 ETF 日均成交额较上周（20200622-20200624）有所上涨，本周日均成交额分别为 42.57 亿元、281.21 亿元、263.10 亿元，分别上涨 8.21%、28.48%、5.71%。此外，债券型、另类投资型本周日均成交金额分别为 2.62 亿元、42.53 亿元，分别较上周下跌 7.40%、0.53%。股票型 ETF 中，除策略指数 ETF 外，其余类型 ETF 均较上周日均成交额有所上涨。其中，主题指数 ETF、行业指数 ETF、规模指数 ETF、风格指数 ETF 本周日均成交额分别为 72.37 亿元、82.79 亿元、110.45 亿元、0.14 亿元，较上周日均成交额分别上涨 34.66%、34.63%、24.26%、99.69%，而策略指数 ETF 本周日均成交额为 12.69 亿元，较上周下跌 0.58%。此外，在日均成交额前二十基金中，证券、恒生 H 股、沪深 300ETF 基金居前。

业绩表现：股票型整体维持涨势

按投资类型看，本区间（20200629-20200703）股票型 ETF 表现居前，本期上涨了 6.00%，整体维持涨势。各类型股票型基金中，所有类型 ETF 本区间内均呈现上涨态势，其中涨幅最大的依次为行业指数 ETF、风格指数 ETF、规模指数 ETF、策略指数 ETF、主题指数 ETF，分别上涨了 8.71%、7.10%、5.89%、5.48%、4.86%。除此之外，上证 50、证券基金受市场青睐，表现突出。

基金规模：华宝中证银行 ETF 份额增长数居第一

截至 7 月 3 日，份额增长最多的为华宝中证银行 ETF，增长量为 6.79 亿份，份额增长率最多的是鹏华中证高股息龙头 ETF，增长率为 218.85%。其中，5GETF 最新规模为 257.83 亿元，位居第五。

发行动态：新上市 1 只 ETF

无新发行 ETF 基金、新成立 ETF 基金、即将上市 ETF 基金以及处于募集阶段的 ETF 基金，新上市 1 只 ETF 基金：景顺长城中证红利低波动 100ETF。

风险提示：结果基于历史数据统计和测算得到，过去业绩不代表未来表现。

【固定收益】月底发行缩量成交放量，信用债收益率下行——固收信用周度复盘-20200705

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

一级市场：节前发行缩量

1、因为处于 6 月底 7 月初交替之际，整体发行量缩量。信用债发行量达到 1,077.92 亿元（环比下降 24.89%），净融资量达到 805.55 亿元（环比上涨了 757.17 亿元）

2、推迟或取消发行债券规模小幅下降。有 18 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 130 亿元，规模上相较

前一周 162.90 亿有所下降。

二级市场：交易量回暖，收益率下行

1、节前成交量回暖。信用债二级成交量 6,571.97 亿元，环比上升 87.16%。

2、信用债收益率均下行，短久期下行幅度更高。信用债收益率均不同程度下行，中短票据、企业债和城投债均有不同程度下行，产业债收益率涨跌互现。

评级调整：23 家主体评级上调

共 23 家主体级别上调，9 家主体级别下调，4 家主体下调评级展望。

债市要闻：债券违约处置向市场化、法治化迈进

1、7 月 1 日，央行、发改委、证监会联合发布《关于公司信用类债券违约处置有关事宜的通知》，推动债券市场违约处置向市场化、法治化迈进。

2、7 月 1 日，银保监会印发《商业银行小微企业金融服务监管评价办法（试行）》，要求于 10 月 31 日前完成对商业银行 2019 年度小微企业金融服务工作组织开展试评价。

3、7 月 3 日，资管新规重磅配套细则《标准化债权类资产认定规则》正式出台，仅对一些技术细节的表述进行调整，并没有方向性的变化。

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。

【固定收益】情绪的周期：上涨的股市及滞后的压力——固收定期策略-20200704

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

近期的股债组合看，可以窥探出明显的资金情绪的 risk-on，甚至股票市场的上涨在明显加速。

从周期的视角看，这一轮 risk-on 早在 2018 年末就启动了：

1）简单来说，一个刻画资金情绪的方式是股/债成交量增长的剪刀差；

2）这个指标自 2018 年年末就开始连续上升，尽管此间回升的趋势一度被疫情所打破，但疫后又很快回到原先的上升轨道中来。

这种 risk-on 所对利率债施加的压力是真实的：

1）上升的风险偏好会直接降低债券的性价比，一旦风险偏好上升，债券市场收益率通常会出现一轮回升；

2）除了单纯的情绪推动之外，货币政策在此中的影响同样非常关键，货币政策本是逆情绪周期的，当情绪发生变化后，货币政策也会把收益率扭到情绪所指引的方向中去。

由此看，股票交易的持续活跃的确是利率债行情接近尾声的一个重要信号。

但股票市场及情绪对利率债指引的方向只是一个粗略的路径，收益率短期或即时的影响并不受其所制：

1）尤其是收益率处于底部区域时，其由下自上的拐点的形成要比情绪转向慢得多；

2）一个资金行为方面的解释是：情绪上升的初期也是配债力量高度集中在广义基金的时刻，这时尽管债券成交的规模在减弱，但单一资金对市场的边际支撑力量往往要更大。

因此，在一个短期的视角去看，股市给利率债所带来的压力是适中的，利率债的机会是高于风险的：

1）广义基金的规模扩张周期还没有完全结束，广义基金可能会替代银行成为利率债短时的稳定器；

2）至少对于机构这一层面，其交易结构还没有完全向股票市场一边倒，就公募基金来说，债券型基金的占比在近来不降反升。

在收益率连续走升之后，我们可以相信短时利率债的安全边际，也可以在配置利率债上积极一些：拉长久期、拉高仓位。

风险提示：经济复苏进度慢于预期；货币政策对冲力度不及预期；疫情反复。

行业公司

【通信】下半年 5G 用户有望再突破，5G 规模化效应渐凸显——行业周报-20200705

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

通信指数有所上涨，中国 5G 建设已进入规模化部署及应用创新落地进程，维持通信行业“看好”评级

上证综指上涨 5.82%，深证成指上涨 5.25%，创业板指上涨 3.36%。一级行业指数中通信板块涨幅为 4.49%。通信行业重要事件较多，设备集采端看，中国电信 2020 年 IT 存储设备集采：华为等 5 家厂商中标；中国联通总部资源池存储扩容：上海华讯、华为中标；中国铁塔四大类 5G 室分产品集采正式启动；5G 标准看，5G 标准 R16 版本完成冻结；5G 应用领域看，GTI 联合运营商发布 5G 全球通终端倡议：支持 700M/4.9GHz；中兴通讯助力广州移动打造 5G SA 切片地铁专网；国际动向看，Light Reading 认为美国无法在电信技术上与中国脱钩；欧盟通过小蜂窝法规，推进 5G 部署以提高数据容量；浪潮信息称 Intel 已恢复供货，公司目前生产经营正常。5G 部署规模化，云计算服务器供应稳定，应用创新也在加速落地，维持通信行业“看好”评级。

5G 多模多频段终端加速成熟，英特尔合规调整继续供货浪潮信息，全球产业链密不可分大势所趋

随 5G 全球性普及和发展，全球漫游及发展将拥有更坚实的基础，5G 全球终端预计将支持独立组网及非独立组网（SA/NSA 双模）及 700MHz、2.3GHz、2.6Hz、3.5GHz 及 4.9GHz 多频段，为 5G 全球发展制定相应规范及标准，有利于 5G 全球化协同发展催化 5G 应用落地及整体普及度提升。

中美贸易摩擦背景下英特尔为巩固同浪潮信息的合作而调整自身合规策略，避免可能产生的相关法律风险。浪潮信息是英特尔全球最大的客户之一，英特尔也是浪潮信息服务器的最大供应商，预计此次合规调整后浪潮信息的供应链抗风险能力将进一步增加。有摩擦有合作是不可避免的，美国仍然无法在电信技术上与中国脱钩，美国离不开中国，中国也离不开全球产业链，技术与经济的全球化趋势无法改变。

投资建议：IDC、物联网及光模块持续高景气，龙头企业价值凸显

随 5G 建设大规模铺开及国内疫情有效防控，相关公司 5G 业绩兑现明显，Q2 业绩有望环比改善。在此基础上我们认为 IDC 随互联网、云视频等流量增长确定性较强，物联网为目前主要发展方向市场空间大，重点投资领域需重点关注；光模块目前处于产品升级关键时期，相关龙头企业预计将持续受益。推荐标的包括中兴通讯（000063.SZ）、光环新网（300383.SZ）、新易盛（300502.SZ）、星网锐捷（002396.SZ）、移远通信（603236.SH）、剑桥科技（603083.SH）、中际旭创（300308.SZ）。受益标的：浪潮信息（300308.SZ）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期。

【轻工制造】新型烟草预期升温，继续推荐家居等顺周期消费——行业周报-20200705

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

（文中“本周”指 2020.6.29—7.3，“上周”指 2020. 6.22—6.24。）

思摩尔上市在即，四川中烟开设 HNB 线下体验店，新型烟草预期升温

本周新型烟草相关个股表现亮眼，我们认为主要由于以下因素催化：1）四川中烟近期关于 HNB 的活动频频，引发相关预期升温。2020 年，四川中烟分别于 3 月-6 月协办以“功夫加热器 2.0 版全国上市推广策划”为主题的营销大赛，4 月启动新型烟草“消费群意见领袖推广项目”，6 月于成都开设 HNB 线下体验店。2）2020 年 7 月 10 日，全球最大的电子雾化设备制造商思摩尔（麦克维尔）港股上市在即。公司主营业务包括雾化设备 ODM 代工业务和自有品牌 AVP 业务。公司 2016-2019 年收入和归母净利润的复合增速分别达 120.8%和 173.5%。

关注家居内需零售复苏，继续推荐定制家居和软体家居龙头公司

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。从复苏弹性的角度，我们继续推荐索菲亚。零售端：衣柜客单价保持较快增长（预计 1-5 月双位数增长），5 月起终端客流基本恢复，因此 6 月份衣柜工厂端有望回到两位数增长。橱柜零售端行业整体承压。但司米橱柜工程端取得一定突破，预计全年司米橱柜工程端收入占比有望提升至 10%-20%。从行业龙头和大家居、整装领先的角度，推荐欧派家居。公司 2020H1 订单口径预计累计下滑已收窄至个位数，整装渠道表现依然亮眼。2）软体家居：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，受益标的：顾家家居、敏华控股

从产业链较高景气度的角度，建议关注生活用纸和消费电子包装龙头

1）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。5 月，通讯类器材零售额维持高增长，智能手机产量增速明显提升，公司相关订单有望放量。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。

2）建议关注生活用纸龙头：中顺洁柔。短期看，原材料木浆价格持续下行，疫情扰动下日用品类需求旺盛，公司全年盈利水平有望维持高位。长期看，公司未来在渠道建设、产能投放和品类拓展上的红利仍有较大释放空间。且个护领域开拓提速，“洁仕嘉”漱口水等新品接连上市。业绩兼具需求韧性和长期成长性。

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】价格稳中向上，白酒顺势而为——行业周报-20200705

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：行业向好趋势不改，积极配置白酒板块

2020Q2 消费场景逐步恢复，白酒动销明显改善，多数酒企二季度营收环比改善。2020 年 4 月份以来，国内疫情得到较好控制，消费场景与经济活动逐步回归常态，同时伴随五一、端午等传统节假日到来，餐饮、聚会、礼赠等白酒消费场景逐步活跃，白酒动销随之有明显改善。前期部分酒厂放缓发货节奏、推出配套费用政策，积极协助经销商和终端进行库存去化，随着动销逐渐顺畅，渠道陆续出现回款动作，我们估计多数酒企 20202Q 营收环比将出现降幅收窄或者实现正增长。

往 2020H2 展望，白酒价格将稳中向上，渠道积极性将进一步提升。茅台经销渠道销量只减不增，预计价格将

维持高位。五粮液减少经销商渠道配额、控制发货节奏、同时对交杯等产品进行停货，推动第八代五粮液价格不断回升。泸州老窖一季度削减配额等市场管控动作，库存良性，在茅台、五粮液批价稳中向上的市场环境中也将受益。我们对于优质酒企下半年以及长期发展保持乐观。面对疫情，白酒商业模式优越性凸显，龙头酒企变危为机，积极变革，抢占市场，优质企业成长趋势不变。展望 2021 年，白酒企业业绩弹性较大，对应 2021 年估值仍处在合理范围内，我们建议积极配置，布局下半年估值切换。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与涪陵榨菜

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，经销商已开始三季度打款。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）涪陵榨菜动销良性发展，考虑到 2020Q2 同期低基数以及渠道补库存作用，预计二季度营收大概率加速增长。全年渠道拓展效果良好，新品节奏可能延后，但 2020 年增长确定性仍强。

板块行情回顾：食品饮料跑输大盘

6 月 28 日- 7 月 4 日，食品饮料指数涨幅为 6.4%，一级子行业排名第 6，低于沪深 300 约 0.4pct，子行业中白酒（8.5%）、葡萄酒（7.3%）及软饮料（5.8%）涨幅领先。周期行业表现较好，金融、地产等板块居前。白酒也属于周期行业，前面涨幅不多，表现突出。个股方面，华宝股份、海欣食品、仙乐健康等涨幅领先；科迪乳业、汤臣倍健、ST 椰岛等跌幅居前。

重点新闻：茅台荣膺 Brand Z 榜单全球价值增速最快品牌

6 月 29 日，2020 年 BrandZ 最具价值全球品牌 100 强排行榜发布，茅台位列全球价值增速最快的品牌第一名，以 537.55 亿美元的品牌价值，从 2019 年的 35 位快速晋级第 18 名，增速高达 58%（来源于微酒）。

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

【非银金融】风险偏好大幅提升，券商戴维斯双击延续——行业周报-20200705

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：风险偏好大幅提升，券商戴维斯双击延续

（1）股市大幅上涨，交易额和两融规模加速扩张，券商全年盈利增长超预期，目前板块动态 PE 距离估值中枢仍有空间，考虑行业处于历史机遇期，估值中枢存上行空间，看好券商延续戴维斯双击。（2）我们认为，除了市场风险偏好改善、注册制推进等政策利好外，监管鼓励行业做大做强的态度成为本轮板块行情的又一重要支撑，后续行业政策面仍有望超预期。（3）券商板块受益标的方面，兼顾弹性和成长，重视大券商估值抬升机会。

券商：政策利好延续，历史机遇期有望提升估值空间

（1）股市大幅上涨，交易额和两融余额增幅超预期，基于此我们上调上市券商整体全年盈利增速预期至+34%，较 6 月底提高 12 个百分点；基于全年盈利预期，目前板块 2020 年 PE 22.5 倍，距离历史中枢 26 倍仍有 15%空间。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。（2）政策面看，《科创板上市公司再融资规则》正式稿落地，审核周期较 IPO 进一步缩短，同时设置“小额快速”再融资机制。与征求稿的区别主要在增加可转债品种和优化简易程序(明确审核周期 2+3+3 天，取消 95 折定价)。此外，中证金宣布取消券商转融通业务保证金提取比例限制，将在一定程度上降低券商转融资和转融券的资金成本，边际利好两融业务。（3）政策利好叠加权益市场风险偏好提升驱动下，券商板块延续戴维斯双击，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：资产端改善明显，估值有望持续修复

5 月份以来保险公司负债端维持弱复苏趋势，而蓝筹权重股涨幅明显，利于保险公司资产端收益率提升，同时经济持续复苏有望支撑长端收益率，整体看，保险公司资产端收益率有望超预期，板块估值修复有望持续，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。

【商业贸易】若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块将再添新军——商贸零售行业周报-20200704

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

核心观点：若羽臣首发过会，A 股电商代运营板块将再添新军

7 月 2 日电商代运营公司若羽臣首发上会通过，A 股电商代运营板块继壹网壹创（已上市）、丽人丽妆（已过会）后有望再添新军。近年来，电商代运营行业保持高景气，2019 年行业交易规模已突破万亿，近五年行业复合增速达 38.4%。从行业产业链来看，电商代运营服务商起到了连接上游品牌方和下游平台方的桥梁作用，可以为品牌方提供从开店前准备到产品售后管理的一站式服务，并提供仓储物流、IT 服务等中后台技术支持。目前行业内头部代运营服务商包括宝尊电商、丽人丽妆、壹网壹创、若羽臣等。龙头企业经验丰富、经营业绩持续保持高增长，未来，依托长期积累形成的营销能力、数据分析能力和仓储物流服务能力构筑竞争壁垒，行业有望强者恒强。对于品牌方而言，电商代运营企业持续为国内外品牌赋能，国际品牌（根据欧瑞咨询，代运营服务需求占比 80%-90%）可以借助电商代运营公司快速打开国内市场，实现更高效运营；中小品牌也可以依托于电商代运营公司的完善供应链建设，降低运营成本。对于电商行业而言，代运营公司已构成电商生态系统的重要组成部分，未来有望在电商平台运转效率提升等方面起到关键作用。天猫在 2019 年生态服务商大会上明确提出标杆计划、孵新计划、提能计划等三大计划助力代运营服务商成长，体现出平台方对于代运营服务商发展的重视。

行业关键词：购物中心、会员制电商、电商代运营、社区生鲜、完美日记等

【购物中心】2020 中国购物中心租金趋势报告发布。

【会员制电商】京东旗下电商购物平台“1 号店”探索会员制电商。

【电商代运营】若羽臣首发上会通过，有望成为中小板电商代运营第一股。

【社区生鲜】大润发超市正在试水 mini 店小润发 RT-mini，将落地南通。

【完美日记】完美日记母公司拟为 IPO 募资 4-5 亿美元，最早年底挂牌上市。

板块行情回顾

零售板块（商业贸易指数）报收 3903.73 点，上涨 5.56%，跑输上证综指（上涨 5.82%）0.26 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 8 位。各细分板块中，多业态零售、百货和珠宝首饰表现靠前，年初至今百货板块表现最好。个股方面，跨境通（+51.1%）、王府井（+50.8%）、百联股份（+34.1%）等涨幅靠前。

投资建议：“消费复苏”主线关注化妆品板块

消费复苏主线关注受益疫情缓和、客流量回升和电商购物节的行业板块，包括：1）化妆品板块：在低线红利、美妆意识觉醒和社媒营销驱动下，行业仍将保持高景气，国货美妆品牌凭差异化策略立足，以“国潮风+快迭代+下沉市场”优势崛起，受益标的珀莱雅、丸美股份、上海家化等；2）黄金珠宝板块：重点推荐老凤祥，受益标的周大生；3）母婴零售板块：重点推荐爱婴室。

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。

【化工】恒力新产线开车成功，宏观数据验证周期复苏趋势——化工行业周报-20200704

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

行业观点：国内宏观数据继续向好，验证周期复苏趋势

6 月财新中国制造业 PMI 录得 51.2，为 2020 年以来最高，财新中国制造业 PMI 已连续四个月上升。据财新网报道，7 月 1 日公布的 6 月财新中国制造业采购经理人指数（PMI）录得 51.2，较 5 月提高 0.5 个百分点，创 2020 年以来的新高，已连续四个月环比回升。6 月汽车销量或将环比、同比增长。根据中国汽车工业协会统计的重点企业销量快报情况，6 月汽车行业销量预计完成 228 万辆，环比增长 4%，同比增长 11%,；1-6 月汽车行业累计销量预计完成 1,024 万辆，同比下降 17%。5 月空调内销情况环比好转。据产业在线数据，2020 年 5 月我国家用空调总销售量 1,642 万台（环比+13.1%），其中内销 1,027 万台（环比+44.9%）、出口 614.93 万台（环比-15.3%）。空调 5 月份产销下滑幅度已明显收窄，空调内销情况迎来较大幅度改善。当前我国已出现多项经济复苏的信号，我们建议继续关注处于周期底部、估值较低、现金流量健康的化工龙头：聚氨酯、煤化工、磷化工、氟化工、氨纶、粘胶、维生素、农药等；继续看好民营大炼化方兴未艾，未来将迎业绩释放期；并建议继续关注国产替代进程中，新材料领域的广阔成长空间与投资机会。

行业要闻

【石化行业】恒力石化 5 号 250 万吨/年 PTA 项目开车成功。据陕西化建官网报道，6 月 28 日，恒力石化 250 万吨/年的 PTA-5 项目投料开车成功，全面达产后，公司 PTA 年产能将达 1,160 万吨。我们认为，PTA 产能的提升将进一步巩固公司 PTA 行业龙头地位。受益标的：恒力石化。【新材料行业】浙江省发布塑料污染治理实施办法，可降解塑料市场布局加速。受益标的：彤程新材，万华化学。【PVC 糊行业】手套料需求向好，PVC 糊延续涨势，后市或有望继续上涨。根据卓创资讯，当前电石法手套料华北送到价格约 14,000 元/吨。需求端，手套制品企业开工率较大幅度提升，对手套料形成强支撑。供应端，行业平均开工率有较大幅度提升。7 月吉兰泰计划检修约一周，中长线君正计划检修约 10 天。随着下游手套需求继续向好，PVC 糊有望继续上涨。目前，沈阳化工、新疆天业和三友化工分别拥有 20 万吨、10 万吨和 8 万吨 PVC 糊产能。受益标的：新疆天业、沈阳化工和三友化工。

受益标的

【MDI 行业】万华化学；【煤化工行业】华鲁恒升；【氟化工行业】金石资源、巨化股份；【氨纶行业】华峰氨纶；【维生素行业】新和成；【石化行业】新凤鸣、桐昆股份、恒力石化、荣盛石化、恒逸石化等。【新材料行业】彤程新材、万润股份、昊华科技、阿科力、濮阳惠成等；【有机硅行业】合盛硅业、东岳硅材。【PVC 糊行业】新疆天业、沈阳化工和三友化工。【农药行业】云图控股、云天化。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行等。

【电气设备】特斯拉销量超预期，未来多周期共振向上——行业周报-20200704

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

周观点：景气度不断提升，关注业绩超预期

1）新能源汽车行业：特斯拉销量是新能源汽车景气度跟踪的核心，目前月度产销量呈现向好趋势；从我们跟踪的相关产业链企业、比亚迪等车企看，都同样呈现月度、季度向好趋势；行业中长期驱动力在于优秀的产品进化能力，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：硅料环节企稳反弹，技术进步和降价后需求有望持续释放，龙头企业更加受益；短期关注业绩超预期，中长期关注国内外的共振发展，隆基股份、阳光电源等龙头受益，关注弹性机会。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。

特斯拉 Q2 全球销量超预期，核心产业链受益

特斯拉公布 2020Q2 全球交付量，共计生产 82272 辆，共计交付 90650 辆（同比+4.9%，环比+2.5%），其中 Model 3/Y 交付 80050 辆（同比+3.1%，环比+5%），Model S/X 交付 10600 辆（同比-40%，环比-13.1%），超出此前市场预期。我们推测特斯拉上海工厂 6 月销量有望达到 1.8 万辆。未来行业周期和特斯拉产品周期共振向上，根据我们预测，2020 年 Model 3 在国内 25-40 万售价的轿车中市占率将达到 14%，销量达到 15 万辆。2020 年 Model 3/Y 全球销量有望达 50 万辆，特斯拉产业链宁德时代、三花智控、拓普集团等公司受益。

硅料价格触底回升，光伏产业链短期看景气度，长期看格局

根据 PVinfolink 价格数据，近期多晶硅菜花料均价上涨至 32 元/kg，涨幅 10.3%，致密料均价上涨至 60 元/kg，涨幅 1.7%。5-6 月以来多晶硅头部企业陆续提出检修计划，硅料供应量减少。目前来看终端出现了几个方面积极变化，预计随着下游需求释放，硅料价格在下半年将维持上涨态势：1）国内竞价、平价申报项目超预期，其中纳入补贴竞价项目同比+14%，平价申报项目同比+152.5%；2）海外需求超预期，2020 年 5 月组件出口量环比+9.4%；3）龙头排产超预期。光伏景气度持续提升，有三条主线受益：1）长期推荐隆基股份，受益标的为通威股份、福斯特等；2）中期看好技术与应用创新，受益标的为锦浪科技、东方日升、相关设备公司等；3）短期看好价格在景气度好时具有向上弹性的硅料、电池片、玻璃等环节，受益标的为阳光电源、爱旭股份、福莱特等。

板块和公司跟踪

新能源汽车公司层面：宁德时代非公开发行不超过 2.2 亿股获批。

光伏行业层面：《关于下达可再生能源电价附加补助资金预算的通知》下发，明确 924 亿补贴发放规则。

光伏公司层面：福莱特发布 2020H1 业绩预告：扣非后归母净利润同比增加 73.73%-94.92%。

风电行业层面：国网 2020 年第一批可再生能源补贴清单：风电装机容量 7.5GW

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。

【农林牧渔】预计 2020H1 猪企盈利高增，禽链业绩下滑，继续关注畜禽养殖机会——行业周报-20200704

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

观点：预计 2020H1 猪企盈利高增，禽链业绩下滑，继续关注畜禽养殖机会

2020 年上半年结束，我们预计生猪养殖板块在高猪价的支撑下实现业绩大幅增长。价格方面，据 Wind 数据显示，2020 年上半年生猪均价为 33.99 元/公斤（+137.19%），走势呈倒 V 型，2 季度随着消费复苏及大猪出栏减少出现较大幅度上涨，整体价格在高位波动。出栏量方面，2020 年上半年 7 家主要上市猪企出栏量整体受非洲猪瘟影响同比下降，但各公司同比变动出现分化，我们预计 7 家上市猪企出栏量合计约 1838 万头（-24.84%），其中牧原股份、新希望及天康生物实现同比正增长，牧原股份及新希望增幅较大。业绩方面，我们预计猪企营业收入及利润受高猪价影响均实现大幅增长，其中牧原股份实现量价齐增利润最高。

禽养殖板块 2020 年上半年供给大幅增加，鸡苗价格同比大幅下跌，终端偏下游价格表现较为稳定，各环节盈利走势不一。整体来看，禽链企业上半年利润均低于 2019 年同期水平，其中上游鸡苗类企业利润同比下滑幅度较大，降幅或超 70%，偏下游鸡肉及肉制品加工企业同比下降幅度有限，我们预计降幅约在 20%左右，其中圣农发展食品业务表现较好，我们预计 2020 年上半年公司利润降幅小于行业水平。

展望三季度，生猪供需矛盾仍旧突出，我们预计猪价及禽肉价格有望持续上涨。生猪养殖方面，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，建议关注向食品方向进行产业链延伸的行业龙头圣农发展。

重点新闻（06.29-07.03）：农业农村部：抓好防汛救灾确保农业生产安全

【农业农村部下发紧急通知强调，全力以赴抓好防汛救灾确保农业生产安全】

市场表现（06.29-07.03）：农业跑输大盘 0.97 个百分点

上证 A 指上涨 5.82%，农业指数上涨 4.85%，跑输大盘 0.97 个百分点。子板块看，种植板块涨幅第一，涨幅为 8.05%，宠物食品板块跌幅较大。

价格跟踪（06.29-07.03）：生猪仔猪价格上涨

生猪养殖：据 Wind 数据，生猪均价 36.00/元/公斤，环比上涨 4.26%；仔猪均价 121.67 元/公斤，环比上涨 10.10%。白羽肉鸡：据 Wind 数据，鸡苗均价 2.15 元/羽，环比下跌 14.00%；毛鸡均价 7.68 元/公斤，环比下跌 2.17%。

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。

【煤炭石化】低估值+业绩改善，煤炭股底部配置正当时——行业周报-20200704

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

低估值+业绩改善，煤炭股底部配置正当时

动力煤价格在经历两周的横盘之后再次迎来上涨并突破绿区上限，秦港现货平仓价报价 585 元/吨，主要源于产地安监导致供应偏紧及进口煤仍处于严管状态。需求方面，六大电厂日耗在相对高位保持基本稳定；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；库存方面，六大电厂库存小幅上涨，电厂存在补库迹象。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，当前价格已经进入政策重点监控的黄色区域，需要关注煤炭价格如果突破 600 元/吨，政策上是否将进行调整，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，当前电厂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。7 月神华公布了长协价格，年度长协 538 元/吨，环比增长 8 元/吨，月度长协 570 元/吨，环比增长 33 元/吨，对本月现货价格存在支撑。近日发改委发布《关于做好 2020 年煤炭中长期合同履行监管工作的通知》，未来煤炭市场长协煤的占比将成为稳定煤价的主要形式，中长期来看，在短暂的供需基本面的扰动之后，在政策“全面巩固供给侧改革成果”的指引下，煤炭价格将在合理区间内平稳运行。二季度以来供需改善所带来的煤价大幅回升将带动煤企恢复盈利水平，但煤炭股的估值仍处于历史底部，在全 A 股行业中亦排名尾部，且大部分煤炭股处于破净状态，当前处于估值洼地，在下半年经济复苏的预期之下，或将率先迎来估值修复的机会。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：产地和进口导致供应偏紧，煤炭稳步上行

（2020 年 6 月 29 日-7 月 3 日）港口动力煤价上涨至 585 元/吨。需求方面，六大电厂日耗在相对高位稳定；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进一步加强；库存方面，本周电厂、秦港库存小幅上涨，长江口库存大幅下降，电厂已现补库迹象，随着“迎峰度夏”旺季到来，补库预期较强。

煤焦钢产业链：焦煤稳&焦炭弱，焦企利润有所收缩

焦炭方面，第六轮价格提涨受钢企利润收缩影响未能持续，出现明显回调。但钢厂开工率仍持续高位，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，焦企库存提升下调补库预期，但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

【化工】库存降幅创半年新高，油价维持 40 美元以上高位——行业周报-20200704

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

库存降幅创半年新高，油价维持 40 美元以上高位

利好消息频出提振市场信心，Brent 油价为 42.8 美元/桶，上涨 5.19%，从供给端来看，美国原油产量维持 1100 万桶/天，较 2019 年同期减少 15%，钻井数量再减 2 台至 263 台，较 2019 年同期减少 67%。从库存端来看，美国商业原油库存 5.34 亿桶，周环比减少 720 万桶，降幅创半年新高，此前连续三周触及纪录高线。从需求端来看，当周炼厂开工增速出现放缓，油品需求总量回落 100 万桶/天至 1735 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。炼化产业链方面：PX 市场价格震荡下行，PX-石脑油价差缩窄，周跌幅 15.07%，挤压利润空间；PTA 装置受原料成本下跌，PTA 市场价格窄幅调整，PTA-PX 价差增长 11.1%；因淡季叠加疫情影响，长丝市场弱势下滑，涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩窄 11.21%。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。

活跃钻井数量再缩减，原油库存降幅创半年新高

供给端持续收缩：美国 EIA 发布 6 月 26 日当周数据，美国原油产量为 1100 万桶/天，周环比持平、同比下降 120 万桶/天；Baker Hughes 发布 7 月 3 日当周数据，活跃钻井数量为 263 台，周环比减少 2 台、同比减少 700 台。油品库存上升：美国商业原油库存 5.34 亿桶，周环比减少 720 万桶，月环比增加 118 万桶，较 2019 年同期高 12%；美国汽油库存总量为 2.57 亿桶，周环比增加 120 万桶，月环比减少 127 万桶，较 2019 年同期高 10%；馏分油库存为 1.74 亿桶，周环比减少 59 万桶，月环比减少 13 万桶，较 2019 年同期高 27%。美国原油库存降幅创半年新高，此前曾连续三周触及纪录高线，期待后续出现连续去库存趋势。

油品消费出现回落，经济数据良好提振市场信心

油品消费出现回落：美国 EIA 发布 6 月 26 日当周数据，美国炼厂开工率为 76%，周环比增长 0.9%、月环比增长 3.7%、年同比减少 18.7%；油品消费总量为 1735 万桶/天，周环比减少 100 万桶/天、月环比增加 229 万桶/天、年同比减少 201 万桶/天，其中汽油消费量为 856 万桶/天，周环比减少 5 万桶/天，月环比增加 101 万桶/天，年同比减少 93 万桶/天。经济数据良好提振市场信心：美国发布 6 月非农就业人数 480 万人增长好于预期，同时各国经济数据表现良好，尤其 6 月份中国 PMI 指数和非制造业商务活动指数稳中有升，提振了投资者信心，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。

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。

【通信】R16 标准全面冻结，5G 车联网加速落地——行业点评报告-20200704

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

R16 标准全面冻结，让 5G 更“好用”

7 月 3 日国际标准组织 3GPP 宣布 R16 标准冻结，相较 R15 版本的“能用”，R16 则更“好用”，围绕“新能力拓展”、“已有能力挖潜”和“运维降本增效”三方面，进一步增强了 5G 更好服务行业应用的能力，让 5G 进一步走入各行各业并催生新的数字生态产业，还更多兼顾了成本、效率、效能等因素，使通信基础投资发挥更大的效益，进一步助力社会经济的数字转型。尤其在车联网应用上，支持了 V2V（车与车）和 V2I（车与路边单元）直连通信，通过引入组播和广播等多种通信方式，以及优化感知、调度、重传以及车车间连接质量控制等技术，实现 V2X 支持车辆编队、半自动驾驶、外延传感器、远程驾驶等更丰富的车联网应用场景。面向行业应用，引入了多种 5G 空

口定位技术，定位精度提高十倍以上，达到米级。

车联网是智慧交通落地主要抓手，业务场景应用广阔

要使汽车具有对外通讯能力，车联网应运而生。车联网可以实现车与人/车/路/服务平台的全方位网络连接，应用场景主要分为安全类、信息类和交通效率类。信息类的应用场景主要包括紧急呼叫业务等提高车主驾车体验的应用；交通效率类的应用场景包含红绿灯车速引导、交通事故提醒、潮汐车道提醒、交通拥堵提醒、限速提醒、紧急车辆通行提醒等应用；安全类的应用主要有人车避撞提醒、电单车出没提醒、紧急制动提醒、交叉路口避撞提醒、前向碰撞预警等。可以说，有了车联网，出行会更加智能，车联网将优先打开 5G 行业应用市场空间。

产业各方正在积极布局，重点争夺新兴市场，先设备再平台的投资主线

车企前期关注单车智能，目前正逐步推进网联方案发展；科技公司借助 AI 技术，提供自动驾驶解决方案；互联网借助内容服务与 AI，渗透自动驾驶出行服务；运营商依托蜂窝网，为网联式自动驾驶提供服务；位置服务公司基于已有的地图业务，布局高精度地图服务。产业各方均在积极布局，抢夺制高点，随着 C-V2X 的部署落地，首先将带来芯片、模组、终端设备等硬件层面的海量需求；随着基础设施工作建设完成之后，平台运营有望衍生更大价值。

1）车联网相关设备厂商先行受益，硬件厂商是车联网中率先形成完整产业链和内在驱动力应用市场的行业，随着车联网技术的不断发展和应用范围的拓展，硬件层面需求将不断增加，带来相关公司业绩边际改善，推荐标的移远通信（603236.SH），移为通信（300590.SZ）、广和通（300638.SZ），受益标的高新兴（300098.SZ）、日海智能（002313.SZ）、万集科技（300552.SZ）、德赛西威（002920.SZ）。

2）平台运营有望产生更大价值，车联网将是先设备产业链再平台应用爆发的过程，受益标的四维图新（002405.SZ）、千方科技（002373.SZ）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用不及预期。

【农林牧渔：唐人神(002567.SZ)】被低估的养殖新生力量——公司首次覆盖报告-20200705

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

湖南全产业链模式经营的养殖新生力量，未来三年出栏量高歌猛进，首次覆盖，给予“增持”评级

公司是湖南省农业产业化国家重点龙头企业之一，以饲料业务起家逐步向生猪全产业链拓展。一方面，公司凭借全产业链的精细化经营形成生猪养殖成本壁垒；另一方面，公司有望凭借创新性的养殖及融资模式实现出栏量的高速扩张。在猪价高景气下公司业绩未来有望充分释放，我们看好公司生猪养殖业务未来成长性。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 16.67/10.67/9.12 亿元，EPS 为 1.99/1.28/1.09 元，当前股价对应 PE 为 4.9/7.7/9.0 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

全产业链经营带来成本优势，未来生猪养殖成本有望进一步降低

公司在饲料端凭借领先的规模、技术及精细化饲养带来经营优势，在育种端公司技术领先，子公司美神育种为国内首家通过 NSR 认证的育种企业，并通过引进丹系种猪实现育种体系的迭代升级，在养殖端凭借“四层铁桶式”非洲猪瘟疫病防控体系带来较低的死亡率。2020Q1 公司头均盈利领先行业，我们认为未来随着出栏量的扩张、自繁自养模式占比的提升及精准饲养技术的进一步推广，公司养殖成本将进一步下降，带来较强的盈利能力。

充分利用后发优势，有望实现出栏量的弯道超车

公司未来将大力推广高效率的“楼房养猪”模式及轻资产的租赁式发展模式，有望凭借后发优势实现弯道超车。从生产性生物资产来看我们认为公司出栏量将在 2020 年迎来同比恢复的拐点，预计 2020 全年实现 130 万头以上出栏量确定性较强。同时，公司从 2019 年至今签约储备了充足的土地资源，给未来出栏量的扩张奠定基础，我们认

为未来三年公司出栏量有望迎来爆发式增长。

风险提示：出栏量扩张不及预期、养殖成本大幅提升、猪价景气度不及预期、原材料价格波动风险。

【化工：扬农化工(600486.SH)】前瞻性布局蓄势待发，综合性农药巨头强者愈强——公司首次覆盖报告-20200703

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

农药行业龙头产业链优势显著，打造国际综合性农药巨头

公司杀虫剂主要包括拟除虫菊酯产品等，除草剂主要有草甘膦和麦草畏等，杀菌剂主要有氟啶胺、吡唑嘧菌酯等。其中菊酯产能处于国内第一，全球第二，卫生菊酯在国内的市占率约为 70%，麦草畏产品产能、工艺均居全球前列。公司拥有完整的产业链，在原料、技术、市场方面均占国内龙头地位，竞争优势显著。未来公司将继续积极拓展海外业务，打造国际综合性农化巨头。我们预测公司 2020-2022 年归母净利分别为 13.17、16.57、17.22 亿元，EPS 分别为 4.25、5.35、5.56 元/股，当前股价对应 PE 分别 19.4、15.4、14.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

菊酯领军者地位稳固，害虫防治工作直接催生农用菊酯需求

高效、低毒、低残留、无污染是杀虫剂的发展方向，拟除虫菊酯将受让高毒杀虫剂退出的存量市场，需求空间广阔。公司关键中间体贲亭酸甲酯、醚醛等自给自足，技术及成本优势显著。在响水爆炸事故后环保趋严的背景下，公司仍保持着行业较高的菊酯产品开工率。公司现有 2600 吨/年卫生菊酯、800 吨/年联苯菊酯、2000 吨/年功夫菊酯等产能；优嘉三期项目有望于 2020 年底投产，届时公司菊酯产能将达到 2750 吨/年卫生菊酯、800 吨/年联苯菊酯、4500 吨/年功夫菊酯、800 吨/年氯氰菊酯、4000 吨/年高效氯氰菊酯等，公司菊酯领军者地位将进一步巩固。海内外虫害冲击波接踵而至，害虫防治工作将直接带动杀虫剂的需求增长。

三大农药板块协同发展，公司将充分受益于优质资产整合

“两化”农化业务合并、联手打造农化巨头先正达集团，公司成为重要桥梁；同时，公司收购中化作物和沈阳中化农研，打造“研、产、销”一体化格局优势；此外，公司收购南通宝叶，建设优嘉三期、四期项目等深入杀菌剂领域。多方位的前瞻性项目布局将发挥协同作用，我们看好公司成长有望充分受益于优质农化资产整合。公司投资 20.22 亿元的优嘉三期在建项目预计将于 2020 年下半年投产，资本投入进入下一阶段释放期，我们看好公司将蓄势待发。

风险提示：产品需求大幅下滑、新产能投放不及预期、市场竞争加剧等。

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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835