新时代证券-研究所晨报（20200701）

● 总量研究

宏观经济：PMI 淡季不淡，经济延续修复

6 月 PMI 为 50.9%，比上月上升 0.3 个百分点，PMI 淡季不淡预示着 2020 年 6 月经济处于继续修复的进程中。6 月新出口订单指数回升 7.3 个百分点，升幅为历史同期最高，可见随着欧美经济重启并在 6 月出现明显扩张后，外需出现较快的恢复。6 月主要原材料购进指数与出厂价格指数分别回升至 56.8%、52.4%，较上月均有明显回升，预计 6 月 PPI 同比大概率触底回升。6 月 PMI 从业人员指数回落 0.3 个百分点至 49.1%，是唯一拖累 PMI 的分项。6 月非制造业 PMI 为 54.4%，比上月高 0.8 个百分点，整体表现继续好于制造业。

● 公司研究

永泰能源：生产经营正常稳定，债务重组正稳步推进

融资环境偏紧导致公司突发债务危机。出现债务危机后，公司积极采取各种举措化解风险。目前债务重组初步方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆。此外，公司还迅速制定了 238 亿元的资产出售计划。近几年公司正常经营并没有停滞，生产经营正常有序，项目建设持续推进。公司经营活动现金净流量逐年上涨，2019 年达到了 51.69 亿元。公司优质煤炭资源丰富，电力向清洁能源、热电联供拓展，石化板块项目区域优势明显、项目资质稀缺。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.03、0.04 和 0.04 元，当前股价对应 PE 分别为 44.2、32.2、28.3 倍。考虑债务重组尚未落地，首次覆盖给予“中性”评级。

● 行业研究

银行获取券商牌照点评：赋予商业银行券商牌照旨在推动商业银行转型

2020 年 6 月 28 日，证监会官方回应，发展高质量投行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，也是推进和扩大直接融资的重要手段。放开券商牌照有利于提高商业银行非息收入占比，降低对息差依赖，有助于商业银行向综合化混业经营方向转变。赋予商业银行券商牌照，利好试点商业银行。银行取得券商牌照是为了推动商业银行转型，打造航母级投行和“全能金融控股平台”。短期内商业银行获取券商牌照对其业绩影响不大，但长期来看，银行向综合经营模式转，会提高银行对客户的综合服务能力，提升非息收入占比，缓解息差收窄造成的盈利能力下降。

风险提示：海外疫情超预期扩散；政策落实不及预期。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	6.31%	银行	-0.15%
电子	3.0%	钢铁	0.01%
传媒	2.93%	家用电器	0.23%
计算机	2.92%	公用事业	0.45%
综合	2.72%	建筑装饰	0.53%

相关报告

《PMI 淡季不淡，经济延续修复》2020-06-30

《生产经营正常稳定，债务重组正稳步推进》2020-06-29

《赋予商业银行券商牌照旨在推动商业银行转型》2020-06-29

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观经济：PMI 淡季不淡，经济延续修复 3
2、 公司研究 3
2.1、 永泰能源：生产经营正常稳定，债务重组正稳步推进 3
3、 行业研究 4
3.1、 银行获取券商牌照点评：赋予商业银行券商牌照旨在推动商业银行转型 4

1、 总量研究

1.1、 宏观经济：PMI 淡季不淡，经济延续修复

PMI 淡季不淡，经济延续修复。6 月 PMI 为 50.9%，比上月上升 0.3 个百分点，6 月通常是淡季，PMI 往往会出现回落，2005 年以来，6 月 PMI 环比上涨的年份只有 2009 年、2014 年和 2017 年，而这些年份 6 月经济数据都出现了回升，PMI 淡季不淡预示着 2020 年 6 月经济处于继续修复的进程中。

生产较强预示 6 月可能出口还不错。6 月季节性高温多雨，一般生产指数会环比回落，2020 年 6 月南方多地降雨量强度高于 2019 年同期，理论上对工业生产负面影响会更大，但生产指数反而出现 0.7 个百分点的回升，可能有两个主要原因：（1）铁矿石补库存带动采矿业生产增速可能继续回升。（2）由于制造业在工业增加值中比重较高，6 月生产淡季不淡可能预示出口可能并不差。

欧美经济重启，新出口订单超季节性回升。6 月新出口订单指数回升 7.3 个百分点，升幅为历史同期最高，可见随着欧美经济重启并在 6 月出现明显扩张后，外需出现较快的恢复。近期美国部分州疫情数据出现明显反弹，然而，除非疫情导致美国再度全面封锁，否则美国经济渐进式修复的进程不变，中国外需也会持续回暖。

PPI 同比大概率触底回升。6 月主要原材料购进指数与出厂价格指数分别回升至 56.8%、52.4%，较上月均有明显回升，我们预计 6 月 PPI 同比大概率触底回升。随着国内经济修复、欧美经济重启，需求逐渐恢复的同时，由于单季度潜在经济增速在 5%附近，只要实际经济增速超过 5%，产出缺口就可能转为正值。再加上油价的供给冲击，PPI 增速或逐渐上升至 0 上方。

就业表现一般，政策难言转向。6 月 PMI 从业人员指数回落 0.3 个百分点至 49.1%，是唯一拖累 PMI 的分项，反映疫情冲击下，企业会将自身经营压力通过降薪裁员转移到居民部门，尤其是受疫情冲击大的小型企业，。政府报告的底线思维体现在保就业上，保就业就需要稳企业，尽力帮助企业特别是中小微企业、个体工商户渡过难关，整个宏观调控政策也是围绕这个展开的，在就业没有全面改善的情况下，政策难言转向。

非制造业表现继续好于制造业。6 月非制造业 PMI 为 54.4%，比上月高 0.8 个百分点，整体表现继续好于制造业。和上月不同的是，6 月服务业相对建筑业表现更好，服务业 PMI 回升 1.1 个百分点，随着生产生活秩序加快恢复，市场信心增强，服务业需求继续释放，统计局调查的 21 个行业中，有 15 个行业 PMI 高于临界点，多数行业生产经营持续恢复。6 月建筑业 PMI 较上月回落 1 个百分点，可能与 6 月高温、南方降雨量大有关，不过逻辑上，建筑业链条确定性仍然较强。

风险提示：海外疫情超预期扩散；政策落实不及预期。

2、 公司研究

2.1、 永泰能源：生产经营正常稳定，债务重组正稳步推进

融资环境偏紧导致公司突发债务危机。从 2016 年开始，随着内外部环境的转变，在金融去杠杆、严监管背景下，公司融资环境急剧恶化，再加上公司负债规模和整体负债率较高，公司流动性出现暂时性困难。2018 年 7 月 5 日，永泰能源发

行的 2017 年度第四期短期融资券构成实质性违约，也触发了公司其他债券交叉保护条款，导致公司直接融资渠道关闭，流动性危机出现，从而造成了公司层面的债务危机。

积极应对债务危机，债转股+债权延期+238 亿元非核心资产处置。出现债务危机后，公司积极采取各种举措化解风险。债委会迅速成立并采取了一系列救助帮扶措施使得公司正常生产经营稳定，较好的保持了公司经营造血能力。目前债务重组初步方案为通过实施债转股、债权延期、降低企业财务成本等措施帮助企业降杠杆。公司还迅速制定了 238 亿元的资产出售计划，目的是出售和盘活不能产生现金流的存量资产，降低负债率。

公司生产经营正常稳定，重大项目持续建设。近几年公司正常经营并没有停滞，生产经营正常有序，项目建设持续推进。公司经营活动现金净流量逐年上涨，2019 年达到了 51.69 亿元。公司此前规划的重大项目仍然在持续建设，华瀛石化项目于 2019 年 10 月试运营；2020 年 1 月南阳电厂 1 号机组正式投入商业运营，2 号机组预计于 2020 年年底投运；华晨电力二期 2×40 万千瓦燃机热电联产机组预计 2020 年下半年投入商运；丹阳 2 台 10 万千瓦燃机热电联产机组预计将于 2021 年投产运营。

能源领域煤炭、电力和石化三大板块持续发力。公司优质煤炭资源丰富，电力向清洁能源、热电联供拓展，石化板块项目区域优势明显、项目资质稀缺。公司在产的主焦煤及配焦煤煤矿总产能规模为 975 万吨/年；正在运营的发电装机容量 909 万千瓦，规划及在建装机容量 332 万千瓦，总装机容量 1,241 万千瓦；华瀛石化项目于 2019 年 10 月试运营。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.03、0.04 和 0.04 元，当前股价对应 PE 分别为 44.2、32.2、28.3 倍。考虑债务重组尚未落地，首次覆盖给予“中性”评级。

风险提示：债务重组失败，煤价大幅下跌，项目建设不及预期，石化项目盈利不及预期，融资环境恶化。

3、 行业研究

3.1、 银行获取券商牌照点评：赋予商业银行券商牌照旨在推动商业银行转型

事件：2020 年 6 月 28 日，证监会官方回应，发展高质量投行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，也是推进和扩大直接融资的重要手段。关于如何推进，有多种路径选择，现尚在讨论中。不管通过何种方式，都不会对现有行业格局形成大的冲击。

放开券商牌照有利于提高商业银行非息收入占比，降低对息差依赖。放开券商牌照有利于传统商业银行提高直接融资比重，加快转型。此次回应向商业银行发放券商牌照，是对金融改革开放大背景下，打造航母级券商发展需要的逐步落实。随着疫情冲击和新兴产业的发展，商业银行的混业经营有望得以放宽，成为未来转型的趋势。

放开券商牌照有利于传统商业银行降低对息差的依赖。传统商业银行的核心业务主要是靠信贷来获取收益，近年来各商业银行致力于转型，通过扩大非息收入占

比，以降低对利率市场化和市场管制导致息差长期收窄对其收入带来的负面影响。放开券商牌照无疑为商业银行进一步增加中间业务等带来非息收入新的业务路径，有利于银行业“主动”让利和加快发展业务转型步伐。

放开券商牌照有助于商业银行向综合化混业经营方向转变。从海外经验来看，券商业务对摩根大通银行等商业银行的非息收入贡献大，形成了较高的非息收入占比。摩根大通银行是综合化金融的典范，协同发展银行业务和投行业务，其 2019 年全球投行手续费收入位居第一名。摩根大通银行有四大业务板块中公司及投资银行（CIB）非息收入占比较高，对于提升其非息收入占比贡献大，利于降低对利息收入。不断放开金融牌照红利，有利于提高商业银行对客户的综合服务能力，满足客户多元化金融服务需求。银行可利用其客户优势，满足其资金转换等需求。全面综合化的金融业务模式无疑为银行长期发展带来利好，若银行能够利用不同的业务来吸引客户，满足客户金融方面的多层次需求，则银行的业绩和利润将会不断上升。

商业银行取得券商牌照的多重路径。一是类似银行理财子公司直接向具备条件的商业银行发放牌照。商业银行通过子公司形式成立券商，短期难以对券商构成实质性冲击；长期来看，随着商业银行逐步健全“投行+财富管理+自营”的商业模式，将会对中小券商产生实质性冲击。二是通过并购重组形式。类似商业银行直接并购券商，然后整合内部业务模式，打通“投行—资管—财富”运作模式，这对于被并购券商是利好，但内部整合难度依然较大。无论采取何种方式，正如监管部门所言，都不会对现有行业格局形成大的冲击。

投资建议：赋予商业银行券商牌照，利好试点商业银行。银行取得券商牌照是为了推动商业银行转型，打造航母级投行和“全能金融控股平台”。短期内商业银行获取券商牌照对其业绩影响不大，但长期来看，银行向综合经营模式转，会提高银行对客户的综合服务能力，提升非息收入占比，缓解息差收窄造成的盈利能力下降。成熟的综合发展离不开完善的风控体系，如何监管商业银行混业经营，设立防火墙也需要监管部门进一步明确，因此短期来看，赋予商业银行券商牌照，利好试点和头部商业银行，长期对商业银行盈利影响有限，旨在推动行业转型。

风险提示：经济下行压力增加，企业盈利下行，资产质量大幅恶化；金融监管政策超预期；中美贸易摩擦升温。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/