东吴证券晨会纪要

2020 年 06 月 19 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：三分钟看中观：5 月挖机和汽车销量增速均扩大，猪价反弹

宏观：5 月 CPI 和 PPI 均延续回落
上游：黄金价格上涨
中游：5 月挖机销量增幅扩大
下游：5 月汽车销量增速扩大，猪肉价格反弹
交运：BDI 延续大幅回升
科技：5 月手机出货量较 4 月回落，存储器跌幅收窄
风险提示：中美贸易摩擦超预期；疫情持续扩散超预期

固收金工

固收深度报告：负利率的救赎，黄金十年

黄金近期在 1650-1750 美元/盎司区间横盘震荡了约 2 个月，这段期间内多空信息并行，虽然多头由于全球疫情暂息，复工复产筑底基本面较大幅获得修正而占据主导低位，在一定程度上对金价形成了压迫；但暗流涌动，一方面美科技股受惠于新技术周期提前到来的预期，领涨纳斯达克破万点创历史新高的同时，全球传染曲线仍未过拐点，美国、巴西单日新增仍达到 2 万-4 万级别；复工复产同控制疫情的困境一样，难说世界能在未来短期同步走出。后续黄金的方向如何做思考？本篇报告结合历史上影响黄金的传统因素，以及当下时点的若干边际新增因素，试图做一个综合性的呈现。

金工专题报告：【东吴金工 专题精品】“高频价量相关性拥抱 CTA”系列研究（一）：CPV 因子期货版

价量信号 CTA 策略：基于每日价量相关性信号，我们构建了 CTA 交易策略。从 2017 年 4 月 17 日至 2020 年 4 月 14 日，共计 728 个交易日，其中 635 天存在有效交易信号，换仓 283 次。策略的年化收益为 44.48%，年化波动为 19.84%，收益波动比 2.24，日度胜率为 57.27%，最大回撤为 10.34%。

行业

潮玩行业专题之泡泡玛特：盲盒方寸世界里，Z 世潮玩藏乾坤

全产业链覆盖的潮玩龙头。潮玩市场方兴未艾，消费蓝海集中度提升可期。IP 高效运营+多渠道拓展+引领潮玩文化构筑深厚护城河。产业链一体化优势突出，未来盈利能力可期。

如何认知《乘风破浪的姐姐》热播背后的产业路径及意义？爆款网综尖兵突围，激活平台变现潜力

《乘风破浪的姐姐》是芒果 TV 推出的女团成长综艺，节目以其创新的模式及创新的立意，第一期开播后即取得极其亮眼的播放数据。看好网综在内容及变现持续突破背后的投资机会，当前时点重申芒果超媒投资机会，并强调关注《姐姐》等爆款催化背景下公司广告及付费业务的弹性潜力：1）后续头部内容有望持续发力；2）对标历史头部综艺情况，广告赞助收入有望逐季上台阶；3）综艺+直播带货有望带来弹性；4）会员预计也有望得到明显拉动。公司估值天花板有望进一步打开，维持芒

请务必阅读正文之后的免责声明部分

果超媒“买入” 评级。

家用轻工行业点评：5 月地产数据表现靓丽，关注家居零售边际改善及装配式建筑发展

建材家居：推荐 B 端增速景气较高、估值具有性价比的帝欧家居（20 年 B 端预期 30-40%增长，PE18.1X）、志邦家居（20 年 B 端预期增长 50%以上，PE15.7X）、大亚圣象（20 年 B 端预期增长 30%以上，PE11.77X），关注江山欧派、皮阿诺；整装卫浴：装配式建筑趋势叠加彩钢板/瓷砖技术成熟，20 年整装卫浴需求快速增长，关注惠达卫浴、海鸥住工！

风险提示：房地产调控超预期，渠道拓展不达预期

银行行业点评：1.5 万亿让利，并非对金融系统的直接利润冲减

金融让利实体首次明确目标规模，但 1.5 万亿并非对金融系统利润的直接冲减。核心银行股基本面优质，估值显著低估，我们依然重点推荐核心资产定价权回归的【招商银行】、基本面转型升级的【平安银行】、低估值+高股息率的【建设银行】、高增长+高 ROE+高资产质量的【宁波银行】。

推荐个股及其他点评

玉禾田（300815）：近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元，期待环卫市场加速拓展

事件：6 月 17 日，公司公告（1）近期中标 10 个物业清洁及市政环卫项目，合同金额共计 1.87 亿元。（2）预中标深圳龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目和龙岗区园山街道清扫清运及转运站管理服务采购项目，金额共计 1.88 亿元。

宏观策略

策略周评：三分钟看中观：5 月挖机和汽车销量增速均扩大，猪价反弹

宏观：5 月 CPI 和 PPI 均延续回落

上游：黄金价格上涨

中游：5 月挖机销量增幅扩大

下游：5 月汽车销量增速扩大，猪肉价格反弹

交运：BDI 延续大幅回升

科技：5 月手机出货量较 4 月回落，存储器跌幅收窄

风险提示：中美贸易摩擦超预期；疫情持续扩散超预期。

（证券分析师：王杨）

固收金工

固收深度报告：负利率的救赎，黄金十年

引子：黄金近期在 1650-1750 美元/盎司区间横盘震荡了约 2 个月，这段期间内多空信息并行，虽然多头由于全球疫情暂息，复工复产筑底基本面较大幅获得修正而占据主导低位，在一定程度上对金价形成了压迫；但暗流涌动，一方面美科技股受惠于新技术周期提前到来的预期，领涨纳斯达克破万点创历史新高的同时，全球传染曲线仍未过拐点，美国、巴西单日新增仍处于万人级别；复工复产同控制疫情的困境一样，难说世界能在未来短期同步走出。后续黄金的方向如何做思考？本篇报告结合历史上影响黄金的传统因素，以及当下时点的若干边际新增因素，试图做一个综合性的呈现。

结论：短期横盘震荡概率较大，可关注超调行情；中期仍为看多，有望突破历史高位，甚至挑战 2000 美元/盎司整数大关；长期伴随疫情防控趋稳，世界货币体系格局重构，黄金配置或更趋向于周期性，而非结构性。

探索黄金的实际驱动力：通过对黄金与美元信用风险、通货膨胀利率、和短期博弈关系、黄金的历史走势的分析，我们得出：

（1）金价的实际驱动力为美国的实际利率（美国 10 年期国债收益率-美国通货膨胀率），该指标被用作量化表述美国经济的衰退程度。黄金的价格与实际利率有显著的相关性，其相关性可以被总结为实际利率为负时，黄金价格会大涨。

（2）当主要信用货币体系出现崩溃的可能性时，或是地缘政治出现危机时，金价通常会出现趋势性上涨。

（3）市场短期流动不足时，金价会快速下跌，不改变长期趋势。

（4）金价与全球美元计价负利率债券规模显著相关。

驱动力逐项分析：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（1）美国名义利率（美国 10 年期国债收益率）：美国 10 年期国债收益率或将被“锁定”维持在一定区间维持震荡格局；

（2）美国通胀率：美国的通胀快速走高的需求伴随美国信用体系的快速扩张。自从 2008 年金融危机之后，美国影子银行融资规模扩张不畅，美联储 QE 放出的基础货币大部分被存入超额准备金账户享受无风险的 IOER-EFFR 利差，实际流通货币规模增长有限，美国企业投资意愿有限。短期通胀或难以回暖，但中长期“再通胀”的动能尚存。

（3）低名义利率、低通胀率，等于低实际利率，实际利率整体来看对黄金的支撑倾向于中长期利多，但在短期或较有限。

（4）主要经济体的地缘风险较低：德法态度决定欧洲稳定，主流金融机构对英国脱欧做了充足的预案；中东随着石油价格的回升会趋于稳定；中美对抗虽为近未来主旋律，但短期难有实质性恶化，或呈现“雷声大，雨点小”格局。

（5）美元信用体系的崩塌风险低：全球央行抛售美债，目的是稳定本币币值，而非去美元化。

（6）负利率债券规模的扩大：整体仍持续扩大，但需着重关注德国对欧元区整体作为信用主体发债的态度，以及联储对政策取舍的看法等。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情反复超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

金工专题报告:【东吴金工 专题精品】“高频价量相关性拥抱 CTA”系列研究（一）：CPV 因子期货版

研究结论

前言：东吴金工推出“高频价量相关性拥抱 CTA”系列研究，旨在将技术分析的方法应用到 CTA 策略的构建。作为系列研究第一篇，本报告从最基本的价量关系入手，捕捉高频价量相关性中蕴含的多空信息，构建稳健有效的 CTA 交易策略。

本文简介：在以往的价量研究中，量的选择大多只停留在成交量的层面。然而，持仓量作为衍生品的特色，往往蕴藏了许多有别于成交量的信息。本研究聚焦高频数据，通过修正期货的日内分时持仓量，挖掘成交价与修正持仓量相关系数中的多空信号。

修正后持仓量：原始的日内持仓量，呈现出先下降后上升的“山谷”形态。然而，与直观感受相反，持仓量下降代表 T+0 交易者进场，持仓量上升代表 T+0 交易者离场。修正后的持仓量，通过分配日内总持仓量变化，将持仓量的形态从“山谷”变为“山峰”，真实地还原了交易者的多空意图。

价量信号 CTA 策略：基于每日价量相关性信号，我们构建了 CTA 交易策略。从 2017 年 4 月 17 日至 2020 年 4 月 14 日，共计 728 个交易日，其中 635 天存在有效交易信号，换仓 283 次。策略的年化收益为 44.48%，年化波动为 19.84%，收益波动比 2.24，日度胜率为 57.27%，最大回撤为 10.34%。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大变化。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

潮玩行业专题之泡泡玛特：盲盒方寸世界里，Z 世潮玩藏乾坤

全产业链覆盖的潮玩龙头。泡泡玛特成立于 2010 年，年轻化管理团队敏感捕捉潮流趋势，2016 年引入 Molly 等知名 IP 潮玩盲盒大受追捧，成功转型潮流玩具零售商。截至 2019 年公司已拥有 114 家零售门店、825 家机器人商店及天猫、微信小程序等完善销售网络；19 年营收 16.83 亿，归母净利 4.51 亿，为我国最大潮玩龙头。

潮玩市场方兴未艾，消费蓝海集中度提升可期。我国潮流玩具市场存在起步晚、集中度低、增速快等特点，目前正逐步形成“IP 创作/运营-产品生产-玩具销售-潮玩文化推广”上下游产业生态。2019 年中国潮玩市场规模达到 207 亿元，占全球潮玩市场份额接近 15%，CR5 占比 22.8%。龙头玩家泡泡玛特创新性将大众潮玩与盲盒销售相结合，风靡年轻消费群体，市占率达到 8.5%，排名首位。据 Forrest & Sullivan 预期，受益于可支配收入及 Z 世代潮玩消费意愿提升，2024 年市场规模将快速增至 763 亿，19-24 年 CAGR 接近 30%，市场集中度有望进一步向龙头靠拢。

IP 高效运营+多渠道拓展+引领潮玩文化构筑深厚护城河。

1）掌握顶级 IP 资源，一体化平台高效运营。公司搭建完善而高效产业平台，截至最后实际可行日期共有 85 个 IP，两大知名 IP Molly 和 PUCKY 合计创收近 8 亿，贡献自主开发产品收入份额达 55.7%；发掘业内 25 位顶级艺术家丰富 IP 储备，新 IP 有望为公司后续增长提供充足动力；

2）构建线上线下全覆盖销售网络，同店增速亮眼。2019 年公司在中国共拥有 114 家零售店（营收 7.4 亿/占比 43.9%、单店营收 649 万），825 个机器人商店（营收 2.5 亿/占比 14.8%、单店营收 30 万）及多家电商平台旗舰店（营收 5.4 亿/占比 32%）等 5 大渠道。18/19 年同店销售增长率达到 59.6%、63.1%，表现亮眼；垂直自营模式渠道掌控力强大，确保产品上新零价差、零时差，保障高质量品牌形象和调性；

3）龙头策展引流，葩趣打造潮玩社交。公司多次举办 BTS、STS 等国际潮玩展会并打造葩趣潮玩交易社交平台引流，凭借强大潮玩文化号召力获得极高粉丝黏性，目前注册会员达到 320 万，买家复购率达 58%。

产业链一体化优势突出，未来盈利能力可期。得益于上下游产业链规模化协同与产品结构改善，2019 年公司毛利率/净利率显著提升至 64.8%/26.8%。上市后公司将持续建设运营 IP 库创造营收溢价；加强全渠道及海外市场建设提升产品销量；加强信息系统建设降低交易与推广成本；投资&收购潮玩产业链优质标的，全方位提高公司综合实力。伴随市场扩张红利，规模优势有望促进盈利能力进一步提升。

投资建议：泡泡玛特作为国内唯一一家覆盖全产业链一体化平台，护城河深厚；在上市后公司将继续增强 IP 输出与运营能力，全渠道拓展消费者触达网络，巩固龙头优势地位。伴随潮玩行业快速发展红利，龙头企业市场集中度有望持续提升。看好公司成长潜力，建议持续关注。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：宏观经济波动风险；行业竞争激烈风险；潮流文化迭代过快，核心 IP 生命周期老化加速影响公司经营风险；产品制作、渠道扩展不及预期风险。

（证券分析师：汤军　证券分析师：张良卫）

如何认知《乘风破浪的姐姐》热播背后的产业路径及意义？爆款网综尖兵突围，激活平台变现潜力

我们为什么要聚焦研究一个爆款综艺？视频平台的核心是自制内容，不可否认爆款虽然也有一定的偶然因素，但其深层次却也隐藏了行业发展的必然趋势，而市场往往更加关注爆款的短期效应，却低估了一个爆款产品对于公司和行业的长期意义。

《姐姐》大爆背后是网综的尖兵突围：类型争顶，形式创新。《乘风破浪的姐姐》是芒果 TV 推出的女团成长综艺，节目以其创新的模式及创新的立意，第一期开播后即取得极其亮眼的播放数据。相比传统综艺，当前网综在节目数量上已经领先但整体播放量仍然落后，主要是由于网络综艺起步晚，发展历程较短。选秀及真人秀类综艺具有成熟的模式及表现形式、具有最强的观众互动，是最具吸金效应的综艺节目类型，可谓综艺节目类型中的塔尖明珠。经过 5 年左右的发展，视频平台已逐渐从引进、外采发展到具有头部综艺自制能力，尤其在头部真人秀及选秀类节目中开始出现爆款案例。另一方面，网络综艺并不仅仅只是模式的复制，随着模式化综艺节目类型逐渐过时，观众审美情趣的提升要求综艺节目除了进行模式上的借鉴外，越来越需要就细分题材、对节目立意的创新。以《姐姐》为代表的头部网综，正是在形式（互动选秀）及内容（立意创新）上的双重突破，带来了节目开播的亮眼数据。

《姐姐》大爆背后的产业意义：广告产品及付费模式创新，带来变现潜力。中国的电视广告产品经历了从硬到植入广告再到带货广告的进化，电视综艺节目内容品牌价值释放的过程，也是广告形式的逐渐创新的过程，头部选秀综艺节目冠名费在 2006 年至 2016 年十年间增长了近 8 倍。从《姐姐》第一期的编排情况看，广告产品的深度植入将是后续成长的空间，但《姐姐》在网综广告产品的广度方面却已经呈现出相比传统综艺更多元化的特点，包括通过构建全域广告营销体系，通过 IP+KOL 带货为广告客户提供个性化定制、品效合一的综合营销方案等。此外，我们并不认同综艺对于付费拉动较弱的观点，综艺付费的关键在于排播运营策略平衡，以实现广告及付费收益的整体最大化，《姐姐》背后，我们同样看好快速拉动平台会员业务的潜力。

投资建议：看好网综在内容及变现持续突破背后的投资机会，当前时点重申芒果超媒投资机会，并强调关注《姐姐》等爆款催化背景下公司广告及付费业务的弹性潜力：1）后续头部内容有望持续发力；2）对标历史头部综艺情况，广告赞助收入有望逐季上台阶；3）综艺+直播带货有望带来弹性；4）会员预计也有望得到明显拉动。公司估值天花板有望进一步打开，维持芒果超媒“买入” 评级。

风险提示：节目效果不及预期；政策及内容审批风险；广告招商不及预期；会员拓展不及预期；宏观经济下行风险

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

家用轻工行业点评：5 月地产数据表现靓丽，关注家居零售边际改善及装

请务必阅读正文之后的免责声明部分

配式建筑发展

投资要点

5 月竣工、销售面积大幅转正，持续看好全年竣工逻辑兑现：（1）5 月单月商品住宅竣工面积 3066 万平方米，同比增长 9.7%（4 月为-7.2%），1-4 月疫情打断节奏，5 月竣工修复逻辑继续演绎；1-5 月累计同比下降 10.94%，降幅收窄 3.6pct。（2）5 月商品住宅销售面积 13025 万平方米，同比增长 9.34%（4 月为-1.5%），房地产成交明确复苏；1-5 月累计同比下降 11.84%，降幅收窄 6.86pct。5 月地产数据表现亮眼，我们认为将持续驱动后周期家居板块动态复苏。

C 端：5 月家具社零增速首次转正，零售家居龙头订单普遍修复。5 月规模以上家具实现零售额 134 亿元，同比增长 3%，年内实现首次转正；1-5 月累计零售额 495 亿元，同比下降 17.5%，降幅收窄 5.6pct。进入 Q2 以来，家居企业线下门店客流、社区安装情况逐月恢复，疫情期间线上直播引流蓄水订单开始转化、“618”大促顺利开局，对应龙头零售端订单已有显著复苏。我们跟踪了龙头 5 月零售订单恢复情况，软体、成品、衣柜表现较好：（1）精装分流下，厨柜零售端仍然承压（预计志邦、金牌、皮阿诺 5 月厨柜零售仍有 10-20%的下滑），但免受精装冲击的软体（预计顾家 5 月内销出货约+40%、敏华 5 月内销约+50%）、衣柜（索菲亚 5 月零售接单同比约+20%）、成品（美克 4-5 月同比转正）表现较好；（2）电商销售占比高、增速快的软体龙头恢复更加强劲，顾家家居 4-5 月线上销售额分别增长 63.8%、50.5%（Wind 统计），敏华控股 4-5 月线上预计增长分别超过 60%、100%。

B 端：4 月精装房开盘数据持续下滑，但全年预期仍有较好表现，腰部地产商发力。4 月商品住宅精装楼盘开盘套数 9.6 万套（-59%），增速环比 3 月、2 月有所收窄，但考虑到政策持续驱动精装修渗透率提升、楼盘开复工情况好转，奥维云网预计全年精装房开盘数仍有望达到 330-365 万套（增长 3-14%）。同时，头部房企（TOP10）开盘规模相比去年降幅超过-63%，市场占比进一步下降至 34%（16 年为 45%），而腰部房企（TOP11-50）开盘规模降幅较小，市场占比提升至 26%（16 年为 14%），其中旭辉集团、奥园集团、祥生地产增长率分别超过 125%、45%、72%，阳光城、龙湖地产精装住宅开盘套数均已接近融创中国。帝欧家居、江山欧派 18-19 年在头部房企绑定深厚后积极开拓腰部地产商客户，20 年多点开花、放量贡献主要增长，持续保障 B 端业务成长性，建议关注！

建议择机布局家居细分赛道优质标的：（1）零售家居：软体龙头顾家家居、敏华控股免受精装冲击、电商渠道高增、外销边际有望改善，欧派家居、尚品宅配整装业务保持高增，索菲亚 5 月零售接单显著好转；（2）建材家居：推荐 B 端增速景气较高、估值具有性价比的帝欧家居（20 年 B 端预期 30-40%增长，PE18.1X）、志邦家居（20 年 B 端预期增长 50%以上，PE15.7X）、大亚圣象（20 年 B 端预期增长 30%以上，PE11.77X），关注江山欧派、皮阿诺；（3）整装卫浴：装配式建筑趋势叠加彩钢板/瓷砖技术成熟，20 年整装卫浴需求快速增长，关注惠达卫浴、海鸥住工！

风险提示：房地产调控超预期，渠道拓展不达预期

（证券分析师：史凡可）

银行行业点评：1.5 万亿让利，并非对金融系统的直接利润冲减

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：6 月 17 日，国务院常务会议部署引导金融机构进一步向企业合理让利，提出进一步通过引导贷款利率和债券利率下行、发放优惠利率贷款、实施中小微企业贷款延期还本付息、支持发放小微企业无担保信用贷款、减少银行收费等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。

投资要点

金融让利实体首次明确目标规模，但 1.5 万亿并非对金融系统利润的直接冲减。

2019 年三季度 LPR 改革以来，高层持续强调以银行为主的金融系统向实体经济“让利”，一季度疫情冲击进一步加速了各类优惠金融政策的落地，以银行为主的金融系统资产规模扩张、利差收窄。本次高层明确提出全年 1.5 万亿“金融让利实体”目标规模，考虑到商业银行 2019 年全年净利润为 1.99 万亿元，而非银行金融机构利润体量相对较小，因此需要明确 1.5 万亿让利目标并非对金融系统利润的直接冲减，而是主要体现在营业收入中的利息收入、投资收益、中收等环节。

目前“金融让利实体”最直接的路径是银行贷款利率下行。1 年期 LPR 报价自改革以来已下行 46BP，今年累计下行 30BP，而一季度一般贷款平均利率降至 5.48%，较 2019 年末下行 26BP，“让利”效果持续显现。对于“让利规模”测算，由于主要对象是实体企业，而非居民部门，我们以央行披露的“金融机构贷款余额减去其他存款类金融机构对居民债权”，估算 5 月末企业贷款余额规模约 106 万亿（年初约 98 万亿），假设平均贷款利率全年累计下行 75BP，则估算让利约 8000 亿，这是“金融让利实体”的主要部分。此外，企业债券发行利率下行、贴息等优惠贷款政策、中小企业延期还本付息延长至 2021 年 3 月末、银行费用减免等措施也将推动银行及非银行金融机构让利于实体企业。

理性看待“让利实体”对银行利润的影响，降准及负债成本下行是实际利好。

虽然贷款利率先行下降对银行净息差产生了预期之内的负面影响，一季度商业银行净息差同比收窄 7BP 至 2.1%，较 2019 年全年降低 10BP，但银行一季度仍然实现净利润同比增长 5%至 6001 亿，逆势增长来源于信贷扩张，支持实体经济的同时以量补价，一季度银行业 ROA 同比下行 4BP 至 0.98%，但总资产较期初高增长 5.2%。前期央行研究局发布报告明确提出，我国银行目前净利润少部分用于分红，大部分用于补充资本以进一步投放信贷、支持实体，同时自身面临信用风险上行、利差收窄、资本约束等压力，从这一点来看，银行的社会价值理应得到认可。

基本面角度，后续负债成本逐步下行一直是银行业经营压力改善的核心，由于贷款利率先行降低、负债成本则相对刚性，在让利初期银行净息差会明显边际收窄。因此，监管层出台各类政策压降负债成本，减轻银行负担，例如近期对高成本结构性存款的严格规范，以及信托等高收益率理财产品打破刚兑等。我们从行业层面已经看到一些银行开始陆续降低存款利率，后续预计降准也将落地，这将持续有利于银行稳定利差，减缓让利实体对银行利润的直接冲击。

资产质量比利差更重要，下半年关注信用风险，零售银行基本面相对优质。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一季度末商业银行不良率总体上行 5BP 至 1.91%，由于监管层近期再次提出对中小微企业贷款的延期还本付息期限延长至 2021 年 3 月末，我们判断目前银行业的资产质量压力尚未完全显化。下半年，银行资产质量的信用风险上行可能造成不良率上升、信贷成本攀升，冲击盈利增速，这也是央行研究局预判“银行利润增速可能下滑，不排除年内出现零增长或负增长的可能”的核心原因。对此我们判断，全行业的信用风险上行将是客观事实，但核心零售银行凭借优质的客户选择、保守且分散的授信策略、审慎的风险管控等优势，将维持资产质量总体稳健，同时依托于厚实的拨备减值储备来平滑信用风险对盈利的冲击，保持可观增长。

投资建议：核心银行股基本面优质，估值显著低估，我们依然重点推荐核心资产定价权回归的【招商银行】、基本面转型升级的【平安银行】、低估值+高股息率的【建设银行】、高增长+高 ROE+高资产质量的【宁波银行】。

风险提示：1）疫情冲击宏观经济造成银行资产质量承压；2）银行贷款利率持续下行，存款成本下行困难，利差快速收窄；3）中小银行信贷投放受疫情冲击。

（证券分析师：马祥云）

推荐个股及其他点评

玉禾田（300815）：近期新增年化合同金额逾 1.4 亿元，期待环卫市场加速拓展

投资要点

事件：6 月 17 日，公司公告（1）近期中标 10 个物业清洁及市政环卫项目，合同金额共计 1.87 亿元。（2）预中标深圳龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目和龙岗区园山街道清扫清运及转运站管理服务采购项目，金额共计 1.88 亿元。

近期中标 10 个物业清洁及市政环卫项目，总金额达 1.87 亿元，年化金额达 8191.88 万元。1）物业清洁：共中标 3 个项目，分别为深圳 t6&t7 无尘室保洁服务项目、华南一区天虹商场清洁、纸皮招标项目、深圳地铁 6、8、10 号线车辆段保洁服务项目 2001 标段，总金额达 5290.98 万元，年化服务金额达 3138.13 万元。2）市政环卫：共中标 7 个项目，分别为石河子市生活垃圾分类试点采购项目、牡丹江市爱民区清扫保洁及服务项目、福州鼓岭鼓山公厕卫生保洁服务采购项目、博鳌亚洲论坛年会环卫保障、嘉积城区农贸市场保洁等服务项目、章贡区生活垃圾清运项目、南昌县莲塘镇农村清洁工程服务外包采购项目及哈尔滨经开区部分街路清扫保洁项目，总金额达 13438.86 万元，年化服务金额达 5053.76 亿元。公司订单获取稳步推进，期待未来市场拓展。

接连中标深圳环卫一体化项目，大单落地验证公司领先优势。公司预中标 1）龙华区观湖街道清扫清运一体化升级运营服务项目，总金额 9812 万元，年化服务金额 3270 万元；2）龙岗区园山街道清扫清运及转运站管理服务采购项目，总金额 8942 万元，年化服务金额 2981 万元。

标准化&机械化&管理优势促份额集中，预计 6 家环卫上市公司营收 6 年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

可扩张至 5.58 倍。环卫行业未来迎标准化驱动大合同增加、机械化率提升、龙头管理优势促降本增效 3 大趋势，预计 25 年 6 家环卫龙头公司营收市占率可提升至 20%，叠加 25 年环服市场化空间较 19 年增 134%，预计 25 年 6 家上市环卫龙头整体营收可扩张至 5.58 倍！

ROE 领先同行 13.86pct，卓越管理能力助力业绩增长。19 年公司 ROE 为 37.30%，较同业均值高出 13.86pct。主要系：a）精细化管理降本增效，公司近年来环卫服务毛利率显著领先同行，19 年同增 2.54pct 至 24.58%，领先同行均值 2.74pct。核心子公司盈利能力稳定增长，同一区域项目公司 ROA 高出同行 10pct；b）运营效率高效，19 年资产周转率 1.51，是同行均值的 1.57 倍。c）人均贡献持续提升，近 5 年复合增速高达 18.96%，19 年达 2.47 万元/人领先同行 9.81%。公司凭卓越管理能力，预计领先优势仍将持续，强者恒强助力业绩增长。

物业清洁下游客户需求增长，龙头凭借先发优势份额提升。公司在物业清洁领域具备传统领先优势，聚焦高端市场。19 年毛利率见底回升，同增 0.58pct 至 11.95%。截至 19 年底，物业清洁在手合同总金额 12.37 亿元，同增 27.18%，未来有望凭借先发优势份额持续提升。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年 EPS 分别为 3.93/5.95/8.35 元，对应 32/21/15 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，市场竞争加剧，利润率下降风险

（证券分析师：袁理）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn