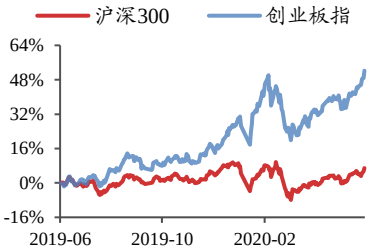
2020 年 06 月 22 日

开源晨会 0622

——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(%)
食品饮料	2.38
家用电器	2.33
商业贸易	2.32
医药生物	2.02
非银金融	1.77

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	-1.92
采掘	-0.36
公用事业	-0.08
通信	-0.02
纺织服装	0.03

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】切换开启，抢滩布局——投资策略周报-20200621

【策略】价值重燃，抓紧切换——投资策略点评-20200618

【金融工程】股票型 ETF 涨幅明显，成交持续活跃——ETF 周度监控（20200615-20200619）-20200621

【中小盘专题】本期竞价定增平均收益 24.2%，好想你发布史上最大比例回购——中小盘增发并购双周报-20200621

【固定收益】关于资金面：良性的资金空转和待修复的货币政策——固收定期策略-20200620

行业公司

【传媒】坚守游戏、视频龙头，前瞻性布局电影板块——行业周报-20200621

【非银金融】权益市场风险偏好提升，券商有望迎来戴维斯双击——行业周报-20200621

【纺织服装】五月社零数据环比持续改善，618 销售复苏强劲——行业周报-20200621

【食品饮料】社零数据验证行业回暖，啤酒复苏势头强劲——行业周报-20200621

【家用电器】5 月社零家电数据同比转正，618 家电消费复苏明显——行业周报-20200621

【轻工制造】地产后周期消费显著回暖，继续推荐家具、3C 包装——行业周报-20200621

【化工】宏观利好继续提振化工板块信心，价值回归时点来临——化工行业周报-20200620

【商业贸易】疫情后首个 618 战况出炉，各电商平台销售火爆——商贸零售行业周报-20200620

【农林牧渔】二季度接近尾声，关注中报业绩确定性高的板块及个股——行业周报-20200620

【煤炭石化】政策&基本面双支撑，底部布局煤炭股——行业周报-20200620

【煤炭石化：宝丰能源(600989.SH)】行业对标构建低成本优势，二期烯烃甲醇完全自给降本再发力——公司深度报告-20200619

研报摘要

总量研究

【策略】切换开启，抢滩布局——投资策略周报-20200621

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

风格切换的信号正逐步显现

上周（2020 年 6 月 15 日至 6 月 19 日）部分顺周期价值板块（如钢铁、化工等）相对于此前的表现已经有了明显改善，我们认为这可能意味着市场正逐步关注价值相对于成长的估值优势和盈利弹性。尽管钢铁转型 IDC 具有特殊性，但随后出现的煤炭等顺周期价值板块的异动可能说明，由于无论是 PE 还是 PB 都处于历史底部，因此这些板块出现任何的边际改善都将带来股价的弹性。从市场结构上看，抱团确定性的结构继续松动，顺周期板块开始出现更多积极的资金信号；同时海外投资者或认为中国的复苏可能比起美国更具有持续性，这可能是外资配置资金流入顺周期板块的原因。

风格切换的两大条件：1 个已出现，1 个正在到来

历史上风格切换需具备 2 个驱动，1 个已经出现：价值/成长风格演绎到极致导致价值过于被低估，而由于利率上行打破了原有极致风格，价值的低估开始被市场关注和认可；另一个正在到来：“盈利预期”的反转信号是风格切换持续与弹性的来源。我们发现：目前周期板块隐含的永续增长率 g 已经低于 2016 年风格大切换时的水平，而国证成长和价值要求的永续增长率之差也已经达到历史高位，近期的利率上行已经开始让部分投资者重视预期增长与实际增长的匹配程度。从盈利预期看，尚需要进一步观察的是：历史经验指示往往在信用扩张时， PPI 作为顺周期板块价格的一个重要综合指标，往往领先于风格切换的“弹性”阶段。

顺周期“盈利预期”改善信号来临的概率在上升

近期以“DR007”为代表的短端利率上行，恰恰是我们所强调的脱虚入实的一个结果，我们观察到了 2016 年以来 DR007 和 PPI 之间就存在着较强的正相关性。我们有理由相信 DR007 上行可能指示着 PPI 的底部，背后逻辑是：货币政策执行者对经济运行拥有更多信息，同时资金的脱虚入实也会带来金融市场流动性边际趋紧。后续对于顺周期价值股的关键点在于：PPI 需要出现超越环比意义的改善。我们认为，当下的信贷周期开启，对于地产+基建产业链的推动可能是低估的，而 2016 年以来的供给侧改革+金融去杠杆也让大量企业的资产负债水平低于长期合意水平，这些都构成了需求回升的动力。金融数据上，未来 M1-M2 的持续反弹也将是确认这一趋势的重要信号。

风格切换时点已到，可提前布局顺周期板块

当下市场面临的一个选择是：应该承认走出疫情的复苏，还是坚持原有状态下的极致风格。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：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、非银；第四，顺周期消费，家电，白酒，汽车。

风险提示：国内经济下行超预期；海外疫情恶化超预期

【策略】价值重燃，抓紧切换——投资策略点评-20200618

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

周期股出现“逆袭”信号

5 月 31 日起，我们开始发布“风格切换”系列报告，提示在资金“脱虚入实”的过程中，无风险利率上行使得投资者更加关注短期，而景气复苏的节奏有利于价值板块。上周（2020 年 6 月 15 日至 6 月 19 日），周期股出现“逆袭”信号，一定程度上印证了我们的思考。

弹性的来源：极低的增长预期遇到边际改善

顺周期行业股价的大幅反弹背后反应的是隐含的增长率已经极低，因此任何的边际改善都将带来股价的极高弹性。我们发现股价中包含的对周期性行业的增长预期较为低估（低于 3%），银行、建筑装饰、房地产、钢铁、采掘、建筑材料隐含的增长率不足 1%。同时，值得注意的是，周期行业的“成长风格”个股，隐含的增长率甚至低于“价值风格”个股，这种违背直觉的现象可能反应了对于周期股的增长预期已经处于极度悲观的位置。

投资者普遍认为钢铁板块的上行来源于 IDC 转型预期，我们认可 IDC 转型带来的定价逻辑转变，但是我们认为，背后更深层次的逻辑是，对于账面资产的极度低估，有可能出现上行风险。我们认为，市场需要重新计量周期为主的价值板块拥有的资产、社会资源在经济转型中的地位。价值板块当下亟待修复的，至少是此类资产上述意义的潜在“期权价值”。

利率上行，关注短期

在利率上行阶段，对于股票未来收益的折现期将更短。短期来看，值得关注的是周期行业确定性的景气上行所带来的盈利回升，而这种景气上行来源于“信用扩张”。市场可能低估了在 2016-2018 年的“资产负债表”修复之后，上市公司加杠杆的空间和能力，而在疫情后的经济复苏阶段，货币政策引导“信用扩张”将有利于这些行业拉动总需求。李克强总理 6 月 17 日主持召开国务院常务会议，引导金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元，我们发现上市公司负债率已经大幅修复，大部分行业的负债率历史分位数已低于 50%，具有加杠杆的空间。化工、钢铁、公用事业、交通运输、房地产等行业作为存量信贷的主要构成，在信用扩张中也会率先受益，这对提升传统顺周期需求，具有一定积极意义。

价值回归的时点已经来临

投资者把经济周期是否开启过度聚焦于政策在地产、基建上的发力程度，而忽略了信用对总需求拉升的客观规律，我们发现经过“去杠杆”之后，企业的资产负债表已经大幅修复，目前具有加杠杆的空间，伴随聚焦“信用扩张”的货币政策，总需求将有效回升。如果承认 5 月以来经济有更多复苏的信号，我们应该意识到顺周期板块在短期的盈利弹性；而如果接受无风险利率中枢的上移，投资者也应该从贴现率的角度开始更关注短期。边际改善的信号正在集中出现，价值回归的时点已经来临，建议配置顺周期型价值股，主要行业分布为:化工、煤炭、建材、工程机械、建筑、房地产、非银。

风险提示：疫情反复；货币政策超预期宽松，利率大幅下行。

【金融工程】股票型 ETF 涨幅明显，成交持续活跃——ETF 周度监控（20200615-20200619）-20200621

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：除债券型 ETF 外均较 6 月 8 日当周有所上涨

上周（20200615-20200619），除债券型 ETF 外，其余 ETF 日均成交额均较 6 月 8 日当周（20200608-20200612）有所上涨。其中，QDII 型、另类投资型、股票型、货币市场型上周日均成交金额分别为 44.27 亿元、42.41 亿元、184.47 亿元、209.24 亿元，较 6 月 8 日当周分别上涨 53.54%、25.61%、16.89%、4.93%。此外，债券型 ETF 上周日均成交金额为 2.81 亿元，较 6 月 8 日当周下跌 9.53%。股票型 ETF 中，所有类型 ETF 均较 6 月 8 日当周日均成交额有所上涨。其中，主题指数 ETF、策略指数 ETF、行业指数 ETF、规模指数 ETF、风格指数 ETF 上周日均成交额分别为 52.46 亿元、7.38 亿元、45.24 亿元、77.84 亿元、0.08 亿元，较 6 月 8 日当周日均成交额分别上涨 9.60%、

8.84%、25.15%、19.33%、22.36%。

业绩表现：股票型整体维持 6 月 8 日当周涨势

按投资类型看，本区间（20200615-20200619）股票型 ETF 表现居前，本期上涨了 2.80%，整体维持 6 月 8 日当周涨势。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规模指数 ETF、行业指数 ETF、主题指数 ETF、策略指数 ETF、风格指数 ETF，分别上涨了 2.99%、2.76%、2.75%、2.35%、1.47%。

基金规模：华安创业板 50ETF 份额增长数居第一

截至 6 月 19 日，份额增长最多的为华安创业板 50ETF，增长量为 4.32 亿份，份额增长率最多的是国寿安保国证创业板中盘精选 88ETF，增长率为 75.32%。其中，5GETF 最新规模为 264.35 亿元，位居第五。

发行动态：上周新上市 1 只 ETF，即将上市 1 只 ETF

上周无新发行 ETF 基金、新成立 ETF 基金以及处于募集阶段的 ETF 基金，上周新上市 1 只 ETF 基金：上投摩根 MSCI 中国 A 股 ETF；即将上市 1 只 ETF：兴业上证 180 金融 ETF。

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。

【中小盘专题】本期竞价定增平均收益 24.2%，好想你发布史上最大比例回购——中小盘增发并购双周报-20200621

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

本期重大定增并购案例

（1）荣丰控股收购威宇医疗，全面转型高值医用耗材；（2）杉杉股份置入 LG 化学 70%股权，切入 LCD 偏光片市场；（3）川能动力注入垃圾焚烧发电业务，扩充新能源产业布局。

定增并购动态及市场表现

（1）本期增发预案公告 41 例，募集金额 350 亿，数量基本上维持原水平，金额较上期有所下降；本期 A 股新增公告成功发行案例 17 例，共募资 470 亿，发行案例数量与募集金额较上期均大幅上升。本期公告现金参与竞价定增实施 7 例，平均折价率 14.5%，平均收益率 24.2%，平均折价率有所下降，收益率有所上升。2020 年至今现金参与竞价定增 60 例，平均折价率为 15.0%，收益率为 29.3%。

（2）本期并购 411 例，并购涉及金额 723 亿，数量小幅增加，金额有所下降。2020 年至今累计并购 3761 例，同比下降 27%，交易金额合计 7375 亿，同比下降 31%。从并购标的行业分布看，本期计算机、传媒、汽车等领域较活跃。本期并购重组市场情绪跟随市场回暖：（1）整体看，2019 年以来涉及发行股份购买资产的 225 家 A 股公司本期股价平均上涨 3.2%，同期上证指数上涨 1.3%，沪深 300 上涨 2.4%，创业板上涨 7.1%。（2）本期涨幅最佳为杉杉股份，涨幅达到 39.9%。涨幅较高主要原因系公司拟增资收购 LCD 行业龙头 LG 化学旗下在中国大陆、中国台湾和韩国的 LCD 偏光片业务及相关资产。

（3）近期来看，有部分资金流入定增市场，整体竞价定增的平均折价率略有下降，但仍旧高达 14.5%，其中被高瓴资本看好的广联达（拿下了全部定增的 56%）折价率较低仅 3.1%，但收益率依旧十分可观，本期竞价定增平均收益率达 24.2%。同时可以看到近期过会和拿批文的项目增加，项目供给增加，我们认为目前定增仍旧处于供大于求，折扣高、锁定期短、减持不受限的“黄金坑”投资时期。本期股权激励和回购大幅回暖，其中好想你发布了史上最大比例的回购预案，拟以不超过 13 元/股的价格回购 1.13-2.26 亿股，占总股本的比例为 21.91%-43.84%，对应金额 14.69-29.38 亿元。

股权激励、增持、回购情况

股权激励：本期有 18 家公司推出了限制性股票或股票期权激励。其中新产业、交控科技激励力度大的同时业

绩要求高。增持：本期无重要股东增持 5%以上。回购：本期共 7 家公司推出股份回购预案，回购预案上限金额合计 67.6 亿元，回购上限金额由高到低分别为好想你、国泰君安、东方精工、国祯环保、秦安股份、盛通股份、新开普。

风险提示：再融资政策变动；并购政策变动。

【固定收益】关于资金面：良性的资金空转和待修复的货币政策——固收定期策略-20200620

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

最近所提的资金空转，其本质是银行体系的信用断层问题：

1）所谓的空转机制是：企业用贷款资金投向结构性存款，并在此中获取一个相对稳定的利差；

这种套利的资产端往往会投向中小银行，而负债端则集中于大型银行；

导致这一现象的根源是在去表外化的一系列金融监管之下，近年来中小银行在获取主动负债上变得更加困难。

与市场观点不同的是，相较于典型的资金空转，这个套利是略良性的：

1）正是这一套利机制的存在，才能使得有更多的资金流到中小银行的体系之内，并推动资金信用下沉；

2）抛开这一层面的套利，中小银行资产端的资金似乎没有进一步“空转”，债券收益率曲线并没有出现非常态的扁平化。

虽然政策执行了一些手段去控制结构性存款，但不会因此而进一步收紧货币政策。此外，货币政策在短时还存在修复需求，6 月内降准是可期的：

1）货币政策基于基本面的稳定考虑，对利率上行还会保持一个相对谨慎的态度；

2）在货币政策不会因防风险而收紧的前提下，对结构性存款的控制可能会导致大型银行超储被动抬升，这个变化也会略为有利于利率债；

3）短时的货币政策似乎有收得过紧之嫌，面对 6 月这个资金面习惯性偏紧的时点，央行的公开市场操作逆势净回笼量高达 9100 亿；

4）在 6 月剩下的时间内，货币政策极可能出现一小轮修复性宽松，而降准是此中效率偏高、推出可能性偏大的手段之一。

当前的利率债可能已经微幅过调，建议可以积极关注收益率二次下行所带来的资本利得机会，在利率债配置上可以适当拉长久期，加大仓位。

风险提示：疫情发展可能超预期，货币政策超预期。

行业公司

【传媒】坚守游戏、视频龙头，前瞻性布局电影板块——行业周报-20200621

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

新品密集上线叠加苹果严格执行版号政策，继续加大游戏龙头配置力度

近期，Gamelook、七麦研究院等多家游戏媒体分别报道：苹果公司将遵守中国对游戏产品的相关法律法规、对中国区 iOS 平台进行严格的新游戏资质审核，从 2020 年 7 月起，无版号新游戏将无法通过苹果审核上架中国区 App Store。我们认为，苹果此次游戏资质审核将终结 iOS 平台的游戏马甲包时代，对于有版号的游戏而言，后续上

线后一方面或享受竞品减少带来的收入份额提升，另一方面或由于 iOS 平台买量竞争主体的减少而面临买量成本下降，从而实现游戏净利率的提升。随着暑期的临近，游戏龙头公司头部产品有望密集上线，且基本都拥有版号，如腾讯《DNF》《光与恋之夜》、网易《哈利波特：魔法觉醒》《天谕》、完美世界《新神魔大陆》《梦幻新诛仙》、三七互娱《荣耀大天使》、吉比特《魔渊之刃》、世纪华通代理《龙之谷 2》《庆余年》、游族网络《新盗墓笔记》等，上线后有望给相关研发、发行商带来业绩增量。基于存量精品游戏较强的流水持续性以及新游戏贡献，游戏板块全年业绩确定性仍强，整体估值仍有提升空间，我们继续建议加大龙头配置力度，继续重点推荐姚记科技、完美世界，受益公司还包括三七互娱、游族网络、世纪华通、吉比特、掌趣科技、宝通科技、凯撒文化等。

精品内容驱动视频平台付费用户不断增长，坚守具备内容优势的视频龙头

芒果超媒《乘风破浪的姐姐》于 6 月 12 日上线后，播放量、关注度、话题度持续井喷，且有望驱动芒果 TV 的付费会员数量增长超预期，再次验证芒果综艺内容制作优势及精品内容驱动付费用户增长的逻辑。6 月 19 日芒果 TV2020 战略发布会上公布了《花儿与少年之姐姐的爱乐之程》《披荆斩棘的哥哥》《小情歌》《岛上友人》《去冒险吧》《超级学徒》等新综艺，后续上线后有望驱动付费会员持续增长，继续推荐内容制作实力突出的视频龙头芒果超媒。

影院复业临近及电影行业底部复苏仍是大概率事件，建议继续前瞻性布局

近期由于北京疫情的反弹，北京市严格实施防疫措施，全国影院复业时间或较此前市场预期进一步推迟。虽然由于疫情进展的不确定性，影院全面复业的具体时间仍有较大不确定性，但近期关于影院复业的准备工作如影片拷贝和密钥制作仍在推进，我们判断三季度影院复业概率仍较大，且前期片源准备时间越充分、民众无影可看的等待时间越长，或越有助于影院复业后人们的观影意愿超预期。我们认为，库存头部影片后续上映或带来院线及制片、发行公司收入增速边际改善，而租金减免、税收优惠等政策支持或带来院线公司净利率提升，电影行业底部复苏仍然是大概率事件，建议继续前瞻性布局电影板块，受益公司包括华谊兄弟、光线传媒、万达电影、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视等。

风险提示：全球新冠肺炎疫情持续时间及对线下线下娱乐时长的影响存在不确定性；影院全面复业具体时间及人们观影意愿存在不确定性。

【非银金融】权益市场风险偏好提升，券商有望迎来戴维斯双击——行业周报-20200621

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：权益市场风险偏好提升，券商有望迎来戴维斯双击

6 月份以来权益市场风险偏好提升明显，日均股基交易额维持在 7000 亿上方，两融余额持续攀升，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。券商板块上半年相对滞涨，PB 估值低于历史中枢，券商中报业绩增速将明显改善，政策利好和权益市场风险偏好提升驱动下，券商板块有望迎来戴维斯双击。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。监管明确表态压降融资类信托规模，非标转标趋势将更加明显。

券商：交易活跃度攀升明显，券商有望迎来戴维斯双击

（1）上周（20200615-20200619）两市日均股基成交额接近 8000 亿，创近 3 个月新高，两融余额创 4 年新高，资本市场改革深化、经济持续复苏背景下，权益市场风险偏好提升将成为券商盈利提升的重要支撑。（2）上周政策面围绕资本市场基础制度持续优化，上交所推出科创 50 指数利于后续科创板相关 ETF、衍生品的推出，修订上证综指编制方案利于提升指数收益率和稳定性，后续资本市场改革仍有望超预期。（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：5 月保费延续复苏势头，看好资产端改善带来估值修复

（1）5 月寿险和财险单月保费均延续同比增长趋势，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，其中中国人寿和新华保险单月寿险保费收入同比增速超过 20%。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。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，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。

【纺织服装】五月社零数据环比持续改善，618 销售复苏强劲——行业周报-20200621

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 杨欣（联系人）证书编号：S0790120040064 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

核心组合：南极电商、开润股份、安踏体育、李宁、滔搏、申洲国际

1、电商组合：南极电商、开润股份

2、运动产业链龙头组合：安踏体育、李宁、滔搏、申洲国际

3、疫情受益标的：诺邦股份

（文中“上周”指 2020.6.15—6.19，“6 月 8 日当周”指 2020.6.8—6.12。）

5 月社零增速环比持续改善，可选弹性释放

5 月社零同比下降 2.8%，降幅环比收窄 4.7pct，随着疫情得到有效控制，社零增速环比持续改善。可选消费板块继续回暖，服装鞋帽改善势头强劲，零售额 5 月同比增速为-0.6%，增速环比提升 17.9pct，1-5 月累计同比下降 23.5%。预计电商 618 活动将推动 6 月整体消费继续复苏，社零数据有望进一步改善。

作为疫情以来最大消费季，众多电商平台 618 活动下单金额创纪录

天猫：作为服饰消费的主要平台，天猫 618 累计下单金额达到 6982 亿元，创历史纪录。服饰方面，天猫运动户外品类 1 分钟破亿，男女服饰分别在 2 分钟和 7 分钟破亿，复苏强劲。618 当日淘宝直播引导成交金额同比增长 250%，开播场次同比增长超 123%。作为疫情以来最大的消费季，各服饰品牌在降低折扣消化库存的同时，积极部署多场直播活动，海澜之家、南极人等品牌直播次数显著增长，6 月 1 日-15 日，李宁/安踏/FILA 品牌的直播次数分别达到 451、292、77 场，密集的直播场次有效提振了成交金额。随着 5 月线下客流恢复、6 月线上强劲复苏，我们预计李宁、安踏、FILA 的库存水平已经得到显著改善。

其他平台：京东 618 全球下单金额达到 2692 亿元，同比增长 33.6%；苏宁易购 618 全天销售规模增长 129%；拼多多数据显示，从 5 月 25 日启动到 618 当天中午 12 点，平台订单量较 2019 年同期增长 119%。618 整体线上消费强劲复苏，利好我们重点推荐的运动品牌及南极电商等公司。

继续推荐电商占比较高的标的及运动服饰产业链龙头标的

南极电商：公司 6 月 GMV 持续保持高增长。618 单日预计 GMV 同比增长超 50%；6 月 1 日至 18 日，预计 GMV 同比增 52.5%。

安踏体育：预计 Q2 安踏品牌流水下滑 10-20%；FILA 有望实现正增长。

李宁：五一后恢复情况较为波动，预计 5 月整体线下流水增长中单位数；5 月线上流水基本符合预期，增速约为 20%-30%中段，5 月折扣提升中单位数。

申洲国际：6、7、8 月或将是订单调整的高风险期。预计上半年的订单量不会受到显著影响：1）1-5 月的订单基本已于年初确定，按原计划生产未受到显著影响；2）上半年部分小型供应商受疫情影响无法正常开工，客户部分订单回流。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、全球经济陷入衰退等。

【食品饮料】社零数据验证行业回暖，啤酒复苏势头强劲——行业周报-20200621

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：社零数据持续向好，啤酒环比明显改善

2020 年 5 月社会消费品零售总额下滑 2.8%，幅度环比 4 月份收窄 4.7pct，主因在于疫情控制经济全面回暖，叠加政策支持，消费市场改善。5 月餐饮及限额以上餐饮收入分别降 18.9%与 15.4%，下滑幅度收窄，原因在于疫情防控到位，多数餐饮门店开放，以及补偿性需求增多。从细分子行业来看，5 月份饮料类、烟酒类分别增 16.7%、10.4%，环比提升 3.8pct 与 3.3pct；粮油食品类增长 11.4%，环比略回落 6.8pct，疫情后期囤货需求减少，粮油食品仍保持高速增长。疫情局部地区反弹可能对复苏节奏产生扰动，但整体回暖趋势不变。我们预计 6 月社会消费品零售总额增速大概率持续回暖。

统计局公布 5 月啤酒销量同比增 14.6%超预期，我们认为 6 月啤酒销量仍将延续 5 月增长趋势，考虑到雨水天气，增速可能略有放缓。整体来看 2020Q2 啤酒复苏，一方面得益于疫情控制后复工复产较为顺利，餐饮复苏较快；另一方面其他娱乐、旅游消费部分程度转移至啤酒消费。从啤酒渠道结构来看，流通与餐饮渠道恢复较好，夜场渠道仍受影响。啤酒行业呈现明显的结构升级特征，一是企业引导啤酒消费由低端升级到中端，减少买赠促进价格回归；二是推出超高端啤酒，继续拉升品牌力，抬高价格天花板。我们看好啤酒短期的复苏机会，以及未来结构升级的势能，青岛啤酒、珠江啤酒等可能率先受益。

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 15 日- 6 月 19 日，食品饮料指数涨幅为 2.3%，一级子行业排名第 13，低于沪深 300 约 0.1pct，子行业中啤酒（5.9%）、肉制品（5.2%）及葡萄酒（5.1%）涨幅领先。受益于啤酒 6 月整体表现较好，主流渠道恢复正常，啤酒板块表现突出。个股方面，仙乐健康、通葡股份、汤臣倍健等涨幅领先；泸州老窖、西麦食品、莲花健康等跌幅居前。

重点新闻：古井贡酒新推 45 元光瓶产品“古井贡酒 · 老瓷贡”

古井贡酒新推 45 元/瓶的光瓶酒产品“古井贡酒 · 老瓷贡”（来源于酒说）。

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

【家用电器】5 月社零家电数据同比转正，618 家电消费复苏明显——行业周报-20200621

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

核心组合：石头科技、科沃斯、公牛集团、新宝股份、老板电器；受益标的：小熊电器、格力电器、美的集团、海尔智家

1、小家电&厨电组合：石头科技、科沃斯、新宝股份、老板电器；受益标的：小熊电器

2、线下消费回暖组合：公牛集团，受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家。

（文中“上周”指 2020.6.15-6.19，“6 月 8 日当周”指 2020.6.8-6.12）

5 月社零家电数据同比转正，2020 年家电线上销售有望创历史新高

2020 年 5 月家用电器和音像器材类零售额当月同比转正，累计降幅继续收窄。2020 年 1-5 月家用电器和音像器材类零售额累计同比下降 18.4%，降幅环比缩小 6.1pct。5 月家用电器和音像器材类零售额当月同比增长 4.3%，环比提升 12.8pct。

根据奥维云网数据，Week24（6/8-6/14）白电、厨电销量出现波动，我们认为与商家促销节奏把控有关。同时邻近 618 当日，第 24 周家电消费出现明显延迟。另一方面，根据奥维云网统计，仅 6 月 1 日-6 月 14 日，全国家电线上销售额超 200 亿，同比增长 18%，预计 2020 年全国家电行业线上销售有望创历史新高。

618 家电消费复苏明显，建议关注线下渠道龙头企业

2020 年 618 大促期间，京东、天猫、苏宁、国美等平台整体销售同比增长显著，其中家电消费复苏迹象明显。我们结合各平台公布数据，认为家电消费出现以下趋势：（1）家电消费趋向于高端化，消费升级迹象明显；（2）“宅经济”、疫情影响使消费者更关注健康家电，小家电销量显著提升；（3）“以旧换新”有望成为家电消费新动力；（4）家电直播带货有望成为家电行业新增长点，其中格力电器在 618 当天直播带货 102.7 亿元，再次打破家电行业直播销售记录。另一方面，各地线下家电消费也在积极复苏，继新一轮家电下乡在多地重启后，6 月发改委例行新闻发布会上明确指出，积极推进家用电器的更新换代和循环利用，家电“以旧换新”有望成为行业全新增长动力。考虑到 2020 年 7 月 1 日空调行业新能效标准即将落地，行业准入门槛提升，中小企业加速出清，龙头有望充分受益，行业集中度有望持续提升。建议积极关注“618”家电大促活动带来的消费回暖。受益标的：格力电器、美的集团、海尔智家。

扫地机器人行业持续高热度，建议关注扫地机器人及其他小家电龙头企业

1）扫地机器人：扫地机器人龙头在 2020Q2 纷纷推出新品并预热促销，行业处于快速成长阶段，在新技术新产品的引领下，行业需求有望提升带动销售回暖。建议关注扫地机器人龙头布局机会：石头科技，公司未来成长空间主要在：扩品类、更新迭代带来的自有品牌扩张以及海外渠道扩张。科沃斯，2019 年战略转型致业绩下滑，2020 年转型近尾声，毛利率提升费用端优化将带来公司净利率提升，有望迎来业绩拐点。2）其他小家电：新宝股份，多年代工使公司积累丰富的客户资源及优异制造能力。公司以“类目快切、内容种草、单品打爆”的站外品牌推广方式，推动摩飞业务快速发展，逐步实现 OBM 转型。受益标的：小熊电器。

风险提示：疫情缓和不及预期，全球经济衰退，行业竞争格局恶化等。

【轻工制造】地产后周期消费显著回暖，继续推荐家具、3C 包装——行业周报-20200621

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004 | 周嘉乐（联系人）证书编号：S0790120030019

核心组合：索菲亚、欧派家居、裕同科技、中顺洁柔、晨光文具

定制家居组合：索菲亚、欧派家居；受益标的：志邦家居

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“上周”指 2020.6.15—6.19，“6 月 8 日当周”指 2020. 6.8—6.12。）

5 月家具等地产后周期消费显著改善，日用品类、3C 消费维持高景气度

1）2020 年 5 月，家具类零售额同比增长 3.0%，增速环比提升 8.4pct。地产销售和竣工数据也表现良好。商品房住宅销售面积当月同比增长 9.3%，增速环比提升 10.8pct；房屋住宅竣工面积当月同比增长 9.7%，增速环比提升 16.9pct。2020 年竣工修复带动地产后周期消费的逻辑继续得到社零和竣工相关数据的验证。

2）必选消费分化，日用品类维持高增长。日用品类当月同比增长 17.3%，增速环比提升 9.0pct。文化办公用品类由于复工复学进度受到疫情影响，当月同比增长 1.9%，增速环比下滑 4.6pct。此外，2020 年 5 月通讯器材类零售额和智能手机产量分别增长 11.4%和 8.4%，景气度较高，建议关注上游消费电子包装行业。

关注家居内需零售复苏，继续推荐定制家居龙头公司的布局性价比

家居复苏再次得到社零数据支撑。家居投资机会有望沿着精装产业链、家居内需零售复苏的两条主线继续演绎。我们继续推荐定制家居龙头公司的布局性价比：

1）从复苏弹性的角度，我们继续推荐索菲亚。零售端：凭借康纯板等新品的顺利推广，公司衣柜客单价保持较快增长（我们预计 1-5 月增长 10%），且 5 月起终端客流基本恢复，因此我们预计 6 月份衣柜工厂端有望回到两位数增长。橱柜零售端由于精装房挤压，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%。整体工程渠道看，恢复情况超出预期。我们预计工程渠道总体 Q2 增长超过 50%，全年增长有望超过 40%。

2）从行业龙头和大家居、整装领先的角度，推荐欧派家居。公司 2020 年工程端预计仍能维持 40%以上的增长，零售端看好整装、欧铂丽的快速发展。

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。

【化工】宏观利好继续提振化工板块信心，价值回归时点来临——化工行业周报-20200620

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

内需出口双双改善，中国经济复苏将为世界经济注入信心和动力

前期，在全球疫情迅猛蔓延导致境外需求放缓、我国对外出口遭受冲击的背景下，为了实现“促消费、保就业、稳外贸”的多重目标，我国积极扩大内需、释放消费潜力、加大基建投资、提振市场活力、出台外贸优惠政策。目

前，内需方面，全国多地复工复产以及消费等活动陆续恢复，制造业生产快于需求的状况有所缓解；国家层面持续推动减税降费、降低融资成本、调整利率释放流动性，精准扶持企业复工复产以及快速恢复经营活动，叠加社融超预期，实体经济信心逐步恢复。近日，“推动金融系统全年让利 1.5 万亿元”的政策目标将有效缓解疫情之下企业的生产资金压力。后市，在新老基建齐发力、西部大开发战略实施、多地出台促消费/保就业/稳外贸政策、自贸港/自贸区建设方案推出、政策助力资金脱虚入实、金融机构合理让利、“618 大促”活动挖潜内需等作用的推动与提振下，我们看好国内经济运行逐步向常态化复苏，制造业复苏步伐将加快，内需引擎将持续发力。出口/外贸方面，我国政府和企业联合发力，积极调整出口策略、把握出口重点，保障了近两个月以来外贸出口形势的改善及稳定增长。我们认为，至暗时刻已过，终端需求将迎来边际改善，我国主要经济指标改善显著，中国经济复苏也将为世界经济注入信心和动力。

宏观利好继续提振化工板块信心，建议继续关注供需格局向好的化工子行业

整体来看，自 5 月以来，我国出现多项经济复苏的信号，边际改善的信号正在集中出现，价值回归的时点已经来临。宏观层面利好释放，继续提振化工板块信心，上周（6 月 15 日-6 月 19 日）化工板块 73.11%的股票迎来普涨，化工行业指数报 2774.08 点，较 6 月 8 日当周五上涨 2.55%；中国化工产品价格指数报 3545 点，较 6 月 8 日当周五上涨 0.65%。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。随着国内经济数据向好，国内化工品各下游行业的终端需求将迎来边际改善，我们继续看好化工周期复苏。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。

上周行业要闻

多地升级“限塑令”、“禁塑令”，国内外各大相关厂商将进一步完善对于生物降解材料的行业布局；恒力集团大力发展煤化一体化，加速形成全产业链发展新格局；鲁西集团加入中化集团，并拟建高端氟材料一体化项目等。

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。

【商业贸易】疫情后首个 618 战况出炉，各电商平台销售火爆——商贸零售行业周报-20200620

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

上周（20200615-20200619）核心观点：疫情后首个 618 战况出炉，各电商平台销售火爆

6 月 19 日，各电商平台陆续公布本次 618 销售数据：天猫 618 下单金额达 6982 亿元，C2M 订单同比增长 500%；京东 618 下单金额达 2692 亿元，同比增长 33.6%；苏宁 618 全渠道销售规模同比增长 129%，到家业务订单增长 510%，家乐福销售额增长 185%。本次 618 热度较往年大幅提高，主要有以下亮点：1）各地政府推出刺激消费政策，联合电商平台大规模发放补贴和消费券，促销活动更简单；2）直播电商依旧火热，各电商平台除了将直播提升到较高的战略地位外，还与抖音、快手等短视频平台合作构建“带货联盟”；3）同城物流基础设施逐渐完善，本次 618 是对“最后 3 公里”末端物流环节的一次考验。分平台来看，天猫联合苹果发力 3C 品类，实现爆发式增长；京东联合快手、升级物流，实现分钟级配送；苏宁争夺“到家”战场，全渠道销售快速增长。分品类来看，3C 数码家电品类关注度和销量最高；食品、母婴和美妆品类消费人数最多。本次 618 活动有望带动线下消费回暖，缓和疫情所受影响；同时促进了同城物流发展，即时零售和物流“新基建”的价值进一步凸显。在物流水平提升和促销活动的推动下，电商在下沉市场渗透率有望进一步提高。

行业关键词：社零数据、双百亿补贴、电商 618、腾讯电商、字节跳动等

【社零数据】国家统计局：5 月份社会消费品零售总额下降 2.8%。

【双百亿补贴】京东快手共同启动 618 双百亿补贴。

【电商 618】天猫、京东、苏宁 618 购物节销售额实现大幅增长。

【腾讯电商】腾讯电商矩阵再次扩张，“群小店”在微信上线。

【字节跳动】字节跳动正式成立以“电商”明确命名的一级业务部门。

板块行情回顾

上周零售板块（商业贸易指数）报收 3768.60 点，上涨 3.51%，跑赢上证综指（上周上涨 1.64%）1.87 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 7 位。各细分板块中，多业态零售、超市和百货等板块上周表现靠前，年初至今仍属超市板块表现最好。个股方面，上周百联股份（+43.2%）、汇嘉时代（+16.5%）、天音控股（+13.7%）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。

【农林牧渔】二季度接近尾声，关注中报业绩确定性高的板块及个股——行业周报-20200620

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 关雪（联系人）证书编号：S0790120030042

上周（20200615-20200619）观点：二季度接近尾声，关注中报业绩确定性高的板块及个股

2 季度临近结束，各板块上市公司中报业绩即将出炉，当前时点建议关注业绩确定性较强的畜禽养殖及动保板块。生猪养殖方面，上周生猪价格保持上涨，据博亚和讯数据显示上周生猪涨幅为 6.52%，截至上周 6 月涨幅为 15.86%。平均价格方面，自 2020 年 1 月 2 日开始到 6 月 19 日生猪平均价格为 34.03 元/公斤，其中 1 季度生猪平均价格为 36.42 元/公斤， 2 季度（截至 6 月 19 日）生猪平均价格为 31.06 元/公斤。2020 年上半年生猪价格虽然反复波动，但整体仍维持高位运行。短期来看，6 月末端午节假期即将来临，消费端需求强势，三季度生猪价格有望继续上涨，同时养殖企业出栏量同比及环比不断改善，进入业绩释放期。中长期来看，猪周期进入后半段，非洲猪瘟疫情背景下，上市公司养殖水平出现分化，建议继续关注生物防控能力突出，出栏量及业绩有保证的新希望。禽养殖方面，3 季度鸡价有望随生猪价格出现恢复性上涨，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。动保方面，2020 年 1 季度开始动保行业经营拐点出现，后期随着生猪存栏量不断恢复，动保企业业绩有望持续回升，建议关注研发能力较强的生物股份。

上周重点新闻（06.15-06.19）：2020 年 6 月 16 日中央储备冻猪肉投放 1 万吨

【统计局：1-5 月份，农林牧渔业投资同比增长 1.8%，1-4 月份为下降 3.9%】

【USDA：6 月 8 日当周美国大豆出口检验量为 37.63 万吨】

【华储网：关于 2020 年 6 月 16 日中央储备冻猪肉投放 1 万吨】

【5 月份农业农村经济运行向好态势持续巩固】

上周市场表现（06.15-06.19）：农业跑赢大盘 4.18 个百分点

上周上证 A 指上涨 1.64%，农业指数上涨 5.81%，跑赢大盘 4.18 个百分点。子板块看，上周宠物食品板块涨幅第一，涨幅为 9.18%，渔业板块跌幅较大。

上周价格跟踪（06.15-06.19）：生猪仔猪价格上涨

生猪养殖：据博亚和讯数据，6 月 19 日全国外三元生猪均价为 33.96 元/公斤，环比上涨 6.52%，仔猪均价为 95.89 元/公斤，环比上涨 1.29%。白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周鸡苗均价 2.23 元/羽，环比下跌 8.98%；毛鸡均价 7.76 元/公斤，环比下跌 1.40%。

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】政策&基本面双支撑，底部布局煤炭股——行业周报-20200620

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003 | 任金星（联系人）证书编号：S0790120060011

政策&基本面双支撑，底部布局煤炭股

上周动力煤价格在绿色区间内高位平稳运行，秦港现货平仓价稳定在 565 元/吨。供需两端基本面延续稳定态势，短期内均不支持煤价的大幅波动：需求方面，上周水电发力仍然较弱，六大电厂日耗小幅提升；供给方面，陕蒙两大主产地分别受矿难引发的停产整顿影响及煤管票限制影响，均出现减产，同时进口煤限制持续严格，总体供给趋于与需求匹配。后期判断，需求方面，短期主要驱动力在于水电发力减弱、火电负荷加大带来的耗煤需求增长，中长期主要驱动力则在于“迎峰度夏”旺季来临补库需求增长，以及经济恢复带动下游行业用煤需求回归正轨；供给方面，短期内主产地煤矿生产仍存在停减产现象，中长期来看经历二季度供需错配导致的煤价深跌后，“合理生产&稳定煤价”是 2020 年各大煤企生产的主基调。上周《关于做好 2020 年能源安全保障工作指导意见》及《关于做好 2020 年重点领域化解过剩产能工作的通知》出台，供改去产能将持续深化，发改委要求尚未完成去产能目标的地区确保在 2020 年内全面完成，同时叠加能源保供措施，整体供给将改变之前供给宽松的局面且趋于合理。综合来看，我们认为煤炭市场整体将保持供需平衡，煤价或在绿色区间内持续震荡运行。此次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：上周供需持续稳定，动力煤价绿区高位平稳运行

上周（2020 年 6 月 15 日-6 月 19 日）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，六大电厂日耗小幅增长，源于三峡泄洪水电出力受限；供给方面，陕西矿难引发部分煤矿停产整顿，内蒙古煤管票限制持续严格，主产地煤矿供给偏紧；库存方面，上周南北方港口存在库存积压，六大电厂库存小幅上涨，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：上周双焦皆涨，煤焦价格传导见效

焦炭方面，上周焦企基本落实焦炭价格第五轮提涨，下游钢厂开工率持续高位，焦炭需求强劲，供给端受山东“以煤定焦”限产正常影响将持续偏紧，焦炭价格较为坚挺。炼焦煤方面，受下游需求改善推动，焦企钢厂采购力度有所加大，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，焦煤价格上涨获得强劲支撑。

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

【煤炭石化：宝丰能源(600989.SH)】行业对标构建低成本优势，二期烯烃甲醇完全自给降本再发力——公司深度报告-20200619

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

煤化工龙头构建低成本优势，甲醇全自给降本再发力，维持“买入”评级

公司作为国内煤化工龙头，构建了完整的多联产循环经济产业链，具备良好的盈利能力。我们通过对比神华包头，分析其低成本优势的可能性，二期前段 220 万吨甲醇项目投产后原料甲醇实现完全自给，我们认为公司的低成本优势将持续筑高竞争壁垒。我们维持公司盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 42.4/55.1/65.1 亿元，同比增长 11.6%/29.8%/18.2%，EPS 为 0.58/0.75/0.89 元；以 2020 年 6 月 19 日的市场价计算，PE 为 15.0x/11.6x/9.8x，维持“买入”评级。

行业对标，构建低成本优势

宝丰与神华包头具可比性，以 2016-2018 的数据测算，宝丰的吨烯烃成本价为 4503 元/吨，较神华包头节约了 1542 元/吨的成本。公司低成本优势的分析：原料低成本来源：宝丰利用焦炉气回收利用制甲醇工艺，贡献甲醇占比超 20%，可节约原料成本约 454 元/吨；折旧低成本来源：宝丰在投资年限钢材成本和承包方式上更具优势，且项目建设过程中通过 E+P+C 对每个环节进行管控，实际投资额成本较神华包头节约了 72 亿；宝丰采用了较长的折旧年限摊低每年折旧成本，可节约折旧成本 997 元/吨。人工低成本来源：宝丰年平均工资水平为 10.1 万元，较神华包头年节约 6.4 万元。另外，宝丰设备技术成熟、民企用人机制灵活，所需员工数量较神华包头节省了约 371 人，可节约人工成本 259 元/吨。

原料甲醇全自给，烯烃业务降本增效持续发力

2020 年 5 月，宝丰煤制烯烃二期后段 220 万吨/年甲醇项目投产，与 2019 年 10 月投产的二期前段 60 万吨/年烯烃项目一次联合试车成功，产出合格甲醇。自此公司聚烯烃产能达到 120 万吨/年，成为国内单体规模领先的煤制烯烃生产商。降本方面，以 2020Q1 的数据测算，自产甲醇单位成本为 890 元/吨，聚烯烃单位生产成本或下降至 3463 元/吨，较外购甲醇制烯烃的单位成本降幅可达 1380 元/吨，带来降本效果显著。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

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（underperform）	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（underperform）	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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn