证券研究报告
2020 年 06 月 29 日 星期一

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远？

行业与公司

- 房地产行业：银证混业契合大趋势，房企业务分拆显估值
- 有色行业：未来五年全球碳酸锂行业需求测算

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,138.99	0.42	1.04
上证综指	2,979.55	0.30	-2.31
深证成指	11,813.53	0.17	13.26
中小板指	7,865.16	0.13	18.58
创业板指	2,382.47	0.02	32.50
道琼斯工业	25,015.55	-2.84	-12.34
标普 500	3,009.05	-2.42	-6.86
纳斯达克	9,757.22	-2.59	8.74
伦敦富时 100	6,163.86	0.27	-18.28
日经 225	22,512.08	1.13	-4.84
香港恒生	24,549.99	-0.93	-12.91

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,738.00	33.00
NYMEX 原油	39.2	0.37
COMEX 黄金	1774	2.10
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	542.4	0.40
DCE 焦炭	1955.5	7.00
SHFE 螺纹钢	3620	10.00
CBOT 黄豆	868.2	-1.80
CBOT 小麦	487.2	2.20
CBOT 玉米	320	-6.40

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	97.499	0.1046
美元/人民币	7.0555	-0.0116
欧元/人民币	7.9832	0.0209
欧元/美元	1.12178	0.00
美元/日元	107.196	0.011
英镑/美元	1.23354	-0.0081
美元/港币	7.7503	0.00

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远？**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251911】

点评： 近期，国务院常务会议再次提及降准，引发市场对新一轮宽松的预期，此后陆家嘴金融会议上，提出下半年整体流动性宽松预计仍将持续，但对疫情要有长期准备，为今后预留一定的政策空间。我们认为下半年货币政策将采取“预期松+实施控”的方式，实体经济仍有一定的加杠杆空间，但对幅度不应有过高期待。

本轮“加杠杆”是“稳杠杆”周期中的阶段性行为：2018 年下半年以来货币政策处于“稳杠杆”的大周期下，今年初以来的宏观杠杆率快速上升是为应对突发疫情冲击而实施的逆周期“应急式”宽松，随着实体经济的恢复，加杠杆速度将逐步减缓。我们预计下半年经济增速将会转正，虽然受北京疫情、地缘政治和其他不确定性因素的冲击，但年内经济复苏的大趋势不会改变，货币政策将逐步重回“稳杠杆”的轨道之中。

从货币政策空间来看，下半年还有两次降准机会：上半年，央行降准共释放流动性 1.75 万亿元，假设 2020 年降准刺激规模与 2008 年相同，下半年还有两次全面降准机会，当然是否会实施仍将是相机抉择。从利率视角来看，2020 年 1-6 月，贷款市场报价利率（LPR）共下调两次，与 2008 年相比，当前利率水平绝对值较低，下半年银行主动调降 LPR 的动力有限。

下半年三大部门加杠杆空间总计约 17 个百分点：我们通过对居民贷存比、贷款、必需品消费、存款与可支配收入之间的比值进行综合测算，居民全年加杠杆的空间是 7.5 个百分点，下半年居民加杠杆的空间约为 3-4 个百分点；今年一季度，非金融企业杠杆率 161.1%，是 1993 年以来的最高值，考虑到随着杠杆率的抬升，企业债务风险也在不断累积，预计下半年企业加杠杆的速率会有所减缓，剩余空间约为 4-5 个百分点；当前政府部门安全边际高，上半年，政府显性杠杆率上升约 4.6 个百分点，下半年显性杠杆率上升空间 4 个百分点，考虑到其他隐性杠杆，保守估计下半年政府部门广义杠杆率约有 8 个点的上升空间。

下半年“加杠杆”的重点关注领域：居民部门关注杠杆由房地产领域转向消费领域过程中带来的可选消费机会；企业部门中，居民服务、农林牧渔等基础民生领域目前杠杆率绝对值偏低，加杠杆空间较大，此外卫生和社会工作也有较大的政策性加杠杆机会，如果疫情年内不再爆发，三季度末文化、体育和娱乐业有可能出现恢复性“加杠杆”；政府部门加杠杆重点聚焦新旧基建、医疗与城乡建设，其中新基建由于需要引入社会资本，可关注中长期的杠杆空间。

风险提示：下半年疫情二次爆发，企业因不确定性加剧缩减产能，地缘政治问题引发的全球动荡可能造成冲击，导致经济复苏不及预期。

行业与公司

- **房地产行业：银证混业契合大趋势，房企业务分拆显估值**

【房地产组 胡华如 S1250517060001 0755-23900571】

点评： 怎么看待 6 月 LPR 依然按兵不动？6 月 22 日发布的 LPR 连续三个月“按兵不动”，1）在同样面对疫情的冲击下，我国央行对货币政策的定力明显要强于美联储；2）货币政策的评估基调，主要是看能否增加实体经济融资支持总量和降低实体经济的融资成本，因此降准降息的节奏与金融体系和实体经济的流动性结构比例密切相关；3）5/6 月央行通过阶段性地稳定以及适度提高货币市场利率，把流动性从金融体系压向实体经济领域，在这样的情况下，贷款市场报价利率也难以走低。但从趋势上看，我们预计下半年 LPR 可能有两次下调空间。从板块受益的角度，LPR 不降低，地产股可能相对收益略好一些。

万科拟 1200 亿投资长沙，聚焦城市更新、轨交和文旅等方向。6 月 23 日长沙市人民政府与万科签订战略合作框架协议，万科拟投资 1200 亿，从城市更新、轨道经济、文旅新城、城乡一体、商业配套、长租公寓、物流产业等多个领域全方位参与长沙城市建设与发展。从单个业务来看，地产开发门槛低，长租公寓、物流地产、城市更新见效也很慢，但整合这些业务能力从空间上锁定一个城市的重大投资机会，则表现出万科作为优质房企的“护城河”优势。从这个角度来看，2014 年以来万科对地产相关产业链的探索在进入收获期，城乡建设与生活服务商的战略在逐步清晰落地。

银证混业经营与创业板注册制或加快房企业务分拆估值。对比发达国家经验，银行和券商混业经营是大趋势，相比国外大型投行，国内券商更多是经纪通道业务主导，从资金和渠道方面依赖银行。从银行角度，增配券商牌照才能根本上解决新经济领域放贷和风险评估不匹配的问题。房地产作为传统行业，在开发业务缩表去杠杆后，有望通过分拆业务、投资入股等方式享受新经济的红利。

投资策略与重点关注个股。继续推荐三条投资主线：1）存在区域主题利好催化的国资背景小市值个股：推荐天健集团、南山控股，关注南国置业、深物业 A、深振业 A 等；2）物管类标的：A 股关注招商积余、新大正，港股推荐保利物业，关注碧桂园服务、新城悦、永升生活、蓝光嘉宝等；3）有格局有优势、具备“核心资产”特征的个股：A 股推荐万科 A、保利地产、招商蛇口、新城控股等，H 股推荐旭辉控股、世茂房地产、宝龙地产、碧桂园、融创中国、龙光地产、佳兆业、禹洲地产等。

风险提示：新冠肺炎疫情二次爆发风险、销售回款风险、复工竣工风险。

- **有色行业：未来五年全球碳酸锂行业需求测算**

【有色金属组 刘岗 S1250517100001 010-58251918】

点评： 预计 2025 年全球碳酸锂需求量约为 86.1 万吨，CAGR 为 20%；动力电池需求的大幅上升仍是全球锂行业下游需求的主要增长动力。我们将锂下游需求分成动力电池、3C 消费电池、储能电池以及传统工业应用四个领域。根据我们的预测，其中，动力电池碳酸锂需求约为 57.8 万吨，CAGR 为 35.44%；3C 消费电池碳酸锂需求约为 6.7

万吨，CAGR 为 4.74%；储能电池碳酸锂需求约为 5.9 万吨，CAGR 约为 35.0%；传统行业碳酸锂需求约为 15.7 万吨，CAGR 达 2.62%。动力电池需求占比大、增速快，仍是全球锂行业下游需求的主要增长动力。

预计 2025 年动力电池碳酸锂需求为 57.8 万吨，CAGR 为 35.44%；EV 电池在需求中占绝对比例。其中，EV 电池碳酸锂需求为 54 万吨，占比达 93.5%。受益于全球新能源汽车产量的提升、单车带电量的增加与电池高镍化发展，预期 EV 电池碳酸锂需求 CAGR 将达 35.12%，助推动力电池需求大幅上升；小动力电池碳酸锂需求为 1.90 万吨，占比较小；电动船舶用电池 1.85 万吨，2023 年后增速将大幅提升，在未来或将是动力电池市场的重要补充。

预计 2025 年消费类电池碳酸锂需求约为 6.7 万吨，CAGR 为 4.74%；传统电子产品增速疲软，5G 手机与新兴电子产品或成新需求增长点。受限于出货量持续低迷，传统电子产品碳酸锂需求增速疲软，预期 2025 年需求为 4.7 万吨，CAGR 为 3.56%，低于总体增速；受益于 5G 手机单机带电量的改善，智能手机电池碳酸锂需求 CAGR 达 8.06%，预期 2025 年增至 1.9 万吨；新兴电子产品（TWS 设备、无人机等）近年来出货量激增，带动碳酸锂需求的大幅上涨，CAGR 达 53.9%。智能手机和新兴电子产品在未来或将成为新需求增长点。

预计 2025 年储能电池碳酸锂需求约为 5.9 万吨，CAGR 为 35%；5G 基站将推动储能市场进入商业化加速期，增速或超预期。由于 5G 基站建设加速提升储能锂电池市场空间、电网侧储能海外市场需求旺盛以及数据中心等领域应用场景逐渐打开，我们预计在 2025 年储能电池碳酸锂需求量约为 5.9 万吨，CAGR 为 35%，增速显著高于总体需求，未来需求增长或超过预期。

预计 2025 年传统工业领域碳酸锂需求约为 15.7 万吨，CAGR 为 2.62%；需求增长平稳，在总需求中占比进一步下降。传统行业碳酸锂需求主要包括陶瓷及玻璃的制造、润滑脂的制造、空调制造、原铝生产、其他需求等。其增速接近全球 GDP 增速，保持在相对平稳的水平。由于其他需求的快速增长，传统工业领域需求在总需求中占比逐渐下降。

相关受益标的。建议关注赣锋锂业（002460）、雅化集团（002497）、威华股份（002240）。

风险提示：海外疫情持续蔓延风险，锂化合物价格大幅波动风险，新能源汽车销量不及预期风险。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-06-24	6,017.08	6,017.08	0.00	5,789.86	292.14	5,658.19	-5,366.05	227.21	28.90
2020-06-23	11,468.91	6,052.04	5,416.86	11,155.91	754.36	712.97	41.39	312.99	35.66
2020-06-22	11,418.87	6,024.38	5,394.49	11,114.52	862.50	755.00	107.50	304.35	34.88
2020-06-19	11,305.09	5,964.68	5,340.42	11,007.02	752.88	753.13	-0.25	298.08	34.87
2020-06-18	11,304.92	5,967.80	5,337.13	11,007.26	740.04	690.40	49.64	297.66	36.25

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 6 月 29 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
四会富仕	300852	1,416	33.06	20200629			
葫芦娃	605199	4,010	5.19	20200629	20200629		
锦盛新材	300849	2,500	13.99	20200629	20200629		
新强联	300850			20200702	20200702		
同庆楼	605108			20200706	20200706		
交大思诺	300851			20200706	20200706		
美瑞新材	300848	1,667	28.18	20200708			
国光连锁	605188	4,958	4.65	20200716	20200716		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 6 月 29 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
600715	文投控股	2020-06-29	20,572.45	16.02%	11.09%	增发 A 股原股东配售上市
300263	隆华科技	2020-06-29	834.60	0.94%	0.91%	股权激励限售流通
002463	沪电股份	2020-06-29	1,744.33	1.03%	1.01%	股权激励限售流通
603938	三孚股份	2020-06-29	9,938.00	195.68%	66.18%	发行前股份限售流通
603043	广州酒家	2020-06-29	27,848.90	221.89%	68.93%	发行前股份限售流通
601878	浙商证券	2020-06-29	212,482.52	175.82%	63.74%	发行前股份限售流通
300667	必创科技	2020-06-29	92.45	0.91%	0.73%	股权激励限售流通
300669	沪宁股份	2020-06-29	7,410.00	206.40%	66.73%	发行前股份限售流通
603488	展鹏科技	2020-06-29	39.52	0.14%	0.14%	股权激励限售流通
600711	盛屯矿业	2020-06-29	17,071.13	9.96%	7.40%	增发 A 股原股东配售上市
300517	海波重科	2020-06-29	128.22	1.23%	1.20%	股权激励限售流通
300229	拓 尔 思	2020-06-29	733.94	1.05%	1.02%	增发 A 股法人配售上市
601698	中国卫通	2020-06-29	763.75	1.91%	0.19%	发行前股份限售流通
300522	世名科技	2020-06-29	43.42	0.24%	0.24%	股权激励限售流通
603131	上海沪工	2020-06-29	368.10	1.26%	1.16%	增发 A 股法人配售上市

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
300750	宁德时代	2020-06-29	2,299.96	1.91%	1.04%	发行前股份限售流通
603639	海 利 尔	2020-06-29	58.79	0.25%	0.25%	股权激励限售流通
002938	鹏鼎控股	2020-06-29	21,201.06	79.06%	9.17%	发行前股份限售流通
300530	达志科技	2020-06-29	27.41	0.17%	0.17%	股权激励限售流通
600475	华光环能	2020-06-29	40,340.36	323.74%	72.11%	增发A股法人配售上市
603637	镇海股份	2020-06-29	30.81	0.18%	0.18%	股权激励限售流通
600603	广汇物流	2020-06-29	52,250.13	72.63%	41.47%	增发A股法人配售上市
600986	科达股份	2020-06-29	59.10	0.04%	0.04%	股权激励限售流通
600959	江苏有线	2020-06-29	7,025.76	1.58%	1.40%	增发A股法人配售上市
300190	维 尔 利	2020-06-29	1,903.82	2.55%	2.43%	增发A股法人配售上市
002631	德尔未来	2020-06-29	416.55	0.64%	0.62%	股权激励限售流通
002885	京 泉 华	2020-06-29	11,230.80	165.91%	62.39%	发行前股份限售流通
002908	德生科技	2020-06-29	29.19	0.22%	0.15%	股权激励限售流通
603867	新化股份	2020-06-29	4,970.36	142.01%	35.50%	发行前股份限售流通
300015	爱尔眼科	2020-06-30	1,791.12	0.45%	0.44%	股权激励限售流通
002886	沃特股份	2020-06-30	6,839.52	137.87%	57.55%	股权激励限售流通
300109	新 开 源	2020-06-30	9,376.44	45.27%	29.02%	增发A股原股东配售上市
002036	联创电子	2020-06-30	233.05	0.25%	0.25%	股权激励限售流通
300164	通源石油	2020-06-30	371.70	0.83%	0.72%	股权激励限售流通
300669	沪宁股份	2020-06-30	7,410.00	206.40%	66.73%	发行前股份限售流通
600490	鹏欣资源	2020-06-30	19,273.37	11.48%	8.70%	增发A股原股东配售上市
000333	美的集团	2020-07-01	370.41	0.05%	0.05%	股权激励限售流通
600475	华光环能	2020-07-01	1,549.31	12.43%	2.77%	增发A股法人配售上市
002293	罗莱生活	2020-07-01	95.60	0.12%	0.12%	股权激励限售流通
300488	恒锋工具	2020-07-01	11,193.02	223.62%	67.56%	发行前股份限售流通
300622	博士眼镜	2020-07-01	100.06	0.59%	0.59%	股权激励限售流通
300578	会畅通讯	2020-07-01	199.28	1.33%	1.14%	股权激励限售流通
600031	三一重工	2020-07-02	444.37	0.05%	0.05%	股权激励限售流通
600603	广汇物流	2020-07-02	91.26	0.13%	0.07%	股权激励限售流通
300112	万讯自控	2020-07-02	27.00	0.10%	0.09%	股权激励限售流通
603187	海容冷链	2020-07-02	67.20	0.57%	0.42%	股权激励限售流通
600711	盛屯矿业	2020-07-02	17,071.13	9.96%	7.40%	增发A股原股东配售上市
002465	海格通信	2020-07-03	6,744.65	3.02%	2.93%	增发A股原股东配售上市
603939	益丰药房	2020-07-03	94.16	0.18%	0.18%	股权激励限售流通
300276	三丰智能	2020-07-03	2,013.86	1.84%	1.41%	股权激励限售流通
603617	君禾股份	2020-07-03	13,634.35	220.83%	68.34%	发行前股份限售流通
002602	世纪华通	2020-07-03	84,722.11	26.66%	13.61%	增发A股法人配售上市

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 6 月 29 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn