

6 月金股组合

股票代码	股票名称
601818.SH	光大银行
601318.SH	中国平安
300751.SZ	迈为股份
002250.SZ	联化科技
002371.SZ	北方华创
600699.SH	均胜电子
000739.SZ	普洛药业
600887.SH	伊利股份
600966.SH	博汇纸业

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	11495	0.65
深证成指	4044	0.67
沪深 300	7615	0.91
中小板指	2266	0.09
创业板指	11495	0.65

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
钢铁	2.73	医药生物	(2.26)
电子	2.66	国防军工	(1.61)
采掘	2.46	商业贸易	(1.45)
通信	2.35	公用事业	(1.01)
休闲服务	1.55	纺织服装	(0.60)

资料来源：万得，中银证券

*

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

孙昭杨
(8610)66229345
zhaoyang.sun@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300515100001

晨会聚焦-20200619

■重点关注

【宏观】2020 年基建增速与经济效益分析:基建的财政空间与经济效应*王大林 朱启兵。我们预计 2020 年基建增速 3.7%，拉动 GDP 增长 0.52%。近年，传统基建取得长足发展。综合交通网络不断完善，运力显著提升。公共领域投入持续增加，环境及社会服务极大改善。随着经济结构调整升级，“新基建”的概念被广泛提及。“新基建”代表未来发展方向，但与传统基建相比，“新基建”建设投资数额并不高。我们认为“新基建”代表方向，“旧基建”代表总量。我们从基建的资金来源入手分析 2020 年基建财政资金空间的增量情况。根据财政空间增量估算 2020 年基建增速，并根据基建的经济效益，分析 2020 年基建对经济的贡献如何。基建资金来源较为多元化，包括国家预算资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他资金。本文将国家预算内资金定义为狭义的财政空间，将自筹资金中的城投债、PPP 项目和政府引导基金定义为广义的财政空间。

【非银】中国太保：A+H+G 三地上市，套利空间不大但大有可为*兰晓飞。中国太保于 2020 年 6 月 16 日（伦敦时间）伦交所上市，成为首家 A+H+G 三地上市的险企。GDR 发行价格定为 17.60 美元，对应 A 股溢价 10.7%，跨境套利空间不大但加速国际化进程。首家 A+H+G 三地上市险企，助力转型改革 2.0。中国太保成立于 1991 年，先后于 2007 年登陆 A 股、2009 年登陆 H 股，并于 2020 年 6 月 16 日（伦敦时间）登陆伦交所，成为首家 A+H+G 三地上市的险企。此次发行 GDR 有望为中国太保引入海外投资者，进一步提升公司整体经营管理能力。引入基石投资者 Swiss Re，国际化化进程有望加快。引入基石投资者 Swiss Re，认购中国太保 0.29 亿份 GDR，占发行总数的 28%（该数据为超额配售权行使前）。Swiss Re 认购 GDR 有三年禁售期，有助于公司引进先进再保险经验。在 GDR 募集资金用处方面，根据公司公告，拟发行 GDR 筹集资金用于推进国际化进程。70%及以上用于境外发达市场及新兴市场股权投资，30%计划依托于公司境外投资平台，在健康、养老及科技方面持续发力。

重点关注

【宏观】2020 年基建增速与经济效益分析:基建的财政空间与经济效应

王大林 朱启兵

我们预计 2020 年基建增速 3.7%，拉动 GDP 增长 0.52%。

近年，传统基建取得长足发展。综合交通网络不断完善，运力显著提升。公共领域投入持续增加，环境及社会服务极大改善。随着经济结构调整升级，“新基建”的概念被广泛提及。“新基建”代表未来发展方向，但与传统基建相比，“新基建”建设投资数额并不高。我们认为“新基建”代表方向，“旧基建”代表总量。

我们从基建的资金来源入手分析 2020 年基建财政资金空间的增量情况。根据财政空间增量估算 2020 年基建增速，并根据基建的经济效益，分析 2020 年基建对经济的贡献如何。

基建资金来源较为多元化，包括国家预算资金、自筹资金、国内贷款、利用外资和其他资金。本文将国家预算内资金定义为狭义的财政空间，将自筹资金中的城投债、PPP 项目和政府引导基金定义为广义的财政空间。

我们估计 2020 年基建的财政空间增量约有 4,000 亿元至 8,600 亿元。2020 年基建的狭义财政空间约有 3.2 万亿元，与去年基本持平。我们认为 2020 年基建的广义财政增量约为 4,000 亿元至 8,600 亿元。

考虑到资金转化为基建投资额需要 2-3 个季度，那我们估算今年约有 4,000 亿元增量资金转化为基建投资额。由于狭义及广义财政资金占基建来源的 60%至 70%，我们按 60%计算，今年基建投资增量约为 6,700 亿元，基建投资增速约为 3.7%。

本文主要从投入产出表的分析框架来分析基建的经济效益；从数据的可得性和代表性，我们选取土木工程建筑业作为基建投资的代表。从全行业来看，专业技术服务、钢压延产品、金融服务、金属制品、石膏水泥制品是中间投入中占比最高的五种投入，分别占比 14.6%、11.6%、5.4%、5%和 8.5%。但从工业品来看，钢材、金属制品、石膏水泥、其他建材以及电力热力是重要的中间品投入。基建增长将直接拉动这行业的需求。

根据投入产出表计算结果，我们得到工程建筑业的经济效应数据。1 亿元土木工程建筑业投入，可以直接增加 0.22 亿元的 GDP，增加 311 个就业岗位。从整个经济层面看，1 亿元土木工程建筑业投入，可以带动整个经济增加 2.16 亿元社会总产出，可以增加 0.77 亿元的 GDP，同时增加全社会就业岗位 550 个。如果按照我们上面的估算，今年基建增速为 3.7%，增量资金约为 6,700 亿元，那么会直接拉动 GDP 增长 0.15 个百分点，增加工作岗位约 208 万个；直接加上间接影响可拉动 GDP 增长 0.52 个百分点，增加工作岗位约 360 万个。

风险提示：经济修复不及预期，基建提速。

【非银】中国太保：A+H+G 三地上市，套利空间不大但大有可为

兰晓飞

中国太保于 2020 年 6 月 16 日（伦敦时间）伦交所上市，成为首家 A+H+G 三地上市的险企。GDR 发行价格定为 17.60 美元，对应 A 股溢价 10.7%，跨境套利空间不大但加速国际化进程。

首家 A+H+G 三地上市险企，助力转型改革 2.0。中国太保成立于 1991 年，先后于 2007 年登陆 A 股、2009 年登陆 H 股，并于 2020 年 6 月 16 日（伦敦时间）登陆伦交所，成为首家 A+H+G 三地上市的险企。此次发行 GDR 有望为中国太保引入海外投资者，进一步提升公司整体经营管理能力。

引入基石投资者 Swiss Re，国际化化进程有望加快。引入基石投资者 Swiss Re，认购中国太保 0.29 亿份 GDR，占发行总数的 28%（该数据为超额配售权行使前）。Swiss Re 认购 GDR 有三年禁售期，有助于公司引进先进再保险经验。在 GDR 募集资金用处方面，根据公司公告，拟发行 GDR 筹集资金用于推进国际化进程。70%及以上用于境外发达市场及新兴市场股权投资，30%计划依托于公司境外投资平台，在健康、养老及科技方面持续发力。

套利空间不大，对估值压制的不利因素出清。太保发行 GDR 的价格为 17.60 美元，对应 1 份 GDR=5 份 A 股，每股价格价格为 3.52 美元，参照最新收盘价 27.82 元/股（6 月 16 日收盘价），对应 A 股溢价 10.7%，跨境套利的空间不大。GDR 定价消除原有短期跨境套利机会，以及三地发行股权摊薄的影响微小（ROEV 从 14.13%下降 0.68 个百分点至 13.45%），原有对于中国太保 A 股估值压制的不利因素出清。

投资建议

太保发行 GDR 价格为 17.60 美元，对应 A 股溢价 10.7%，套利空间不大。原有抑制公司估值的担忧消除。长期来看，公司发行 GDR 引入海外投资者，有望进一步提升经营管理能力，引入先进保险经验，并且有助于拓展海外投资版图。公司 2020PEV 为 0.55，维持原有增持评级。

风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性；疫情持续的不确定性。利率下行带来的险企投资不确定性。

中银证券研究部

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
王大林	S1300520060003	dalin.wang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300119080007	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com

银行研究团队

励雅敏	S1300517100003	yamin.li@bocichina.com
林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

兰晓飞	S1300511040003	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陈祥	S1300519040001	xiang.chen@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
鞠龙	S1300118040008	long.ju@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com
魏敏	S1300517080007	min.wei@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371