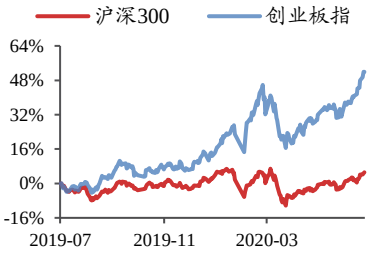
2020 年 06 月 29 日

开源晨会 0629

——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(%)
房地产	1.65
家用电器	1.22
电子	0.99
银行	0.92
电气设备	0.85

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
纺织服装	-1.12
国防军工	-0.96
医药生物	-0.84
钢铁	-0.7
商业贸易	-0.57

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】重视切换，无需“怜悯”——投资策略周报-20200628

风格切换：重视左侧布局时间窗口，破除对资金动量的“崇拜”。

【策略】被逃开的周期——投资策略专题-20200627

发现资产定价中被故意逃开的“周期”。

【固定收益】浅谈那些被推迟的债——固收专题-20200627

节后信用债取消或推迟发行数量上升，要分两个阶段来看：1）第一阶段是情绪所主导:2）5 月以来则可能是性价比在下降。但无论如何，这种一级市场的修复行为不太会影响市场的信用风险。

【固定收益】牛熊之间——2020 年下半年利率债市场策略——固收定期策略-20200626

经济增长的复苏可能会贯穿 2020 年下半年；货币政策最宽松状态可能已经过去，利率债牛市环境也已不在，但历史上牛熊转变不是一蹴而就的。

行业公司

【石油化工】油价回升至 40 美元，关注后期需求改善——行业周报-20200628

【非银金融】分业经营下，银行获券商牌照对行业格局影响有限——行业周报-20200628

【通信】R16 即将发布、用户数再迈新台阶，5G 逐步成熟——行业周报-20200628

【农林牧渔】新冠反复肉制品进口受阻，国内养殖产业链或受益——行业周报-20200627

【商业贸易】资本加码社区团购，阿里菜鸟入局影响行业格局——商贸零售行业周报-20200627

【食品饮料】把握复苏趋势，寻找确定性标的及边际改善机会——行业周报-20200627

【食品饮料】食品饮料行业 2020 年中期投资策略：把握确定性成长标的，寻找边际改善投资机会——行业投资策略-20200627

【煤炭开采】供需稳中向好，能源政策指导未来全局——行业周报-20200627

【化工】万华化学眉山新项目启动，向新材料行业大步迈进——化工行业周报-20200626

【家用电器：小熊电器(002959.SZ)】创意小家电龙头企业，未来成长空间广阔——公司首次覆盖报告-20200628

【农林牧渔：大北农(002385.SZ)】公司再获安全证书，继续扩充转基因技术储备——公司信息更新报告-20200624

研报摘要

总量研究

【策略】重视切换，无需“怜悯”——投资策略周报-20200628

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

风格切换：重视左侧布局时间窗口，破除对资金动量的“崇拜”

我们延续上篇周报的观点，当下正是风格切换布局期。核心逻辑为：考虑到市场正在认知价值的低估，而信用驱动下潜在的盈利信号又大概率会到来，以“赔率”思维布局顺周期价值板块的时机已经来临；而注重“胜率”的右侧投资者可以等待 PPI 和金融数据等信号，但是可能会错失部分丰厚的回报。我们始终相信基本面因素是驱动切换的最重要动力，但我们与市场交流中发现，部分投资者认为目前天量成长型公募产品的发行，会对延续前期风格形成重要支撑。由于这一逻辑过于“简单好用”，我们将于本期周报对这一问题进行专门讨论。

历史复盘：爆款基金发行时间与风格切换重合的背后

以史为鉴，我们发现：历史上大规模的成长型基金或是价值型基金的集中发行都不能支撑市场风格的延续，而是标志着其风格走向极致并开始出现风格切换。

研究背后的原因，我们发现：（1）大规模基金发行后的买入明显下滑；（2）基金发行后面临的赎回压力；（3）市场风格转变后的基金风格漂移。这或许再次说明了，任何资金流入，其实都是资产价格的同步指标，而非领先指标。

更有意思的是：基金在风格切换前期的“风格坚守”也没有有效阻止市场风格切换的发生，而当风格切换后存量基金发生了明显的风格漂移，进一步导致了市场新风格的加速演绎。这背后恰恰是相对收益诉求带来的“合成谬误”：相对收益考核的投资者个体选择了最优的右侧时点进行切换，但作为群体却带来了较高的交易成本，同时加速了风格的演绎。左侧进行切换因此具有价值。

全局看风格切换：市场力量的再平衡。2013 年 8 月至 2015 年 1 月，市场逐步从成长向价值切换，外资与保险资金是这次风格切换背后重要的资金力量； 2016 年 7 月至 2018 年 10 月，市场逐步从成长向价值切换，保险、外资以及基金的行为共同导致了这次切换；2018 年 11 月以来，市场风格逐步从价值转向成长，外资以及基金等市场参与者在保险资金纠结时，成为了风格切换的主导力量。上述历史复盘恰恰证明了，风格切换的决定权掌握在全市场投资者边际行为中，而不由部分投资者决定。我们认为，资金偏好与行为变化莫测，把握影响长期稳态的因素才是投资者应该掌握的，这个因素在我们认为是预期收益率和对应的风险。

动能减弱，布局切换。单纯从当下资金趋势上看，前期的动量不是在加强，恰恰相反，可能是在减弱。我们建议投资者放弃对于资金动量的“崇拜”，回归基本面演绎的规律。我们坚持前期系列报告中对于风格切换演绎的逻辑：重视“脱虚入实”和经济修复两大重要基本面变化，考虑前期因为疫情演绎到极致的成长/价值风格，建议提前布局顺周期的价值板块：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，环比改善目前仍未被定价的：化工、煤炭；第三，低估值且存在修复空间的：房地产、金融；第四，顺周期消费：家电，白酒，汽车。

风险提示：测算误差；疫情出现反复；中美贸易摩擦加剧。

【策略】被逃开的周期——投资策略专题-20200627

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

中美复盘：两个市场均偏好“成长”，回避“周期”

两个市场中，通常被认为是“高成长”和“稳定成长”的行业表现好于大市；强周期性的行业表现均弱于大市，能源、运输、大金融板块等行业最大下跌幅度与各行业横向比较较高，而最大反弹幅度却较低；必需消费、公用事业等防御属性板块疫情以来表现较为稳定，最大跌幅较小、最大反弹幅度在行业中为中游水平。

细看 A 股行业分化，疫情以来“三步走”

年初以来，A 股主要经历了三个阶段：从 TMT→普遍下跌→食品饮料、休闲服务、家电、医药生物，如上文所述，流动性宽松+较低的风险偏好下，“高成长”和“稳定成长”的行业强于大市是中美两个市场同时上演的情景。我们以 2020 年 1 月 23 日为起点，每四周观察一次板块表现，尽管时点不是连续的，但至少能从 6 个截面数据图中发现三个明显特征：（1）资金抱团必选消费，表现为大市值股票的涨幅抬升（大气泡与整体同时向上位移），而规避原材料（大气泡与整体同时向下位移）；（2）行业内涨跌幅分化，TMT+计算机以及可选消费始终是分化最明显的板块，房地产和银行分化程度最小，市场前期的特征是给与成长与确定性不同层次的溢价并出现分化；（3）而对于周期板块，则是无差别定价，甚至是不定价。

重新识别“成长”与“周期”

我们试图以细分行业的近 20 年财务数据为基础，分别求出以下三个统计量：g 的均值、g 的趋势（散点图拟合斜率）、g 的标准差，重新识别“成长”与“稳定”，更新目前市场可能对行业存在的“刻板印象”。

我们能够发现，“低波动”确实是疫情以来市场偏好的一个特征：（1）大多数的低波动行业估值已经达到历史高点，且涨幅超过了疫情前最高点，其中最具代表性的就是食品、酒类、餐饮旅游和医疗保健、生物科技、制药等可选消费；（2）值得注意的是低增长、增速向下、低波动组别中，涨跌幅及估值的分化较大：其中能够归属于消费行业的细分行业，明显优于了具有接近历史财务属性的“周期属性对照组”。

高波动（周期）行业有着较高的成长性要求。在本轮疫情中，对于部分存在周期性的行业，对于成长性的要求就十分严格：如果增速较高且确定性向上，市场仍然愿意给与定价，但一旦被认为长期趋势向下，即使高增长也很难得到认可，除非近期有明显政策预期变化。

经济复苏并未计入低增长板块的资产价格中

市场未来面对的问题是，疫情后的经济修复开始充分计入到有成长性且周期波动较小的行业的资产价格中，部分有周期性但高增长行业也开始被重估。但这种预期修复却未计入增长属性不完美且具备周期性的行业中，这意味着疫情以来的市场进一步让 2019 年底已经趋于极端的成长/价值的风格达到了新的极致。

风险提示：统计误差。

【固定收益】浅谈那些被推迟的债——固收专题-20200627

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

节后信用债取消或推迟发行数量上升，要分两个阶段来看：

1）3-4 月的抢筹行情的同时却有大量债券取消或推迟发行；

2）5-6 月一级市场发行降温后，取消或推迟发行的债券数量依然不减。

第一阶段是情绪所主导：

3-4 月这一阶段主导推迟的是情绪主导的不确定性。疫情爆发后，明显宽松的货币及信用政策引起了 3-4 月的一轮一级市场的抢筹行情。虽然该期间发行火热，但海内外疫情仍存在较大的不确定性，情绪上的不确定性带来的是市场震荡，同时也使得发行人信心下降最终决定推迟发行。

当然，目前这种情绪波动对一级市场影响最高的时候已经过去，部分发行人依然会择日发行。从发行人决定取

消或推迟发行后的 30 天内又重新发行的债券数量来看，3 月的情绪波动是最高的，有 32 只债券选择取消或者推迟发行后在 30 天内又重新发行。

5 月以来则可能是性价比在下降:

5 月以来则更多推迟取消发行的原因可能是因为发行性价比。进入 5 月，抢筹情绪已经降温，无论是一级发行量还是二级交易量都在下降，一方面是疫情不确定性在缓和，各行业已经陆续复工，发行人需要为应对疫情而补流的资金也逐步到位，资金的需求量在下降；另一方面市场流动性充足，债市收益率上行，可能导致性价比降低。

但无论如何，这种一级市场的修复行为不太会影响市场的信用风险:

融资需求在资产端分为资本开支需求及修复资产负债表的需求，前者的利率弹性很大，但后者几乎不存在利率弹性;

可以先后被情绪及预期波动以及利率抬升所影响的融资需求，更多是企业的资本开支需求，譬如：5 月后选择取消推迟发行的为高资质主体（AAA）;

企业的修复资产负债表的融资需求在此间应该所受影响不大，毕竟目前的绝对资金成本还在低位;

资本开支的收缩大体上不影响企业的偿债风险，企业一般会在一个静态环境之中达成自身最大化的收益风险比，既然企业会主动收缩可得收益，自然不会扩大自身的风险。

风险提示：经济复苏进度慢于预期；债市波动高于预期。

【固定收益】牛熊之间——2020 年下半年利率债市场策略——固收定期策略-20200626

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

经济增长的复苏可能会贯穿 2020 年下半年:

1）金融周期是经济增长的内生力量，这个力量是持续向上的；2）疫情是经济增长的外生力量，其对经济增长的影响可能会大体下降。

全球的疫情尽管在恶化，但出口的韧性还是存在的：1）海外可选需求降低的同时，必需品的需求也会因海外生产下降而增加，事后来看，这两个力量是基本平衡的；2）全球疫情正在向人均 GDP 更低的区域扩散，这个事实会导致出口反而会受到更强的刚需拉动力;

PPI 可能会出现相对明显的上升，进而成为了经济名义增长率及企业业绩向上重估的加强项：1）无论是大宗商品的实体属性(企业实际库存)还是金融属性(M0)，都指向 PPI 上升；2）当前 PPI 仍然趋弱的原因是海外需求的下跌阶段性压倒了国内环境对大宗商品的定价逻辑，但目前海外需求也在逐步向常态回归。

货币政策最宽松状态可能已经过去，利率债牛市环境也已不在。

但历史上牛熊转变不是一蹴而就的，收益率往往在出现反复震荡后，市场才会转势：1）历史上收益率底部往往是双底的，原因在于经济增长预期的习惯性反复以及广义基金规模的惯性扩张；2）本轮可能也不例外，收益率后续还会有个二次探底的过程;

收益率二次探底的条件已经在陆续达成：1）经济增长已经开始明显变平，经济增长剩余的修复空间可能仅仅 2%左右，经济预期的波动会更加频繁；2）经济复苏斜率下降及疫情所带来的不稳定性也在同时拉低货币政策收紧的斜率；3）广义基金的规模在三季度可能还会出现额外的扩张；4）收益率二次探底可能会在 7、8 月份，7、8 月的经济预期和资金利率通常会习惯性走低，本就是收益率下行阻力较低的季节。

在四季度前，控风险政策对市场的影响也暂可忽略不计

1）我们可能高估了资金脱实就虚的力度，实体与金融周期之间的分裂更多是因疫情降低了实体层面的资金流转速度所导致的，而非资金脱实就虚的问题；2）结构性存款的套利是偏良性的，这种套利不会进一步倒逼货币政策收紧；3）从收益率曲线形态看，这一轮即使在中间环节的套利资金，其最终环节也没有体现出无限度的“空转”。

利率债投资可以在 7、8 月维持长久期、中杠杆，而 8 月后利率债配置则需要快速回归防御状态

1）10Y 国债收益率的阶段性底部在 7、8 月可能会落到 2.7%附近；2）下半年 10 年国债收益率的总体运行区间为 2.7%-3%；3）收益率的此番下降仅属利率债的阶段性反弹，短时在加仓时应优选流动性高的期限及品种；4）收益率二次探底可能是个曲线牛平的过程，在此间拉长久期可以获取更大的收益弹性，甚至可以适度参与超长期利率品种。

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

【石油化工】油价回升至 40 美元，关注后期需求改善——行业周报-20200628

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价回升至 40 美元，关注后期需求改善

6 月 26 日当周原油价格震荡，经历了先涨后跌的过程，Brent 油价为 40.7 美元/桶，较 6 月 19 日下跌 2.98%。从供给端来看，OPEC+会议决策维持减产至 7 月末，减产力度较强，参与各方减产目标一致利好油价发展。6 月 26 日当周美国原油产量增加 50 万桶/天至 1100 万桶/天，较 2019 年同期减少 15%，钻井数量再减 1 台至 265 台，较 2019 年同期减少 66%。从需求端来看，6 月 26 日当周美国炼厂开工率再上升 0.8%至 75%，油品需求总量增加 106 万桶/天至 1835 万桶/天。相较 2020 年年初，开工率仍有 18.4%的差距、油品需求总量仍有 102 万桶/天的差距，期待需求端加速扩张。炼化产业链方面：随着民营炼化装置开工率提升，下游终端需求逐步恢复。受益于 PX 下游市场需求回暖，6 月 26 日当周 PX-石脑油价差逐步好转，周涨幅 0.53%，利润有一定释放；6 月 26 日当周 PTA 装置受原料议价能力提升，下游价格稳固，PTA-PX 价差 6 月 26 日当周缩窄 11.4%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差 6 月 26 日当周缩窄 4.55%，较上月同期仍有 5%的涨幅。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、产业链不断延伸，中长期持续受益，受益标的：荣盛石化、桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹。2）轻烃行业龙头，布局连云港 125 万吨乙烯项目打开成长空间，受益标的：卫星石化。3）如未来油价存在反弹机会，受益标的：海洋油服中受冲击较小的中海油服和海油工程。

原油产量&钻井数量持续下降，原油库存上升 144 万桶。供给端持续收缩

供给端持续收缩：EIA 发布 6 月 19 日当周数据，美国原油产量为 1100 万桶/天，周环比增加 50 万桶/天，年同比下降 110 万桶/天；Baker Hughes 发布 6 月 26 日当周数据，活跃钻井数量为 265 台，周环比减少 1 台，年同比减少 702 台。油品库存上升：6 月 26 日当周美国商业原油库存 5.41 亿桶，周环比增加 144 万桶，较 2019 年同期高 13%；美国汽油库存总量为 2.55 亿桶，周环比减少 167 万桶，较 2019 年同期增加 9%；馏分油库存为 1.75 亿桶，周环比增加 25 万桶，较 2019 年同期增加 28%。美国油品库存 6 月 26 日当周仍维持较高水平，期待明显的去库存趋势出现。

炼厂开工率&油品总消费上升，油品净进口量出现下滑。需求端持续扩张

需求端持续扩张：6 月 19 日当周，美国炼厂开工率为 75%，周环比增长 0.8%、月环比增长 3.3%、年同比减少 19.6%；油品消费总量为 1835 万桶/天，周环比增加 106 万桶/天，年同比减少 253 万桶/天，其中汽油消费量为 861 万桶/天，周环比增加 74 万桶/天，年同比减少 86 万桶/天。油品净进口量出现下滑：6 月 26 日当周美国油品净进口量为 95 万桶/天，周环比减少了 53 万桶/天。虽出现下滑，但仍为净进口格局。美国自 5 月以来重新回到了油品的净进口国，虽然页岩油产量反应灵活，但低油价环境下难以出现大规模的资本开支好转，且美国目前钻井数量较年初已下降 66%，即使油价上涨，短期内产量也难以大幅回升。因此，未来一段时间美国或将维持油品的净进口，或

加大对于 OPEC+的原油依赖。

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。

【非银金融】分业经营下，银行获券商牌照对行业格局影响有限——行业周报-20200628

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：政策利好叠加风险偏好改善，继续看好券商板块机会

（1）分业经营模式下，银行获得券商牌照对行业竞争格局影响有限，引入银行资本利于增量资金和增量资产入市，长期看头部券商和差异化优势明显的特色券商有望在竞争中胜出。（2）6 月以来市场交易额和两融余额持续扩张，券商中报业绩增速改善可期；创业板注册制推进、经济复苏延续有望助推权益市场风险偏好持续改善，政策利好和风险偏好提升驱动下，券商板块有望迎来戴维斯双击。（3）目前保险股估值处于历史低位，资产端改善有利于保险股估值修复。

券商：分业经营下，银行获券商牌照对行业竞争格局影响有限

6 月 27 日财联社讯，财新周刊援引权威人士消息称，证监会或将从几大商业银行中选取至少两家试点设立券商。（1）我们认为，若银行获得券商牌照，现阶段通过独立子公司在分业经营、分业监管的模式下经营证券业务概率较大，从银行业进入信托、基金行业经验以及银行系券商发展案例来看，银行系公司依靠母行渠道和客户资源具有一定相对优势，但并未显著影响行业格局。银行资本进入将加大证券行业竞争，而分业经营（网点、账户和业务隔离）下，对行业格局影响有限。（2）资本市场扩容机遇期和外资券商进入的背景下，向银行有序放开券商牌照利于证券公司扩大资本、提升直接融资服务能力，增量资金和增量资产入市仍是主旋律，利于资本市场活跃度提升和券商盈利增长。综合优势突出的头部券商和差异化优势鲜明的特色券商有望在长期竞争中胜出。（3）资本市场政策利好叠加权益市场风险偏好提升驱动下，券商板块盈利和估值均有望回升，板块有望迎来戴维斯双击，维持行业“看好”评级。受益标的为国金证券（600109）、东方财富（300059）、华泰证券（601688）和中信证券（600030）。

保险：负债端弱复苏延续，关注资产端改善带来的估值修复

（1）5 月上市险企寿险单月保费合计同比+11.5%(4 月+12.8%)，负债端整体保持弱复苏趋势，5 月上市险企财险单月保费合计同比+10.5%（4 月+12.6%）。（2）随着经济持续复苏，长端无风险收益率上行，权益市场有望改善，保险公司资产端收益率有望持续修复。资产端改善有利于保险股估值修复，维持行业“看好”评级。受益标的中国平安（601318）、中国人寿（601628）。

受益标的组合：

券商：国金证券，东方财富，华泰证券，中信证券；

保险：中国平安，中国人寿。

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。

【通信】R16 即将发布、用户数再迈新台阶，5G 逐步成熟——行业周报-20200628

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

6 月 24 日当周通信指数有所回调，5G 标准持续演进，运营商运营数据超预期，维持通信行业“看好”评级

6 月 24 日当周上证综指上涨 0.40%，深证成指上涨 1.25%，创业板指上涨 2.72%。6 月 24 日当周一级行业指数中通信板块稍有下跌，跌幅为 1.46%。6 月 24 日当周通信行业重要事件较多，中国电信 ROADM 网络扩容集采：华为、中兴通讯、烽火通信中标；中国电信启动大规模 5G 定制终端集采项目；华为斥资 35 亿在英国建立芯片研发基地；5G 标准持续演进，R16 引入新概念；运营商 5 月运营数据公布，5G 套餐用户预估破亿；北斗三号全球系统“收官之星”成功发射；中国联通携手华为助力霍煤庞庞塔 5G 智慧矿井转型成功；苹果告别 Intel 宣布新版 MAC

电脑将使用自研芯片；诺基亚率先推出 Open RAN 5G 产品，2021 年可全面发布。

通信行业作为中国 5G 名片有望在去 A 化、国产替代的大背景下，迎来发展新机遇，我们对通信行业维持“看好”评级。

5G 标准 R16 即将发布，产业成熟又大迈一步

回顾一下 5G 标准发展历程，从 2016 年 Q4 最早的 5G Rel-15 开始研究，历时 4 年，到现在 6 月底 R16 版本即将全面发布和冻结，运营商加快 SA 核心网、无线网、终端、芯片端到端产业成熟，力争 9 月底实现 SA 网络商用，并提前开展 R17 标准布局，推动 5G 网络拓展应用场景、并向智能化方向演进。

5G 套餐用户数或破亿，拥抱 5G 产业链新空间

在 2020 年中美摩擦不断以及前期新冠疫情的影响下，运营商的业务收入仍然保持一定幅度增长，中国移动和中国电信 5G 套餐客户数累计突破 8000 万，三大运营商累计或已突破 1 亿（中国联通还未公布数据）。运营商 5G 用户的增长，得益于终端、基站建设、产业链的不断成熟。随着 5G 网络覆盖范围的扩大、5G 手机价格下探及门槛更低的入门套餐推出，5G 套餐用户数或有更大上升空间，5G 下游创新应用有望加速落地。

投资建议：IDC、光模块、物联网持续高景气，核心资产龙头价值凸显

5G 的大规模建设刚刚铺开，随着 5G 业绩的兑现，5G 产业链相关公司业绩 Q2 有望环比改善，其中 5G 主设备上游光模块子行业在手订单饱满有望持续保持高景气度；3/4G 时代传输网主要以 PTN 形式承载，5/6G 时代有望以 SPN 为主导，光模块作为传输网及其与主设备端的连接转换器件成为一个重要关口，一代传输产品管后续 2 代的通信技术需求，光模块正处在全面升级革新之中。另外 IDC 强确定性；物联网大势所趋市场空间大仍然需要重点关注。推荐标的包括中兴通讯（000063.SZ）、光环新网（300383.SZ）、新易盛（300502.SZ）、光迅科技（002281.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（000977.SZ）、广和通（300638.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。

【农林牧渔】新冠反复肉制品进口受阻，国内养殖产业链或受益——行业周报-20200627

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观点：新冠反复肉制品进口受阻，国内养殖产业链或受益

6 月以来国内外新冠疫情呈现反复发生趋势。国外方面，多国新增确诊人数不断创新高，疫情未完全控制的情况下复工复产已经开始，海外肉制品加工产业链不断出现员工感染导致关闭事件。国内方面，北京出现多例新冠确诊病例，且均于新发地批发市场有关，检测结果显示病毒源头可能来自进口肉类食品。海关总署开始对进口肉类进行新冠病毒检测，同时 6 月中旬开始陆续禁止德国猪肉、美国禽肉等产品输华。6 月 26 日当周巴西、英国等企业因员工感染新冠病毒，自主暂停对中国肉制品出口。整体来看，新冠疫情反复的背景下，国内畜禽养殖产业链有望持续受益。养殖方面，欧洲及美国是国内主要的猪肉进口国，南美是国内主要禽肉进口地区，此次疫情反复使得美国、德国、巴西等重要肉制品进口区域的肉类进口受阻，若疫情发散程度加深，进口肉类或持续受阻。国内供给端受非洲猪瘟影响，产能恢复缓慢，农业农村部数据显示 2020 年 5 月能繁母猪存栏量环比增长 3.9%，但同比仍为负数。下半年随着肉类需求逐步恢复，进口受阻或将加剧国内肉类供给缺口，三季度生猪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。饲料方面，2020 年 7 月 1 日起饲料禁抗全面实施，建议关注龙头饲料企业海大集团，同时利好酶制剂企业，受益标的蔚蓝生物、溢多利。动保方面，2020 年 1 季度开始动保行业经营拐点出现，后期随着生猪产能不断恢复，动保企业业绩有望持续回升，建议关注研发能力打造上具有先发优势的生物股份和普莱柯。

2020.06.22-2020.06.26 当周重点新闻：统计局：6 月中旬生猪价格环比上涨 6%

【统计局：6 月中旬生猪价格环比上涨 6%】

2020.06.22-2020.06.24 市场表现：农业跑输大盘 0.67 个百分点

2020.06.22-2020.06.24 上证 A 指上涨 0.40%，农业指数下跌 0.27%，跑输大盘 0.67 个百分点。子板块看，2020.06.22-2020.06.24 饲料板块涨幅第一，涨幅为 4.01%，农产品加工及林业板块跌幅较大。

2020.06.22-2020.06.26 价格跟踪：生猪价格上涨

生猪养殖：据 Wind 数据，2020.06.22-2020.06.26 当周生猪均价 34.53/元/公斤，环比上涨 2.28%；仔猪均价 110.51 元/公斤，环比下跌 0.16%。白羽肉鸡：据博亚和讯数据，6 月 24 日主产区毛鸡均价 7.90 元/公斤，环比下跌 0.38%，鸡苗均价 2.35 元/羽，环比下跌 6%。

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。

【商业贸易】资本加码社区团购，阿里菜鸟入局影响行业格局——商贸零售行业周报-20200627

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

周核心观点：资本加码社区团购，阿里菜鸟入局或将改变行业格局

近期，多家社区团购平台纷纷获得新一轮融资：兴盛优选即将完成新一轮 3 亿美元融资，同程生活获 2 亿美元 C 轮融资，十荟团完成 C1 轮融资。在 6 月 23 日举行的 2020 全球智慧物流峰会上，阿里菜鸟总裁万霖宣布菜鸟驿站将打造数字社区生活中心，推出团购、洗衣、回收等一站式服务。与各种电商模式重点追求速度不同，社区团购通过“高质+低价”模式，深受 2-4 线中青年女性群体欢迎。根据我们测算，社区团购市场规模已达千亿级别。社区团购的产业链通常包括供应商、平台、团长和消费者四个环节。由于主要依托社区住户，社区团购的获客成本较一般电商要低，低进入门槛下，团长群体流动性大和供应链链条较长，是制约社区团购企业发展的瓶颈。本次阿里菜鸟依托终端物流优势加码入局社区团购，存在几方面竞争优势：1）菜鸟驿站通常依托社区建立网点，用户与社区团购消费群体重叠，借此入局能大幅降低获客成本；2）菜鸟社区团购全部货品来自大润发，借助大润发线下网点和供应链体系，能够提供标准化的团购商品；3）菜鸟社区团购全程由站长提供服务，有效解决团长的流动性问题，菜鸟对于站长系统的管理和培训，能够提供专业的服务水平。从长远角度来看，菜鸟驿站定位是下一代城市社区基础设施，未来给驿站加入更多功能，深度绑定社区群体，提供一站式服务。随着菜鸟驿站业务进一步扩张，或将改变社区团购行业格局。

行业关键词：餐饮连锁、淘宝直播、微信小商店、辛选珠宝节、社区生鲜等

【餐饮连锁】快餐品牌乡村基获红杉中国数十亿元投资。

【淘宝直播】淘宝发布《天猫 618 淘宝直播创新报告》。

【微信小商店】微信内测“微信小商店”功能。

【辛选珠宝节】周大生联手快手“辛选珠宝节”专场直播 GMV 达 4.1 亿元。

【社区生鲜】京东社区生鲜又添新业态“京选好果”。

板块行情回顾

截至 2020.06.24 日收盘，零售板块（商业贸易指数）报收 3698.04 点，下跌 1.87%，跑输上证综指（2020.06.22-2020.06.24 上涨 0.40%）2.27 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 25 位。各细分板块中，专业连锁、超市等板块 2020.06.22-2020.06.24 表现靠前，年初至今仍属超市板块表现最好。个股方面，2020.06.22-2020.06.24 南

极电商（+6.9%）、家家悦（+6.6%）、王府井（+6.0%）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。

【食品饮料】把握复苏趋势，寻找确定性标的及边际改善机会——行业周报-20200627

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：二季度消费复苏，从确定性与边际改善两维度寻股

2020Q1 经济总量下滑，社零数据 2 月触底后开始复苏反弹。食品制造企业 2020 年 1-2 月营收增速探底，2020 年 3-5 月增速降幅均有明显收窄。疫情导致消费场景缺失，节后礼品需求占比自然回落，加之餐饮逐渐复苏，食品饮料行业呈现明显的回暖趋势。如白酒二季度动销逐渐回复，牛奶 2020 年 4 月份以来增长较快；调味品餐饮端已有部分动销，商超渠道依然供需两旺；疫情利好需求的榨菜，估计二季度也会开启补库存周期，推动报表业绩加速增长。估计白酒企业二季度回款可能出现分化，多数大众品公司二季度业绩增速上行。

往 2020H2 展望，大背景环境是经济活动仍受疫情影响，随着疫情得到有效控制，对消费需求的负面影响应是逐渐递减。从基本面来看，多数子行业处于复苏改善过程。我们选取 2020 年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性或业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，基本面可能出现边际改善的公司。综合分析产业变化趋势及投资主线，我们首推白酒中的贵州茅台、五粮液、山西汾酒；大众品中伊利股份、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜等，建议关注洋河股份深度调整后的基本面改善机会。

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：食品饮料跑赢大盘

6 月 22 日-6 月 24 日，食品饮料指数涨幅为 1.5%，一级子行业排名第 5，高于沪深 300 约 0.5pct，子行业中啤酒（4.4%）、黄酒（2.8%）及调味发酵品（2.6%）涨幅领先。受益于嘉士伯资产注入重庆啤酒资源整合落地，啤酒板块表现突出。个股方面，西麦食品、舍得酒业、酒鬼酒等涨幅领先；西王食品、三只松鼠、洽洽食品等跌幅居前。

重点新闻：百威（温州）啤酒有限公司将于 2020 年 10 月正式投产

百威（温州）啤酒有限公司将于 2020 年 10 月正式投产，作为百威集团辐射浙南闽北的重要战略支点进行运营，建成后将成为国内首家以“绿色智能”为主题的新型啤酒工厂，力争 3 年内成为百威集团全球生产效率最高的啤酒工厂（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

【食品饮料】食品饮料行业 2020 年中期投资策略：把握确定性成长标的，寻找边际改善投资机会——行业投资策略-20200627

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

市场表现：食品饮料实现戴维斯双击，2020H1 板块跑赢大盘

2020 年 1-6 月食品饮料板块上涨 25.5%，跑赢沪深 300 约 26.6pct，在一级子行业中排名第二，其中肉制品（+45.5%）、调味品（+42.6%）、食品综合（+40.3%）超额收益明显。涨幅分解来看，食品饮料实现戴维斯双击，2020 年 1-6 月 PE 较 2019 年底提升 8%，预计 2020 年净利增长 15%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨约 26%。2020 年 5-6 月食品饮料板块涨幅明显，应是与疫情得到控制、消费复苏回暖直接相关。个股方面：2020 年最大变化在于疫情影响，消费者集中在家庭消费，具有居家囤货需求的必选消费以及具备“宅文化”属性的休闲食品个股涨幅居前。从基金重仓持股来看，2020Q1 食品饮料配置比例由 2019Q4 的 7.6%回落至 6.9%水平，预计 2020Q2 基金持仓食品饮料比例大概率回升。

白酒：边际趋势向好，动销逐渐恢复良性，回款仍有分化

白酒仍处两极格局。一方面以贵州茅台为主的高端白酒需求相对稳定，受疫情影响较小，部分终端仍有囤货需求。另一方面大众餐饮回暖带动中低端白酒较快复苏，玻汾等光瓶酒表现相对较好，100-300 元价位带市场开始活跃，边际改善趋势向上。从回款角度，目前多数白酒企业正在消化春节库存，酒厂也出台多项措施来减轻经销商压力。除贵州茅台、五粮液等公司外，估计多数酒企二季度回款可能仍低于 2019 年同期水平，品牌力好、渠道力强、有团购资源的酒企可能率先受益。

大众品：疫情影响逐渐减弱，二季度业绩增速大概率上行

2020Q1 经济总量下滑，社零数据 2 月触底后开始复苏反弹。食品制造企业 2020 年 1-2 月营收增速探底，3-5 月增速降幅均有明显收窄。疫情导致消费场景缺失，节后礼品需求占比自然回落，加之餐饮逐渐复苏，大众品呈现明显的回暖趋势。如牛奶 2020 年 4 月份以来增长较快；调味品餐饮端已有部分动销，商超渠道依然供需两旺；疫情利好需求的榨菜，估计二季度也会开启补库存周期，推动报表业绩加速增长。估计多数大众品公司二季度业绩增速上行。

2020 年下半年投资主线：把握确定性强的细分龙头，寻找底部拐点性机会

往 2020H2 展望，大背景环境是经济活动仍受疫情影响，随着疫情得到有效控制，对消费需求的负面影响应是逐渐递减。从基本面来看，多数子行业处于复苏改善过程。我们选取 2020 年下半年食品饮料交易策略两条主线：一是选择高成长性或业绩确定性强的公司；二是寻找低估值股票，基本面可能出现边际改善的公司。综合分析产业变化趋势及投资主线，我们首推白酒中的贵州茅台、五粮液、山西汾酒；大众品中伊利股份、海天味业、中炬高新、涪陵榨菜等，建议关注洋河股份深度调整后的基本面改善机会。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

【煤炭开采】供需稳中向好，能源政策指导未来全局——行业周报-20200627

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

供需稳中向好，能源政策指导未来全局

2020.06.22-2020.06.24 当周动力煤价格持续在绿色区间高位保持平稳，秦港现货平仓价稳定为 565 元/吨。2020.06.22-2020.06.24 当周煤价平稳运行源自于供需两侧基本面的稳定：需求方面，六大电厂日耗在相对高位保持稳定；供给方面，一方面陕蒙两大主产地分别受煤矿安全检查、煤管票限制影响，均出现停减产，产地供应受限，另一方面进口煤限制力度进一步加强，通关政策持续收紧，总体供给趋于与需求匹配。后期判断，需求方面，短期

内，全国多地强降雨趋势减弱，气温将会上升，用电需求或有所增长，中长期来看，经济持续恢复、下游行业正常生产将支撑用煤需求基本面，“迎峰度夏”旺季来临带动补库需求增长；供给方面，主产地的部分政策性限产以及进口煤限制存在持续性，均不支持过度宽松的煤炭供给，同时由于“合理生产&稳定煤价”是 2020 年各大煤企生产的主基调，供给端或将以匹配需求为主。综合来看，短期内煤价不存下行压力，或稳中有涨，中长期内的供需平衡也将使煤价在合理区间内平稳运行。宏观方面，国务院发布《关于支持出口产品转内销的实施意见》，稳住外贸外资基本盘；国家能源局发布《2020 年能源工作指导意见》，提出 2020 年能源工作五方面预期目标，为能源行业的供需格局提供了政策指导。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；同时合理稳定的煤价有助于维持煤企业绩稳定，支撑 2019 年报公布以来的高分红预期，当前煤炭股估值相对盈利能力大幅折价，高分红煤炭股由于其高股息率类债券属性凸显，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：2020.06.22-2020.06.24 当周供需持续稳定，动力煤价绿区高位平稳运行

2020.06.22-2020.06.24 当周港口动力煤价稳定在 565 元/吨。供需两端基本面均未有大幅变动：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，2020.06.22-2020.06.24 当周电厂库存小幅上涨，秦港库存大涨造成积压，或源于电厂短期观望情绪，不改“迎峰度夏”旺季补库预期。

煤焦钢产业链：2020.06.22-2020.06.24 当周双焦皆稳，焦煤或将企稳补涨

焦炭方面，经历五轮提涨后，焦炭价格已累计上涨 250 元/吨，由于钢价小跌，钢厂利润空间受压缩，焦炭价格提涨存在压力，供给端受山东“以煤定焦”限产影响将持续偏紧，支撑焦炭价格的稳定。炼焦煤方面，焦、钢厂开工率维持相对高位，对焦煤采购力度有所加大，其中焦企在数轮提涨后利润改善，对焦煤压价意愿较弱，同时煤矿库存持续下降，焦煤价格或将迎来补涨。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配引起的风险，可再生能源加速替代风险

【化工】万华化学眉山新项目启动，向新材料行业大步迈进——化工行业周报-20200626

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

万华化学眉山新新项目启动，向新材料行业大步迈进

6 月 22 日，四川省眉山市人民政府网站分别发布了万华化学年产 1 万吨锂电池三元材料项目环境影响评价信息公示和年产 6 万吨生物降解聚酯项目环境影响评价信息公示。其中，年产 1 万吨锂电池三元材料项目计划投资 11.6 亿元，公司计划建设锂电池三元正极材料 10000 吨/年、公用工程设施及辅助设施和副产无水硫酸钠 7700 吨/年；年产 6 万吨生物降解聚酯项目计划投资 3.6 亿元，公司计划建设生物降解聚酯片 60000 吨/年、公共工程设施及辅助设施和副产四氢呋喃 6600 吨/年。据眉山市政府披露的 2020 年省重点项目名单和市重点项目名单，眉山基地二期项目计划总投资 400 亿元，规划建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链 11 个项目。本次锂电池三元材料项目和生物降解聚酯项目进入环评公示阶段标志着万华化学眉山基地二期项目正式启动，公司沿新材料方向拓展的战略逐步落地，我们认为，万华化学向新材料行业大步迈进，对于拓展公司长期成长空间具有重要的意义。

终端需求将迎来边际改善，建议关注供需格局向好的化工子行业

伴随我国复工复产有效推动，促消费扩内需政策持续加码，我国已出现多项经济复苏的信号，价值回归的时点已经来临。化工行业属于当前估值仍较低、环比改善仍未被充分定价、未来盈利复苏斜率仍有望超预期的制造业之一，目前体现出“低业绩+低价格+低估值”的特征。在当前时点上，我们建议继续关注处于周期底部、估值较低、现金流量健康、盈利复苏时期更早的化工子行业龙头：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。

受益标的：【MDI 行业】：万华化学；【煤化工行业】：华鲁恒升、鲁西化工；【氟化工行业】：金石资源、巨化股份；【汽车产业链】彤程新材、阳谷华泰；【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、恒力石化等；【新材料】彤程新材、昊华科技、万润股份、阿科力、利安隆等。

2020.06.22-2020.06.24 当周行业要闻

【新材料行业】6 月面板价格上涨，关注显示材料产业链回暖。Witsview 发布 6 月下旬面板价格，32、55 寸电视面板分别上涨 1 美金和 2 美金，笔记本电脑面板全面上调 0.1 美金。我们认为面板景气回暖将带动上游显示材料需求增长。

【农化行业】先正达集团中国正式成立，将成国内最大农化品供应商。我们认为先正达集团将成为推动中国农业科技进步和现代化转型升级的重要力量。

【轮胎行业】美国对进口自韩国、泰国、越南和中国台湾地区的 P/LT 轮胎正式发起“双反”立案调查。据中国贸易救济信息网报道，美国国际贸易委员会（ITC）预计最晚于 2020 年 7 月 17 日对本案作出反倾销和反补贴产业损害初裁。

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。

【家用电器：小熊电器(002959.SZ)】创意小家电龙头企业，未来成长空间广阔——公司首次覆盖报告-20200628

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

创意小家电龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

小熊电器是国内创意小家电龙头企业，搭乘电商红利，以差异化切入小家电赛道，并通过娱乐化营销手段吸引更多年轻消费者。看好公司扩品类、全渠道覆盖、产能扩张带来的成长空间。预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.65/4.54/5.71 亿元，对应 EPS 为 2.34/2.91/3.66 元，当前股价对应 PE 为 53/42/34 倍,考虑公司业绩增速高于同行业可比公司，给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

渠道、产品、营销全方位发力，实现业绩快速增长

渠道端：以线上为主，积极把握传统电商红利。首创“经销商授权”模式规范电商渠道，并借助信息化管理系统打造“经销商代发货”模式，使经销商数量在“有序”中快速扩张。多年来积累了大量消费者数据，为后续“以消费者为导向进行新品研发”打下基础。此外公司主动协调各经销商主推商品，提升整体运营效率。由于公司较早开展在传统电商领域拓展，其站内流量优势明显。

产品端：通过差异化品类切入小家电赛道，并逐步形成以“非刚需”类小家电为主，充分满足用户细分需求，同时产品符合高颜值、高性价比、多 SKU 的特性。从收入结构来看，各品类收入相对均衡，在一定程度上提升了公司业绩的稳定性。营销端：早期主要通过电商平台广告投放，近年来通过创意植入影视剧、综艺节目、明星代言等手段进行品牌营销，以娱乐化营销的方式大幅提升在年轻群体中的知名度，在渠道多元化的时代也积极利用各类新媒体渠道进行营销。

扩品类、扩渠道、扩产能，未来空间广阔

1）扩品类至母婴及个人护理小家电，当前母婴小家电为重点拓展领域，未来有望向全品类拓展。2）扩渠道：未来公司将充分利用经销商、海外客户资源，实现全渠道运营，加速线上线下融合，新兴线上渠道及线下渠道迎来增长。3）扩产能：公司目前已接近“满产满销”，根据 IPO 募资项目规划，生产建设项目占比 93.59%。未来随着新建产能落地，公司有望创造更高经济效益。

风险提示：原材料价格波动风险，产能扩张不及预期

【农林牧渔：大北农(002385.SZ)】公司再获安全证书，继续扩充转基因技术储备——公司信息更新报告-20200624

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

新增 2 项转基因成果转化，公司转基因技术储备充足

6 月 23 日公司发布公告称，公司控股子公司北京大北农生物技术有限公司 DBN-09004-6 大豆获农业转基因生物安全证书（进口）；DBN9858 玉米获农业转基因生物安全证书公示（公示期 15 个工作日）。此前公司玉米品种 DBN9936 已获国内首批农业转基因生物安全证书，公司目前拥有 3 项转基因研发转换产品。公司坚持转基因研发投入，专注于大豆及玉米转基因产品研发，产品转化成果逐步显现。随着国内转基因政策逐步明朗，国内种业将迎来换种革命，拥有转基因技术储备和研发能力的公司率先受益。暂不考虑转基因产品利润，维持原有盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.03/28.81/24.18 亿元，EPS 分别为 0.64/0.69/0.58 元，当前股价对应 PE 分别为 14.0/13.2/15.7 倍，维持“买入”评级。

大豆品种获进口批准，海外商业化种植打开成长空间

公司此次获批的大豆品种可以在阿根廷进行商业化种植并作为生产原料出口至国内。2020 年中美贸易摩擦持续，国内来自巴西、阿根廷等南美地区的大豆进口量增长，其中 2019 年自阿根廷的进口量为 880.26 万吨，次于巴西和美国排名第三。公司以阿根廷作为转基因大豆种植区域并出口国内，发展空间进一步打开。

玉米产品抗性突出，新产品性状优化升级

公司此次获批的 DBN9858 玉米品种能耐受标签推荐中剂量 4 倍的草甘膦和 2 倍的草铵膦，为前期获批玉米性状产品 DBN9936 及后续升级产品的配套庇护所。未来随着玉米转基因技术的应用，种植综合收益有望增加，同时在草地贪夜蛾定殖繁衍的趋势下，可以有效保障种植产业链稳定。公司凭借性状优良的玉米产品，或将成为行业领头羊。

风险提示：转基因产品研发不及预期，销量不及预期，政策变动风险。

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