

晨会集萃

制作：产品中心

重点推荐

【策略】净利润 or 现金流，如何选择？——2018年中报之现金流。1、估值由盈利主导还是利率主导，关键在于哪个的波动幅度更大。资产的价值很大程度上取决于经营现金流量；当净利润趋势与现金流趋势不一致时，以现金流趋势为判断依据；经营净流量比率（不管是与利润的比率还是与营收的比率）与 PE 估值高度相关，且趋势上领先于 PE 估值 1 个季度左右。2、主导因素以及当前的现金流趋势。2018年中报现金净流量有所改善，主要得益于经营现金流回升，投资现金流流出减少，但筹资现金流恶化明显。往前看，经营现金流回升的持续性还需观察，投资现金流流出压力预计会放缓，筹资现金流可能会有边际改善。往前看，应收和存货对现金流的占用还可能持续，因为若需求往下，可能会刺激企业放宽信用政策；而资本开支对现金流占用预计会减少，整个社会固定资产投资增速在下行，企业的投资意愿和扩张能力也在降低。对于筹资现金流，今年来企业融资环境偏紧，随着政策的微调以及利率中枢的下移，我们预计“紧信用”环境下的筹资困境往后可能有边际改善。3、经营现金流的选择：①行业经营净流量比率趋势较好，②应收账款和存货同比增速相对稳定且处于较低位置，以下行业表现较好：军工、房地产、食品饮料、钢铁等。

【家电】2000亿加税清单最终版：白电、黑电重回名单？2018年 9月 18日，美国贸易代表办公室（USTR）公布了价值约 2000亿美元的自中国进口商品加征关税清单。本次加征关税清单将于 9月 24日正式生效，初始额外关税幅度为 10% 自 2019年 1月 1日起额外关税幅度上调至 25% 变化一：此前 6月 15日公布的 500亿清单中消失的电视整机及零部件相关商品重回清单范围。变化二：空调及空调零部件的产品数量再次大幅增加。变化三：热交换类零部件产品消失。对家电上市公司影响较小，龙头企业优势明显。本次热交换类零部件产品未包含在清单中，建议关注较为受益利好的零部件龙头三花智控。此外，建议关注出口占比低、或者出口风险可规避、业绩预期良好的标的。推荐关注具备风险规避能力的白电龙头美的集团、格力电器；建议关注在美拥有生产研发基地的青岛海尔；推荐关注长期受益小家电消费升级、安全边际较高的苏泊尔。

【医药】带量采购引导行业洗牌，长期看仿制药产品梯队建设。一致性评价带量采购即将来临，首批“4+7”城市试点。国家试点药品集中采购，首批将于 4个直辖市：北京、上海、天津、重庆，以及广州、深圳、厦门、成都、西安、沈阳、大连等 7个城市试点。按照医药流通规模测算，我们预计占据全国约 30%左右的药品销售规模。本次带量采购产品均已通过一致性评价，降价中标预计可以获得 60%-70%的市场。短期看集采药品的降价幅度，相关公司的集采数量和采购对业绩影响。长期看仿制药产品梯队建设和原料药-制剂一体化生产能力。由于一致性评价带量采购是按照年度执行，降价将是长期的趋势，对企业而言，单品种作战的风险性较大，未来具备良好仿制药梯队的企业将长期受益。而在生产方面，具备原料药和制剂一体化生产能力的企业更具成本优势，且在行业中具备更强的话语权。重点推荐华海药业、乐普医疗和华东医药，建议关注科伦药业和京新药业。

买方观点

外部环境关注汇率和中美贸易战形势趋向缓和。国内高层在保障民营企业

天风 9 月金股推荐

简称	组合权%	调入时间
, -0 K	3	20180401
^7[!^N	3	20180501
: &a Ø5Ò	3	20180531
:!ÓK. z	3	20180701
: 1Fp	3	20180701
² è '	3	20180701
^ . ¨°	3	20180701
J° ß/ ±	3	20180801
T í †	3	20180801
L(ST/ G	3	20180801
• „/ ±	3	20180801
Z (à ´	3	20180801
1"x5Ò .	3	20180801
T +Dĩ	3	20180831
^ ¥EK@à	3	20180831
"<è!e"	3	20180831
œ P-\$ G	3	20180831
A+ Ÿ	3	20180831
+⁻ Z/ ±	3	20180831
*dEK EC	3	20180831
;!@K÷	3	20180831
/ JA .Kv	3	20180831
^%ŸP á	3	20180831
7> ÊFf K	3	20180831
• M l8	3	20180831
4¿+µK÷	3	20180831
[Kd3é K	3	20180831
¥ KJ' =}	3	20180831
Z a Ø	3	20180831
ã :5Ò .	3	20180831
# 5Ò: 0ª	3	20180831

资料来源：天风证券研究所，最新调整日期为 20180831

市场数据

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	2730.85	1.14
沪深 300	3312.48	1.32
中证 500	4736.89	1.14
中小盘指	3113.55	1.22
创业板指	1392.4	1.1
国债指数	166.71	-0.03

宏观数据(%)

分类	201807	201808
工业	6.0	6.1
出口	12.2	9.8

测,预计公司 2018/2020 年分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元, EPS 为 2.55/3.33/4.56 元,当前股价对应 2018 年 PE 仅为 18.3 倍,维持“买入”评级。

评级调整

公司/行业	评级调整	日期	盈利预测与价格区间
金城医学(60388)	买入(调高)	20180918	18/19/20EPS 0.50/0.62/0.78, TP21.5

伦敦期锌	2428.5	3.38	5.0	-27
伦敦期铝	2030	-0.25	-0.2	-10
伦敦期铜	6087	0.02	3.1	-16
玉米期货	342.7	-1.44	-2.5	-3
小麦期货	523	2.45	2.2	20
大豆期货	830.5	2.03	0.0	-14
天然橡胶	10515	0.10	-0.2	-28
棉花期货	15500	-3.52	-3.6	0
白糖期货	4665	-0.49	-1.0	-21

外汇

外汇	收盘价	涨跌%		
		1 日	5 日	本年
美元指数	94.54	-0.07	-0.5	2
美元-日元	100.18	-0.13	0.0	
英镑-美元	1.32	0.45	0.0	
美元-人民币	6.64	-0.16	0.0	
欧元-美元	1.13	-0.14	0.0	

海外市场

指数名称	收盘	涨跌%
香港恒生	27407.37	1.19
道琼斯	26405.76	0.61
纳斯达克	7950.04	-0.08
标普 500	2907.95	0.13
日经 225	23672.52	1.08
德国 DAX	12219.02	0.5
法国 CAC	5393.74	0.56
富时 100	7331.12	0.42
台湾	10857.27	0.9

A 股市场概览

类别	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	市盈率 PE	市净率 PB
沪深 A	529205	379517	16	1.6
沪深 300	315437	232006	10	1.1
中小盘	79894	55883	28	2.6
创业板	42760	26344	47	3.2

申万行业指数预览

农林牧渔	73495	57446	16	1.3
采掘	280477	235837	27	1.3
化工	311184	230492	15	1.1
钢铁	73818	64846	8	0.9
有色金属	135730	106738	22	1.6
电子	265529	168006	24	2.1
汽车	178028	130735	14	1.6
家用电器	106568	91827	11	1.7
食品饮料	251892	216624	30	4.5
纺织服装	43346	32170	7	0.6
轻工制造	70957	46360	11	1.2
医药生物	340143	257234	22	2.3
公用事业	207166	140646	20	1.4
交通运输	201619	134364	13	1.3
房地产	202501	163406	10	1.2
商业贸易	86731	59999	10	0.7
休闲服务	32113	27437	12	1.1
银行	939165	596486	7	0.8

非银金融	435897	288092	16	1.6
综合	23309	18562	6	0.4
建筑材料	59568	46136	14	1.6
建筑装饰	164609	127567	11	1.2
电气设备	147282	100201	28	1.9
机械设备	175250	127782	21	1.4
国防军工	71380	53086	68	2.3
计算机	182998	119594	33	3.2
传媒	134447	87462	25	1.8
通信	98588	67036	48	2.1

注:PE、PB 的计算采用 15 年报数据;市值为最近一个交易日的数据

报告列表

中宠股份 (00289): 携手苏宁易购, 未来三年平台销售额目标 5 个亿! - 买入- 吴立/王聪
 顾家家居 (603816): 集团股份转让名股实债, 公司经营持续向好, 持续看好公司多品类拓展- 买入- 范张翔/武楠
 医药生物: 带量采购引导行业洗牌, 长期看仿制药产品梯队建设- 强于大市- 王金成/郑薇
 家用电器: 200Q4 加税清单最终版: 白电、黑电重回名单? - 强于大市- 蔡雯娟/谢丽媛/罗岸阳
 策略·业绩分析: 净利润 or 现金流, 如何选择? —— 2018 年中报之现金流- 刘晨明/许向真/吴黎艳/李如娟/徐彪
 金融工程: 市场情绪一览 20180919 吴先兴/何青青

报告摘要

宏观策略

策略·业绩分析: 净利润 or 现金流, 如何选择? —— 2018 年中报之现金流

刘晨明 liuchenming@tfzq.com SAC 执业证书编号: S1110516090006

本文从三个角度, 探讨当前市场现金流情况: 一是从经验角度看, 净利润有效还是现金流有效? 二是现金流的分析框架以及当前趋势; 三是行业层面的现金流选择

1. 若有背离: 净利润有效还是现金流有效?

估值由盈利主导还是利率主导, 关键在于哪个的波动幅度更大。2013 年以前盈利驱动; 2013 年-2015 年流动性驱动; 2017 年以来, 分子分母同时扩大且分子影响更大些。这样就使得第二阶段与第三阶段, 估值变化与盈利变化是相背离的。那么: 当净利润趋势与现金流趋势不一致时, 资产价格的决定因素是现金流还是净利润?

(1) 任何资产都可以用现金流量折现模型 (DCF) 来估价。自由现金流可近似认为是经营现金流与资本支出的差额。因此, 资产的价值很大程度上取决于经营现金流量。

(2) 从经验数据看, 经营净流量比率 (经营净流量/营收) 趋势上要领先 PE 估值 1 个季度左右, 其相关性比净利润增速与 PE 估值的相关性要强。

(3) 经营净流量比率有所企稳, 但仍未有明显改善, 这意味着往后一个季度或许可以看到估值开始企稳, 但也较难出现大幅回升。

(4) 总结: 资产的价值很大程度上取决于经营现金流量; 当净利润趋势与现金流趋势不一致时, 以现金流趋势为判断依据; 经营净流量比率 (不管是与利润的比率还是与营收的比率) 与 PE 估值高度相关, 且趋势上领先于 PE 估值 1 个季度左右。

2. 分析框架: 主导因素以及当前的现金流趋势

(1) 经营、投资和筹资三大现金流之间的相互影响, 从逻辑上讲: ①行业景气周期开始于新订单的增加, 宏观层面体现在 PMI 景气和工业企业利润增加, 中观层面体现为净利润和经营现金流入增加。②企业盈利提升之后, 开始投产, 宏观层面体现为社会融资需求的增加以及固定资产投资的增加, 中观层面体现企业的资本支出增加; 但随着产能释放, 可能带来价格下降、库存回升, 企业营运效率下降进一步导致经营现金流回落的问题。③投资现金流出增加又会增加企业筹资需求, 宏观层面取决于资金供给以及利率, 于企业自身而言, 则关注盈利能力、负债率以及分红水平。

(2) 2018 年中报现金净流量有所改善, 主要得益于经营现金流回升, 投资现金流出减少, 但筹资现金流恶化明显。从比率数据看 (净流量 TTM/净利润 TTM), 经营净流量比率走平、投资净流量比率和筹资净流量比率从 2016 年初至今持续回落。经营现金流与净利润之间的差值主要在于应收、存货、折旧和应付, 由于企业信用政策和资本开支周期的影响, 现金流与净利润趋势是会出现背离的, 比如 2017 年以来, 应收账款与存货增速的回升对经营现金流占用较大, 资本开支的回升对投资现金流也有明压制, 使得这段时间净利润趋势向上而现金流趋势向下。

往前看, 经营现金流回升的持续性还需观察, 投资现金流压力预计会放缓, 筹资现金流可能会有边际改善。往前看, 应收和存货对现金流的占用还可能持续, 因为若需求往下, 可能会刺激企业放宽信用政策; 而资本开支对现金流占用预计会减少, 整个社会固定资产投资增速在下行, 企业的投资意愿和扩张能力也在降低。对于筹资现金流, 今年来企业融资环境偏紧, 随着政策的微调以及利率中枢的下移, 我们预计“紧信用”环境下的筹资困境往后可能有边际改善。

3. 行业层面: 经营现金流的选择

从两个条件来选择: ①行业经营净流量比率趋势较好, ②应收账款和存货同比增速相对稳定且处于较低位置, 以下行业表现较好: 军工、房地产、食品饮料、钢铁等。

风险提示：海外不确定因素，宏观经济风险，公司业绩不达预期风险等。

金融固收

金融工程：市场情绪一览 20180919

吴先兴 18616029821 wuxianxing@tfzq.com 执业证书编号：S1110516120001

情绪面

今日 A 股 3458 只非 ST 个股中，排除停牌、一字板涨跌停个股，自然涨停 32 只，自然跌停 1 只，分别占比 0.93% 和 0.03% 涨停封板率为 47.76% 连板率为 21.28%

今日 A 股非 ST 个股中，排除停牌、一字板涨跌停个股，创 60 日新高的个股 61 只，较上一交易日增加 26 只，占比 1.76% 低于过去 1 年平均水平；创 60 日新低的个股 34 只，较上一交易日减少 697 只，占比 0.98% 低于过去 1 年平均水平。

今日 A 股非 ST 个股中，排除停牌、一字板涨跌停个股，形成多头排列看涨个股 264 只，较上一交易日增加 18 只，占比 7.63% 形成空头排列看跌个股 1434 只，较上一交易日减少 244 只，占比 41.47%

今日大宗交易总成交额为 149342.8 万元，较上一交易日有所增加，折价率下降至 3.82%

资金面

昨日沪深两市两融余额 8434.1 亿元，周环比下降 0.70% 融资买入额 203.71 亿元，融券卖出额 8.81 亿元，净买入额 194.90 亿元，较上一交易日 136.28 亿元有所上升。

今日，沪股通资金净流入 6.72 亿元（人民币）；港股通资金净流入 10.57 亿元（人民币），较上一交易日有所上升；资金净流向变为南向，净流出 3.85 亿元。今日，深港通方面，深股通净流入 1.05 亿元，港股通净流入 5.04 亿元。

衍生品及其他

截至今日收盘，沪深 300 期指 IF1809 报收 3311.00 上涨 1.34% 贴水 0.04% 沪深 300 报收 3312.4 点，上涨 1.32%

截至今日收盘，上证 50 期指 IH1809 报收 2486.00 上涨 1.17% 贴水 0.04% 上证 50 报收 2487.0 点，上涨 1.15%

截至今日收盘，中证 500 期指 IC1809 报收 4734.40 上涨 1.21% 贴水 0.05% 中证 500 报收 4736.8 点，上涨 1.14%

今日波动率指数为 19.56 较上一交易日下降 5.42% 今日该指数略有下降，50ETF 报收 2.54 较上一交易日上涨 0.99%

截至今日收盘，PCR（成交量）和 PCR（持仓量）分别为 0.78 和 0.79 较上一周环比分别下降 7.81% 和上升 26.91%

今日统计交易活跃的主动股票型和被动股票型分级基金（日成交额大于 1000 万元），平均整体溢价率为 0.5200% 整体折价率波动较大，部分品种存在套利机会。

风险提示：本报告为市场情况监控，不构成投资建议。

行业公司

中宠股份（00289）：携手苏宁易购，未来三年平台销售额目标 5 个亿！

吴立 wuli1@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110517010002

事件：公司与苏宁易购签署《战略合作备忘录》，双方计划在品牌建设、渠道管理、营销创新、产品创新等领域开展深入的战略合作，公司计划 2019-2021 年在苏宁平台累计销售额达 5 亿元人民币。

强强联合，助力公司开拓国内市场

公司大力拓展国内市场，2017 年境内营收达 1.56 亿元，同比增长 43.67% 2018 年上半年境内营收达 1.11 亿，同比增加 63.88% 此次合作，公司通过广泛性、整合性地利用苏宁易购多渠道、多平台在产品销售、品牌建设及市场营销、大数据赋能及消费者运营创新等方面的产品和服务，推动公司国内营收持续高速增长。公司计划 2019-2021 年在苏宁平台的累计销售额达到 5 亿元人民币。

创新合作形式，探索宠物新零售

除了在品牌建设之外，公司与苏宁将进行多项创新合作。①公司通过合作利用苏宁易购“大数据”，促进宠物行业精准营销及智能决策；②公司产品将入驻苏宁小店、苏鲜生（苏宁旗下精品超市），通过苏宁的终端渠道门店，

探索宠物行业新零售；③公司计划与苏宁金融探索推出特色创新服务。苏宁小店作为苏宁易购新零售落地的核心形式，在全国拓展迅速，根据 2018 年苏宁小店智慧零售战略发布会数据，截至 2018 年 7 月，苏宁小店全国数量已达到 1200 家，2018 年下半年小店的布局速度计划达日均 30 家。通过合作，借助苏宁线下门店的扩张，公司渠道布局进一步完善和深入。

营收持续扩张，利润拐点值得期待

2018 年上半年，公司营业收入保持高速增长，但是受成本端和费用端的影响，公司短期业绩承压。我们认为，公司最大的看点在于自主品牌在国内市场的开拓，国内市场有望保持 50% 以上甚至接近 100% 的增速。公司作为宠物零食领域的龙头，近几年不断丰富品牌矩阵、升级品牌形象，同时在线上发力电商渠道、线下布局宠物医院和宠物店等渠道，在保持零食领域龙头地位的同时，不断向主粮市场渗透。此外，公司多年以来深耕境外渠道，OEM 模式成熟，客户质量与销售网络行业内领先，境外业务有望保持稳步增长。我们认为，销售、研发费用是公司开拓国内渠道、丰富产品品类的必由之路，未来随着公司渠道稳固，利润增速有望逆转。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018/19/20 年实现营收 13.41/17.78/23.10 亿元，同比增长 32.05%/32.59%/33.12%，净利润 0.78/1.43/1.91 亿元，同比增长 5.87%/83.91%/38.09%。考虑到宠物产业和公司的高成长性以及标的的稀缺性，给予 19 年 30 倍 PE，目标价 42.9 元/股，维持“买入”评级。

风险提示：国内市场开拓不及预期；汇率风险；贸易壁垒风险

顾家家居（603816）：集团股份转让名股实债，公司经营持续向好，持续看好公司多品类拓展

范张翔 fanzhangxiang@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518080004

公司今日发布公告：奋华投资以 15 亿元获得顾家家居控股股东顾家集团 20% 的股权，集团注册资本由 9000 万元增加至 1.125 亿元。从增资前后的股权结构来看，公司实控人顾江生的股权比例从 77% 降低到 61.6%。

本次集团股权转让名义为股权转让，实则是一项债务融资安排，集团实控人顾江生或其指定方在投资款到位后的 5 年内回购本次增资涉及的股份，受让股权价值为全部增资款和约定的利息（利息按预期年利率 10.1% 确定）之和减去项目存续期已获得分红款。顾家集团本次股权转让是为满足顾家集团经营发展所需的一项融资安排，不涉及权益份额转让，公司控股股东仍为顾家集团，实控人仍为顾江生先生。

本次投资出资方均为政府背景，后续集团“实业+投资”双轮驱动战略实施将更加顺畅。奋华投资的执行事务合伙人为浙商创投，股东为宁波鸿煦投资管理合伙企业（有限合伙）和浙商创投，分别持有份额 99.95% 和 0.05%。穿透股权结构后，宁波鸿煦投资的股东为浙商证券资产管理公司和浙商创投，均为国资背景。本次政府出资支持公司融资，持续推进业务进展，体现了顾家家居的发展前景深受政府认可。顾家在浙江省 428 家上市公司中，被列为浙江省政府给予重点培育的打造 20 家 2020 年市值 500 以上上市公司名单。

可转债发行成功，新建产能基地逐步投产，带动后续收入提升。近期公司成功发行可转债募集资金 10.97 亿元，募集资金投入年产 80 万标准套软体家具项目（一期），目前公司产能为 150 万标准套左右。公司目前产能利用率高，2015/2016/2017/2018 年产能利用率分别为 97.3%/93.4%/97.8%/97.9%。本次产能扩建项目于 2017 年下半年开工，预计在 2021 年底前达纲，达纲时预计实现产能 60 万标准套软体家具，预计实现营业收入 28.8 亿元，将带动公司收入规模持续扩大。

公司基本面持续向好，股价调整后估值优势显著，控股股东大力度增持彰显充足发展信心，维持“买入”评级

公司是国内软体家居龙头企业，高歌猛进拓展大家居版图，产能全国化布局，规模优势凸显，管理层经验丰富激励充分，控股股东大力度增持彰显未来充分发展信心，维持“买入”评级。我们维持原有盈利预测，预计公司 2018/2019/2020 年分别实现归母净利润 10.9/14.2/18.2 亿元，EPS 为 2.55/3.33/4.26 元，当前股价对应 2018 年 PE 仅为 18.3 倍，维持“买入”评级。

风险提示：地产增速下滑；渠道拓展不达预期；并购整合不达预期

医药生物：带量采购引导行业洗牌，长期看仿制药产品梯队建设

王金成 wangjincheng@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110518070002

一致性评价带量采购即将来临，首批“4+7”城市试点

国家试点药品集中采购，首批将于 4 个直辖市：北京、上海、天津、重庆，以及广州、深圳、厦门、成都、西安、沈阳、大连等 7 个城市试点。按照医药流通规模测算，我们预计占据全国约 30% 左右的药品销售规模。本次带

量采购产品均已通过一致性评价，降价中标预计可以获得 60%70% 的市场。

仿制药市场加速洗牌，预计进口仿制药将重点进攻剩余 30%40% 的市场

通过一致性评价的企业低价唯一中标并获得 60%70% 的市场，其他企业共同竞争参与剩余 30%40% 的市场。由于同一生产文号企业生产厂家较多，根据 Insight 数据库，以苯磺酸氨氯地平片为例，全国需要开展一致性评价的企业共 58 家，目前有 3 家企业通过一致性评价，最终仅有一家中标，国产仿制药面临重新洗牌。进口仿制药由于价格原因，我们预计很难降低到通过一致性评价的国产药品价位，预计将重点进攻剩余 30%40% 的市场。考虑到很多进口仿制药在医院端的销售覆盖、学术推广等较国产企业更具优势。对于进口仿制药而言，市场份额被挤压是长期的趋势，销售重心将逐步向专利药或创新药转移。

短期看集采药品的降价幅度，相关公司的集采数量和采购对业绩影响

本轮通过一致性的集采药品数量与降价幅度关联性较高，参考上海市第三轮集采的降价幅度，我们认为 3 家通过一致性评价企业的降价幅度预计超过 40% 而只有两家或一家的生产企业预计降价幅度在 10-20% 个别竞争格局较好的品种存在 10% 以内降幅的可能。对于独家通过一致性评价的品种，不排除外企大幅降价去抢占市场的可能性。从本次集采的品种来看，华海药业 6 个品种（8 个品规）、京新药业 2 个品种（3 个品规）、海正药业 2 个品种（4 个品规）、德展健康 1 个品种（2 个品规）、信立泰 1 个品种（2 个品规）、乐普医疗 1 个品种（2 个品规）和科伦药业 1 个品种（1 个品规）。预计本次采购金额超过 5 亿元的产品包括阿托伐他汀、氯吡格雷和恩替卡韦。

长期看仿制药产品梯队建设和原料药-制剂一体化生产能力

由于一致性评价带量采购是按照年度执行，降价将是长期的趋势，对企业而言，单品种作战的风险性较大，未来具备良好仿制药梯队的企业将长期受益。而在生产方面，具备原料药和制剂一体化生产能力的企业更具成本优势，且在行业中具备更强的话语权。

重点推荐华海药业、乐普医疗和华东医药，建议关注科伦药业和京新药业

华海药业：出口转报国内，目前已有 10 个产品通过一致性评价，抢占国内的增量市场；乐普医疗：已获批品种阿托伐他汀，氯吡格雷已完成 BE 提交申报，苯磺酸氨氯地平片和缬沙坦若通过一致性评价，市场潜力大；华东医药：阿卡波糖等原料药供应优势明显，竞争格局较好，通过一致性评价后进口替代空间大。建议关注科伦药业和京新药业，不断加大研发投入，打造仿制药产品梯队。

风险提示：1、集采降价幅度超出市场预期；2、以价换量执行进度低于预期；3、相关企业产品未能中标

家用电器：2000 亿加税清单最终版：白电、黑电重回名单？

蔡雯娟 caiwenjuan@tfzq.com SAC 执业证书编号：S1110516100008

事件

2018 年 9 月 18 日，美国贸易代表办公室（USTR）公布了价值约 2000 亿美元的自中国进口商品加征关税清单。本次加征关税清单将于 2018 年 9 月 24 日（下周一）正式生效，初始额外关税幅度为 10% 自 2019 年 1 月 1 日起额外关税幅度上调至 25%

最终的 2000 亿关税清单里包括哪些家电产品？

本次公布的加税产品清单中，前次 500 亿美元加征关税商品中消失的白电及黑电等产品再次重回清单，同时热交换类零部件产品消失。清单中包含了 2018 年 7 月 10 日公布的 603 项中的 574 项，经过 8 月份为期 6 天的公众听证后 USTR 对关税清单进行了部分调整，从最初的清单中完全移除了 297 项商品（包括某些的消费电子产品如智能手表、蓝牙设备；某些工业、纺织业、农业用化学投入品；以及某些健康安全产品，如自行车头盔、儿童汽车座椅和护栏等）

变化一：此前 6 月 15 日公布的 500 亿清单中消失的电视整机及零部件相关商品重回清单范围。

变化二：空调及空调零部件的产品数量再次大幅增加。

变化三：热交换类零部件产品消失。

对家电上市公司影响较小，龙头企业优势明显

正如我们此前在报告中详细分析，中国家电龙头企业受到影响较小：

1) 中国家电行业对美出口占对全球出口的比例低，中国对美国依赖度并不高，上市公司整体对美出口占收入比例都较低。

2) 全球范围难以找到中国家电企业的替代产能。美国对中国生产的家电产品尤其中国制造和产能规模集群优势明显的空调、冰箱、洗衣机、电视机等大家电产品，短期内难以在其他国家寻找到合适替代产能，最终贸易战成本将大概率转嫁至美国消费者。

3) 对于具备全球化布局的龙头企业，一方面，对美出口占收入比例较低，另一方面，企业可以通过并购、设立子公司生产基地、离岸贸易等方式去规避风险。目前多数上市公司在美国、墨西哥等地设有工厂或办事处等子公司，可通过迂回出口的方式规避高关税风险。

4) 我们认为，由于中国征税清单中涉及原产于美国的电动汽车产品（包括特斯拉等），短期内对于国外品牌电

动汽车在中国市场销售可能有所影响，但长期看将进一步加速特斯拉等外资品牌在国内建设生产基地的进度。因此，从中长期角度看，外资品牌本土化产能建设加速对于产业链上如三花智控等零部件企业来说更为有利。

投资建议

本次热交换类零部件产品未包含在清单中，建议关注较为受益利好的零部件龙头三花智控。此外，建议关注出口占比低、或者出口风险可规避、业绩预期良好的标的。推荐关注具备风险规避能力的白电龙头美的集团、格力电器；建议关注在美拥有生产研发基地的青岛海尔；推荐关注长期受益小家电消费升级、安全边际较高的苏泊尔。

风险提示：宏观经济波动风险；贸易战升级风险；原材料价格波动风险等。

近期重点报告

2018年09月19日

医药生物：带量采购引导行业洗牌，长期看仿制药产品梯队建设-强于大市-王金成/郑薇

煤炭开采：美国煤炭消费量什么时候开始见顶？-强于大市-冶小梅

策略·业绩分析：净利润 or 现金流，如何选择？——2018年中报之现金流-刘晨明/许向真/吴黎艳/李如娟/徐彪

2018年09月18日

银行行业专题研究：银行业研究小册子-强于大市-廖志明

融资担保：谁在管？怎么管？：融资担保专题研究之一-孙彬彬/高志刚

2018年09月17日

金域医学（603882）规模+技术，ICL领军者迈入新篇章-买入-郑薇/杨烨辉/李扬

电源设备：光伏全球观：光伏将成为印度电源的重要组成-强于大市-杨藻/王纪斌

策略·上周股市流动性评级为D-市场情绪低迷，产业资本大幅减持：一周资金面及市场情绪监控（09100914）-刘晨明/许向真/吴黎艳/李如娟/徐彪

2018年09月16日

计算机：不要让风险偏好错过了TO B的黄金十年-强于大市-沈海兵/缪欣君

策略·国内政策：一周国内政策动态 20180916-许向真/吴黎艳/徐彪

投资策略：1-8月固定资产投资数据出炉：高技术制造业投资增速提升-刘晨明/许向真/吴黎艳/李如娟/徐彪

2018年09月15日

通信：硅光深度报告，光通信仅土壤，消费需求才是未来-强于大市-唐海清/姜佳汛

港股策略：香港市场一周回顾（18/09/14-18/09/14）-梁金鑫

2018年09月13日

轻工制造：场景化为核心的人货场全面重构赋能大家居——家居新零售深度研究系列报告之一-强于大市-范张翔/武楠

策略·图说市场：历次底部反弹中，各行业、风格指数如何表现？-刘晨明/许向真/吴黎艳/李如娟/徐彪

新股信息

新股询价

股票代码	股票名称	所属行业	网下发行数量 (万股)	估算询价价格 (元)	询价开始日期	询价截止日期	网下申购资金需求 (万元)
300760.SZ	迈瑞医疗	专用设备制造业	8,512.00	48.80	20180920	20180920	415385.6

新股发行

股票代码	股票名称	申购代码	网上发行数量 (万股)	网上申购上限 (万股)	发行价格	申购日期	中签缴款日期	发行市盈率	中签率
002939.SZ	长城证券	002939	9,310.20	9.30		20180920	20180920		
300760.SZ	迈瑞医疗	300760	3,648.00	3.60		20180920	20181008		
300694.SZ	蠡湖股份	300694	2,153.20	2.15		20180920			

天风证券研究所

产品团队研究团队

冶小梅 S1110516100001 yexiaomei@tfzq.com
王茜 S1110516090005 wangqian@tfzq.com
戴爽 S1110516110005 daishuang@tfzq.com
李友琳 S1110516090007 liyoulin@tfzq.com
李晶 S1110518090001 lijing1@tfzq.com

传媒互联网研究团队

文浩 S1110516050002 wenhao@tfzq.com
张爽 S1110517070004 zhangshuang@tfzq.com
宋雨翔 S1110518080006 songyuxiang@tfzq.com
冯翠婷 S1110517090001 fengcuiting@tfzq.com
周奕纯 S1110117080032 zhoyichun@tfzq.com

电力设备新能源研究团队

杨藻 S1110517060001 yangzao@tfzq.com
王纪斌 S1110118040028 wangjibin@tfzq.com
杨星宇 S1110518060006 yangxingyu@tfzq.com

电子行业研究团队

陈俊杰 S1110517070009 chenjunjie@tfzq.com
潘暕 S1110517070005 jian@tfzq.com
张健 S1110518010002 zjian@tfzq.com
张昕 S1110516090002 zhangxin@tfzq.com

房地产研究团队

陈天诚 S1110517110001 chentiancheng@tfzq.com
徐超 S1110518070007 xuchao@tfzq.com

纺织和服装研究团队

吕明 S1110518040001 lvming@tfzq.com
郭彬 S1110517120001 guobin@tfzq.com
于健 S1110518090002 yujian@tfzq.com

非银行金融研究团队

罗钻辉 S1110518060005 luozuanhui@tfzq.com

钢铁研究团队

马金龙 S1110117040028 majinlong@tfzq.com

固定收益研究团队

孙彬彬 S1110516090003 sunbinbin@tfzq.com
高志刚 S1110516100007 gaozhigang@tfzq.com
周泽平 S1110518070003 zhouzeping@tfzq.com
于瑶 S1110517030005 yuyao@tfzq.com
韩洲枫 S1110116120069 hanzhoufeng@tfzq.com
陈宝林 S1110117070074 chenbaolin@tfzq.com
苏雯 S1110117070061 suwen@tfzq.com

海外研究研究团队

何翩翩 S1110516080002 hepiannian@tfzq.com
马赫 S1110518070001 mahe@tfzq.com
雷俊成 S1110518060004 lejuncheng@tfzq.com

宏观经济研究团队

宋雪涛 S1110517090003 songxuetao@tfzq.com
赵宏鹤 S1110118040074 zhaohonghe@tfzq.com
向静姝 S1110117120046 xiangjingshu@tfzq.com

环保公用事业研究团队

钟帅 S1110517040004 zhongshuai@tfzq.com
何文雯 S1110516120002 hewenwen@tfzq.com
于夕朦 S1110518050001 yuximeng@tfzq.com
周迪 S1110118050027 zhoudi@tfzq.com
石家骏 S1110516110001 shijiajun@tfzq.com

基础化工研究团队

李辉 S1110517040001 huili@tfzq.com
陈宏亮 S1110517100001 chenhongliang@tfzq.com
赵宗原 S1110518080003 zhaozongyuan@tfzq.com
吴崧 S1110518090003 wudi@tfzq.com

机械军工研究团队

邹润芳 S1110517010004 zourunfang@tfzq.com
崔宇 S1110518060002 cuiyu@tfzq.com
朱元骏 S1110517050002 zhuyuanjun@tfzq.com
曾帅 S1110517070006 zengshuai@tfzq.com
陆晋怀 S1110118070114 lujinhuai@tfzq.com
朱晔 S1110116080115 zhuye@tfzq.com

计算机研究团队

沈海兵 S1110517030001 shenhaibing@tfzq.com
缪欣君 S1110517080003 miaoxinjun@tfzq.com

家电研究团队

蔡雯娟 S1110516100008 caiwenjuan@tfzq.com
马王杰 S1110518080001 mawangjie@tfzq.com
谢丽媛 S1110117070066 xieliyuan@tfzq.com
罗岸阳 S1110117040054 luoyanyang@tfzq.com

建筑材料研究团队

盛昌盛 S1110517120002 shengchangsheng@tfzq.com
武浩翔 S1110518010003 wuhaoxiang@tfzq.com
侯星辰 S1110118050014 houxingchen@tfzq.com

建筑工程研究团队

唐笑 S1110517030004 tangx@tfzq.com
岳恒宇 S1110517040005 yuehengyu@tfzq.com
陈航杰 S1110117080122 chenhangjie@tfzq.com
肖文劲 S1110117040077 xiaowenjin@tfzq.com

交通运输研究团队

姜明 S1110516110002 jiangming@tfzq.com
张峰 S1110518080008 zhangfeng@tfzq.com
李轩 S1110117050063 lixuan@tfzq.com
曾凡喆 S1110116090042 zengfanzhe@tfzq.com
黄盈 S1110518080007 huangying1@tfzq.com

金融工程研究团队

吴先兴 S1110516120001 wuxianxing@tfzq.com
张欣慰 S1110517010003 zhangxinwei@tfzq.com
陈奕 S1110517080005 chenyi@tfzq.com
何青青 S1110118070111 heqingqing@tfzq.com
王喆 S1110118030014 wangzhe@tfzq.com
陈可 S1110118030016 chenke@tfzq.com
杨丽华 S1110118070070 yanglihua@tfzq.com
缪铃凯 S1110118070033 miaolinkai@tfzq.com
韩谨阳 S1110117070064 hanjinyang@tfzq.com

领导层研究团队

赵晓光 S1110516100006 zhaoxiaoguang@tfzq.com

农林牧渔研究团队

吴立 S1110517010002 wuli1@tfzq.com
刘哲铭 S1110517070002 liuzheming@tfzq.com
杨钊 S1110517070003 yangzhao@tfzq.com
魏振亚 S1110517080004 weizhenya@tfzq.com

汽车研究团队

邓学 S1110518010001 dengxue@tfzq.com
娄周鑫 S1110117020010 louzhouxin@tfzq.com
张程航 S1110518070005 zhangchenghang@tfzq.com
周沐 S1110116090067 zhoulufang@tfzq.com
文康 S1110118080049 wenkang@tfzq.com

轻工研究团队

范张翔 S1110518080004 fanzhangxiang@tfzq.com
武楠 S1110118070062 wnan@tfzq.com

商贸零售&社会服务业研究团队

刘章明 S1110516060001 liuzhangming@tfzq.com
吴晓楠 S1110517050001 wuxiaonan@tfzq.com
张璐芳 S1110517020001 zhanglufang@tfzq.com
孙海洋 S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com

生物医药研究团队

杨烨辉 S1110516080003 yangyehui@tfzq.com
郑薇 S1110517110003 zhengwei@tfzq.com
潘海洋 S1110517080006 panhaiyang@tfzq.com
李扬 S1110117120001 lyang@tfzq.com
王金成 S1110518070002 wangjincheng@tfzq.com

石油化工研究团队

张樨樨 S1110517120003 zhangxixi@tfzq.com
刘子栋 S1110117070072 liuzidong@tfzq.com

食品饮料研究团队

刘鹏 S1110516070001 liupeng1@tfzq.com
刘宸倩 S1110118060019 liuchengqian@tfzq.com
何长天 S1110117010026 hechangtian@tfzq.com

通信研究团队

唐海清 S1110517030002 tanghaiqing@tfzq.com
王奕红 S1110517090004 wangyihong@tfzq.com
王俊贤 S1110517080002 wangjunxian@tfzq.com
容志能 S1110517100003 rongzhineng@tfzq.com
姜佳汛 S1110117040069 jiangjiaxun@tfzq.com

投资策略研究团队

徐彪 S1110516080001 xubiao@tfzq.com
刘晨明 S1110516090006 liuchenming@tfzq.com
梁金鑫 S1110518060001 liangjinxin@tfzq.com
李如娟 S1110518030001 lirujuan@tfzq.com
崔杨杨 S1110118050044 cuiyangyang@tfzq.com
姜禄彬 S1110116080028 jianglubin@tfzq.com
吴黎艳 S1110118070078 wuliyang@tfzq.com
许向真 S1110518070006 xuxiangzhen@tfzq.com

银行研究团队

廖志明 S1110517070001 liaozhiming@tfzq.com
林瑾璐 S1110517090002 linjinlu@tfzq.com
朱于敞 S1110118080048 zhuyutian@tfzq.com

有色金属行业研究团队

杨诚笑 S1110517020002 yangchengxiao@tfzq.com
田源 S1110517030003 tianyuan@tfzq.com
孙亮 S1110516110003 sunliang@tfzq.com

时奕	S1110117080016	shiyl@tfzq.com	田庆争	S1110518080005	tianqingzheng@tfzq.com
			王小芃	S1110517060003	wangxp@tfzq.com
			中小盘研究团队		
			吴晓宇	S1110516100002	wuxiaoyu@tfzq.com
			崔琰	S1110516100005	cuiyan@tfzq.com
			中小市值研究团队		
			王聪	S1110117070067	wcong@tfzq.com
			蒋梦晗	S1110117070031	jiangmenghan@tfzq.com
			戴飞	S1110118010075	daifei@tfzq.com

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%20%
		持有	预期股价相对收益-10%10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)87618889	电话：(8621)68815388	电话：(86755)23915663
	传真：(8627)87618863	传真：(8621)68812910	传真：(86755)2571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com