西南周观点

宏观策略观点

1 【宏观】“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远（观点有重要更新）

行业观点

2 【房地产】再提落实“房住不炒”工作，地产反弹空间有限（观点有重要更新）

3 【交运物流】内需主线：推荐快递和支线航空（其它更新）

4 【家用电器】空调库存水位下行，关注炎夏投资机会（观点有重要更新，有新推荐标的）

宏观策略观点

1 【宏观】“稳杠杆”周期下的“加杠杆”能走多远（观点有重要更新）

（叶凡 S1250520060001 TEL:010-58251911）

- 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，下半年预计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%，考虑到随着杠杆率的抬升，企业债务风险不断累积，预计下半年企业加杠杆的速率有所减缓，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：**下半年疫情或二次爆发，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。

行业观点

2 【房地产】再提落实“房住不炒”工作，地产反弹空间有限（观点有重要更新）

（胡华如 S1250517060001 TEL:0755-23900571）

- 6 月 24 日，银保监会强调要开展银行业保险业市场乱象整治“回头看”工作；查看“房住不炒”政策的落实，表内外资金直接或变相用于土地出让金或土地储备融资；未严格审查房地产开发企业资质，违规向“四证”不全的房地产开发项目提供融资等。
- 市场指数和创业板继续上涨，突破前期新高，**我们预计小市值标的和物业股可能会依然保持强势**。
- **推荐标的：**万科 A、保利地产、天健集团、南山控股、旭辉控股集团、佳兆业集团等。
- **风险提示：**疫情二次爆发的风险。

3 【交运物流】内需主线：推荐快递和支线航空（其它更新）

（陈照林 S1250518110001 TEL:13916801840）

- **件量增速是近期板块上涨的核心驱动力。件量增速超预期缓和了行业进入存量竞争时的价值毁灭风险，市场对于快递企业当期盈利的关注权重下降，Q3 行业核心驱动力仍是电商渗透率的超预期提升。**5 月快递行业完成快递业务量 73.8 亿件（+41.1%），月度同比增速达到两年以来的最高水平。实物商品网上零售额 5 月增速+23.2%，线上零售结构性增长持续得以验证，5 月网购渗透率达到 24.3%（同比增长 5.3pp，环比增长 0.2pp）我们预计电商件将从 2019 年的约 520 亿件增长至 2023 年的 1000 亿（CARG=17.5%），全行业件量 2023 年将达到 1190 亿件（CARG=17.0%）。**个股继续推荐精细化管理能力突出电商系龙头韵达股份、其高产能支出与高件量增长相匹配、单件利润有望保持在合意水平**，关注市占率提升、成本与业绩修复的顺丰控股以及全货机盈利改善、基本面逐渐修复的圆通速递。
- **航空股情绪修复，首推业绩与估值匹配的华夏航空。**三大航仍处于需求复苏的博弈区间，推荐收入低敏感性的华夏航空。当前航空业处于低油价、低需求、低供给三态叠加，行业需求拐点因国际/国内疫情反复而难以预测。从中期布局的角度，历史上三大航 PB 0.8 倍系绝对底部，目前还有 20%-30%下探空间，博弈为主。支线航空的政府采购、需求刚性特征带来财务端的稳定性，疫情背景下商业模式加成显著，投资性价比凸显。
- **推荐标的：**韵达股份、华夏航空。
- **风险提示：**疫情发展或超预期；中美航权摩擦加剧的风险；油价大涨的风险。

4 【家用电器】空调库存水位下行，关注炎夏投资机会（观点有重要更新，有新推荐标的）

（龚梦泓 S1250518090001 TEL:023-63786049）

- 2020 年受新冠疫情影响，实体经济均受到较大挫折。家电行业中，白电、厨电等具有较强安装属性，以及线下认为主要销售渠道的品类 Q1 均出现较大下滑，其中美的集团、老板电器等龙头个股，表现出强大的抗风险性。唯有无需安装，线上需求为主，且融合了疫情期间需求的小家电板块，实现了较快增长。其中，小熊电器、新宝股份表现尤为突出。小家电板块在行业渗透率及股价上都有强势表现。目前为止，家电行业三季度选股思路：

- **顺境乘风，逆境抗压，白马龙头确定性溢价。**强者恒强是家电行业不变的主旋律，在新冠疫情冲击下，龙头公司体现了充分的抗风险性。目前疫情形势与国际关系形势仍然复杂，龙头稳健运营，有确定性溢价。我们建议继续关注：美的集团（000333）。

- **竣工带动+估值切换，厨电及照明板块或迎来估值利润双回升。**住宅竣工提升作为影响家电板块业绩的逻辑反复被提起。在零售受挫的情况下，我们继续推荐工程业务走在行业前端的厨电龙头老板电器（002508）、赛道良好的浙江美大（002677）及照明龙头欧普照明（603515）。

- **成熟行业中的成长板块，小家电空间巨大。**小家电行业在疫情期间关注度上升。我们认为小家电兴起是行业发展阶段的必然结果，疫情起到了催化剂的作用。考虑目前估值，推荐渠道改革阵痛已过、品类拓展能力较强的九阳股份（002242），网红经济模式成熟、产品研发能力强大的新宝股份（002705），以及定位高端的北鼎股份（300824）。

- **推荐标的：**美的集团、老板电器、浙江美大、欧普照明、九阳股份、新宝股份、北鼎股份。

- **风险提示：**原材料价格大幅波动的风险，人民币汇率大幅波动的风险，地产竣工不及预期的风险，疫情反复的风险。

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