

重点报告列表

总量研究

领域	报告标题	分析师
宏观	国企降杠杆目标出台——光大宏观十日谈 20180916	张文朗/黄文静
宏观	压力犹存——2018 年 8 月经济数据点评	张文朗/邓巧锋/郭永斌/黄文静
策略	靴子落地，银行理财参与资本市场进入上升期——2018 年 9 月 19 日中证登修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》点评	谢超
策略	资金净流出 167 亿元，宏观流动性短松长紧——第 37 周股市资金跟踪	谢超
策略	转机：四季度——策略前瞻之三十七	谢超
债券	我国债券违约求偿途径及难点分析——债券违约专题研究之二	张旭
债券	高等级房企中期流动性指标改善——房企 18 年中期流动性压力测试	刘琛/张旭
债券	2018 年产业债评级下调原因探析（中游篇）——评级调整系列专题之八	张旭

行业研究

行业	报告标题	评级	分析师
化工	德国默克显示材料发展史——他山之石系列报告之十	增持	袁孝锋
环保	全国危废跨省转运路径透视——危废行业深度解析（四）	增持	王威/殷中枢
公用环保	A、H 股燃气行业复盘报告：从 1 到 10——天然气行业系列报告（六）	增持	王威
公用环保	我国大气治理路线回顾——大气治理行业专题研究	增持	王威/殷中枢
公用环保	电力行业：踏平坎坷成大道——兼议近期部分燃煤机组上网电价下调	增持	王威
公用环保	杜绝一刀切，唐山立标杆——《唐山市 2018-2019 年采暖季钢铁行业错峰生产方案》点评	增持	王威/殷中枢
医药	带量采购：祸福相依，危机并存——“大医保”动态跟踪系列报告之三	增持	林小伟/梁东旭/宋硕
公用环保	社保影响哪家小，公用风景独好——简析社保缴费政策变化对公司净利润的影响	增持	王威/殷中枢
建材	2018 年 1-8 月建材行业需求端数据点评	买入	陈浩武
新三板	在线教育：教育+互联网，直播+AI——教育行业跨市场研究报告之八		刘凯/曹天宇
房地产	流动性 vs 补库存，拿地深度下沉策略分化——光大地产 A+H 重点公司样本库动态跟踪报告（9.1-9.16）	增持	何缅甸
家电	渠道弹性确保短期业绩，一户多机带来长期成长——当前时点对空调行业成长性的再审视	增持	甘骏/金星
电新	印度进口光伏产品征税又现反转，全年装机不确定性增——印度光伏进口产品加征关税事件点评	买入	唐雪雯
新三板	山东新高考：2020 年整体实施，引入综合评价招生——教育行业重大事项点评十四之《山东省深化高等学校考试招生综合改革试点方案》		刘凯

公司研究

所属行业	报告标题	评级	分析师
轻工	与蚂蚁区块链多维度战略合作, 积极布局新型电子票证业务——东港股份 (002117.SZ) 公告点评	买入	黎泉宏/袁雯婷
通信	中标联通 4G 模组项目, 物联网布局成效逐步凸显——日海智能 (002313.SZ) 公告点评	增持	石崎良
电子	实控人增持彰显信心, OLED 与 LTPS 助力公司未来发展——深天马 A (000050.SZ) 实际控制人增持股份点评	买入	杨明辉
医药	定增方案获审核通过, 有效补充研发投入与产业化资金——安科生物 (300009.SZ) 公告点评	买入	林小伟/经煜基
电子	公司前三季度业绩预告超预期, 未来将持续发力——三环集团 (300408.SZ) 2018 年前三季度业绩预告点评	买入	杨明辉
纺服	业绩高增+战略明确, 本土高级时装集团呼之欲出——歌力思 (603808.SH) 深度报告	买入	李婕/孙未未
房地产	销售低位复苏, 高管积极增持——陆家嘴 (600663.SH) 动态跟踪报告	增持	何缅甸
新三板	业绩大幅增长, 产能迅速扩张——芳源环保 (839247.OC) 2018 年中报点评		刘凯/马瑞山

海外市场研究

领域	报告标题	分析师
策略	情绪面均值回归带动反弹, 宜被动参与继续紧扣蓝筹——海外策略周报 2018.09.16	陈治中/陈彦彤

所属行业	报告标题	评级	分析师
消费品	多极增长下的双品牌龙头——雅生活服务 (3319.HK) 投资价值报告	买入	周翔/秦波

特别说明

本资料为光大证券研究所研究报告摘录, 所载信息均摘编自光大证券研究所已正式发布研究报告, 供机构投资者客户参考。若对报告摘编产生歧义, 应以报告发布当日完整内容为准。本资料仅代表报告发布当日的判断, 相关分析意见及建议, 可能会随时间的推移而变动, 光大证券研究所可在不发出通知的情形下做出更新或修改, 投资者请自行关注并及时跟踪相应的更新或修改。

重点报告摘要

国企降杠杆目标出台——光大宏观十日谈 20180916

发布日期：2018-09-17

分析师：张文朗/黄文静；联系人：郑宇驰

降低国有企业资产负债率划定量化目标。《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》印发，要求推动国有企业平均资产负债率到2020年年末比2017年年末降低2个百分点左右。2016年至今，国有企业资产负债率有一定程度的降低。仓储业、房地产业、建筑业国企资产负债率较高，其中包含部分城投公司。工业行业中，国有控股企业与行业平均资产负债率差异排名前三的是木材加工和制品业、家具制造业、农副食品加工业。

8月房价环比、同比均继续提速，环比1.5%、同比8.0%。房贷利率继续上升。9月初30大中城市商品房成交面积增速保持平稳。8月汽车产销同比增速维持负增长，电影票房增速放缓，挖掘机销量延续放缓趋势。

限产预期反复促使钢价波动。总体基调相比前期有所缓解。全国高炉开工率上升，唐山高炉开工率波动，库存小幅回升。电厂耗煤快速回落，库存仍然高企。进入开工季，水泥、玻璃的现货价格上涨。一方面，水泥的限产力度要高于玻璃。另一方面，玻璃同时受到下游汽车产量、地产竣工面积负增长的影响，开工率偏低、库存偏高。

压力犹存——2018 年 8 月经济数据点评

发布日期：2018-09-16

分析师：张文朗/邓巧锋/郭永斌/黄文静

投资总体上如期继续下滑。1-8 月基建投资下滑拖累整体 FAI 下滑至 5.3%（前值 5.5%，去年同期 7.8%），地产投资小幅下滑，制造业投资小幅反弹。限制地方政府隐性债务政策制约“松信用”，1-8 月基建投资同比增长 0.7%（前值 1.8%）。房企加快周转与变现，地产投资增速仍在高位；制造业投资一枝独秀，目前制造业尤其是周期类投资增速较高，主要在于去年的供给侧改革和环保督查起到了产能去化作用，行业盈利明显改善，但未来或受需求下滑拖累，持续性存疑。基数效应导致工业生产小幅反弹，但增速维持低位，符合预期。社会消费品零售总额同比增速微升至 9.0%（前值 8.8%），但相较去年的 10.2% 的增速，依然较弱，社消提升主要是 618 影响消退所致，其中食品、饮料、烟酒、日用品、家电有所反弹，但汽车、地产后周期行业和医药下滑；“紧信用”大势不改，叠加贸易争端对企业预期的影响，经济下行压力依然存在。

靴子落地，银行理财参与资本市场进入上升期——2018年9月19日中证登修订《特殊机构及产品证券账户业务指南》点评

发布日期：2018-09-20

分析师：谢超；联系人：黄亚铷

靴子落地，商业银行理财开立证券账户获平等开户主体资格。4月27日央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（简称“资管新规”）中明确赋予各资管产品平等的开户主体资格，2018年9月19日中国证券登记结算发布的《特殊机构及产品证券账户业务指南》（以下简称“指南”）作出如下修订：

1、统一了各类产品的“证券账户自律管理承诺书”。此前承诺书要求商业银行开立证券账户时，要求承诺其证券账户仅限于“参与证券交易所标准化债券、信贷资产支持证券、优先股等固定收益类产品的投资”，此次修订为“参与法律、法规及监管部门许可的投资范围”。虽然5月30日发布的《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》中说明，“对公募理财产品投资境内上市交易的股票的相关规定由国务院银行业监督管理机构另行制定”，但“指南”修订在操作层面上为商业银行理财产品直接投资于股票市场扫除障碍。

2、允许一层嵌套情况下，信托受托人或证券、公募基金、私募基金、保险资管、期货资管产品管理人开户。原银行理财开立定向账户投资股票市场的，要求出具“自有资金承诺函”，该要求限制了银行理财直接通过一层定向账户投资股票市场。在“资管新规”之前部分银行通过“双层嵌套”或绕道“集合计划”等模式开户，而资管新规对上述模式的限制一是禁止“双层嵌套”，二是对“集合计划”投向集中度进行了限制。“指南”允许商业银行定向账户开立证券账户，为商业银行理财以多种方式参与资本市场提供了保障，商业银行理财通过委外方式参与二级市场投资不存在障碍。

“指南”修订有利于前期银行理财停滞的资本市场业务的继续推进，利好上市公司及股东融资类业务如股票质押、定向增发等；同时此前开户受阻的二级市场股票委外投资业务进度也预计获得新的重大进展。此两项变化，一是预计对上市公司及股东融资环境改善起到积极作用，二是为股票市场带来增量资金。

银行理财参与资本市场业务进行上升期。2012年8月中国结算发布《关于信托产品开户与结算有关问题的通知》解决信托开立证券账户、2014年3月发布了《关于私募投资基金开户和结算有关问题的通知》赋予私募基金开户主体地位后，相关主体的业务在之后2年得到迅速扩张。银行理财作为金融市场中的重要主体，进入门槛的放开，将长期有利于银行理财继续扩大服务资本市场的广度和深度，银行理财资本市场业务进行上升期；同时进一步丰富资本市场参与机构的层次和结构，对资本市场风险偏好形成长远影响。

风险提示：1、利率大幅上行；2、中国改革不及预期；3、美股大幅波动。

资金净流出 167 亿元，宏观流动性短松长紧——第 37 周股市资金跟踪

发布日期：2018-09-19

分析师：谢超；联系人：黄亚铷

上周市场情绪面偏悲观。上周 A 股日均换手率 0.53%（前值 0.56%），日均成交量 247 亿股（前值 260 亿股），日均成交额 2395 亿元（前值 2581 亿元）。两融交易占比为 7.4%（前值 7.8%）；主板日均主动净卖出 75.0 亿元（前值净卖出 66.5 亿元）；中小板日均主动净卖出 40.34 亿（前值净卖出 20.9 亿元）；创业板日均主动净卖出 27.50 亿元（前值净卖出 17.4 亿元）。上周新增投资者数量为 23.58 万（前值 24.06 万）。股指期货持仓量方面，上证 50 环比下降 14.33%（前值下降 2.83%），沪深 300 环比下降 16.66%（前值下降 2.93%），中证 500 环比下降 21.31%（前值下降 3.24%）。上周解禁 520 亿（前值 437 亿），本周解禁 211.75 亿。

上周市场资金净流出 167 亿元（前值净流出 45 亿元）。流入方面：公募基金新发行 15.12 亿元（前值 72.68 亿元）；上周陆股通净买入 38.55 亿元（前值净卖出 8.55 亿元），从十大活跃个股所属行业看，净买入的前三行业是食品饮料（8.10 亿元，前值净买入 3.68 亿元）、电子元器件（5.69 亿元，前值净卖出 4.94 亿元）、石油石化（3.59 亿元）；净卖出的行业是钢铁（5.80 亿元）、银行（3.40 亿元，前值净卖出 8.64 亿元）、医药（3.01 亿元）。流出方面：IPO 融资规模 71.74 亿元（前值 41.19 亿元）；交易费用上周净流出 26.57 亿（前值 28.48 亿）；上周重要股东二级市场净减持 67.66 亿元（前值减持 0.80 亿元）：上周增持前三行业分别是商贸零售（1.26 亿元）、医药（0.35 亿元）、电力设备（0.32 亿元）；减持前三行业分别是房地产（61.69 亿元，前值增持 0.86 亿元）、计算机（3.80 亿元）、通信（0.84 亿元）。

宏观流动性方面：短松长紧。短端利率方面，上周公开市场操作一周净投放 2300 亿元（前值净投放 0 亿元）；DR007、R007-DR007 环比下降，其中 DR007 收于 2.62%（前值 2.67%），R007-DR007 上周收于-0.0003%（前值 0.07%）。长端利率方面，1 年期、5 年期、10 年期国债利率环比上升。1 年期国债收益率收于 2.86%（前值 2.84%），5 年期国债收益率上周收于 3.50%（前值 3.44%），10 年期国债收益率上周收于 3.6351%（前值 3.6301%）。

风险提示：1、利率大幅上行；2、中国改革不及预期；3、美股大幅波动。

转机：四季度——策略前瞻之三十七

发布日期：2018-09-16

分析师：谢超

三季度磨底，四季度有望出现转机。一是，美国的大博弈策略是以战促和，在美国中期选举之后，特朗普“战得选票”的动机有望边际减弱，大博弈有望出现边际缓和；二是，在结构性松信用、松货币、宽财政三发子弹的作用下，社融和基建数据有望在四季度出现企稳、甚至反弹，与此同时，年底的中央经济工作会大概率会释放削减增值税税率、扩张财政赤字的信号。在择时方面，长线资金当下即可以考虑布局；对于其他资金，调整时间的长度和估值高低均不是买进加仓的理由，应见机行事。在结构上，建议按照 G2 双杀下半场的逻辑，以银行为主的 25 只高股息标的作为底仓，把握大博弈、补短板下军工等科创股的政策窗口期，消费股的杀跌空间已经有限、静待长期配置机会的到来。

大类资产表现：人民币汇率小幅下跌，股指普遍收跌。十年期美债收益率环比上涨，报 2.99%；美元指数下跌 0.46%，报 94.9766；人民币兑美元贬值 0.21%；伦敦现货黄金跌幅 0.25%；WTI 现货原油上涨 1.24%，至 68.59 美元/桶。

权益大势回顾：A 股普遍收跌。本周上证综指收跌 0.76%，上证 50 收跌 0.50%，沪深 300 收跌 1.08%，中小板收跌 3.17%，创业板指收跌 4.12%，中证 500 收跌 2.54%。从 PETTM 来看，估值所属分位依次为：上证 50(20%)、沪深 300(18%)、上证 A 股(15%)、剔除温氏乐视后的创业板(14%)、中证 500(1%)。从 PB 来看，估值所属分位依次为：上证 50(10%)、创业板(14%)、沪深 300(8%)、上证 A 股(4%)、中证 500(1%)。

行业比较概览：大部分行业下跌，医药领跌。上涨的前五行业分别是石油石化、汽车、家电、电力设备、银行，而跌幅最大的五个行业分别是医药、建材、电子元器件、计算机、传媒。估值方面：房地产(0.13%)、建材(0.25%)、商贸零售(1.13%)、医药(3.01%)、电力设备(3.88%)、纺织服装(4.64%)的最新 PETTM 低于历史 5%分位；商贸零售(0.13%)、传媒(0.13%)、房地产(0.25%)、非银行金融(0.38%)、电力设备(0.75%)、电力及公用事业(2.26%)、银行(3.01%)、煤炭(4.76%)的最新 PB 低于历史 5%分位。陆股通方面，本周净买入的前四大行业是食品饮料、电子元器件、石油石化、机械。

未来一周需知：9 月 17 日欧盟公布 8 月 CPI 同比；9 月 19 日美国公布 8 月 CPI 环比。

风险提示：1 利率大幅上行；2 中国应对不及预期；3 美股大幅波动

我国债券违约求偿途径及难点分析——债券违约专题研究之二

发布日期：2018-09-19

分析师：张旭；联系人：曾章蓉

债券违约后主要的求偿途径

我国债券违约后的求偿并没有统一的处理模式或流程。总体来讲，我们可以分为是否进入司法程序进行划分，将主要的求偿途径总结为七大类。

1) 协商解决是双方共赢的最优方式

债券违约后，债权债务双方协商解决是双方共赢的最优方式，前提是债权人自身的偿债能力以及偿债意愿较好，通常由于突发状况导致的违约事件，协商延迟兑付能够将双方的损失降到最低。主要问题在于协商缺乏法律约束力，兑付进程无法保障。

2) 向保证人求偿

第三方保证担保，需要关注保证人的担保资格，尤其是代偿能力以及代偿意愿，避免担保人“担保而不保”。另外，需要关注触发代偿责任的条款设置，对于存在第三方“流动性支持”承诺的债券要审慎。

3) 通过 AMC 处置债权

与具有不良资产处置资质与能力的 AMC 合作，是解决债券违约求偿的一种有效方式。通常债券持有人约分散，越不利于提高谈判效率。此外，由于该模式当前运用较少，对于不良债券的定价仍在探索中。

4) 变现抵质押物

对于有抵质押物担保的债券，需要做好押品的后续管理；此外，需要鉴别抵质押物的估值以及变现速度，例如，林权、非上市公司的股权作为质押品存在较大的瑕疵。实际操作过程中，尽可能选择价值稳定，变现流通速度较快的抵质押物。

5) 违约求偿诉讼

在债权人怠于履约，无力履约的情况下，债权人进行法律诉讼是主要的手段。难点在于如何排查企业的资产，提前采取资产保全，避免缺乏抓手的状况。另外，可能存在债务人不执行一审裁定、进行二审上诉，拖延执行时间等状况。整体上面临“起诉容易、进程缓慢、执行艰难”等问题。

6) 破产申请

破产申请主要是指债权人向法院提起，在法院的主导下进行的破产重整以及破产清算，由于破产申请有特定的法律程序以及要求，流程较长。此外，破产流程涉及各方利益的平衡，债券投资者的清偿率可能不及预期。目前我国债券市场违约的案例中，最终通过破产申请的求偿处置较少。

风险提示：警惕经济下行超预期，“宽货币”向“宽信用”传导不及预期。

高等级房企中期流动性指标改善——房企 18 年中期流动性压力测试

发布日期：2018-09-16

分析师：刘琛/张旭

中期流动性指标

前期我们在 18 年中做的地产压力测试中，通过纳入 18 年半年报数据，发现多数地产企业半年报表现高于 18 年年初对于全年短期现金流的预测。

本次报告我们因而再度参考对于地产企业中期流动性指标的考察。我们通过（存货-预收账款）/（总债务-货币资金）的指标，来衡量企业储备的流动资产对中长期债务的覆盖能力。值得注意的是，我们在存货中剔除预收账款，是剔除已销售并回笼资金的存货对待售存货的影响。

我们统计的主体，是截至 18 年 9 月 15 日已发行半年报、且 15 年至 17 年半年报数据均披露的万得和申万房地产开发板块共 42 家、主体评级为 AAA 的上市和非上市地产企业。

18 年上半年高等级地产开发企业存货增速相对均匀

旭辉集团、苏高新集团和新城控股存货增长明显。对比 171H 和 181H 存货的增速来看，高等级地产开发企业增速分布较为均匀，存货增速没有出现明显趋势性调整。

同样预收账款的增速也有所回落

仅 17 家企业 181H 预收增速超过去年同期。相比去年同期 4.72 亿预收账款，181H 20.6 亿预收账款的无锡城发完成去年全年 23.27 亿元的近 90%，虽然增长迅猛但存货却为负增。金科股份和华侨城的预收款增长维持平稳。

181H 整体来看，42 家企业中有 32 家企业中期流动性指标较 17 年全年好转

整体来看 42 家主体中，有 32 家企业中期流动性指标较 17 年全年好转，其中龙光控股和新城控股较为突出。如果不考虑各个房企之间的业态差异、存货周转速度、所在区域和售价的问题，仅假设 18 年的走势延续 16 年或 17 年最差的情况，有 24 家主体的中期流动性指标为正值，即存货货值高于预收款项；其中 8 家指标大于 0.5，对有息债务覆盖较强。

需注意的是，中期的流动性衡量指标也有一定局限性。首先，货币资金需同时考虑受限情况。其次，中期流动性对债务的覆盖能力，不仅取决于指标的大小，还取决于存货的变现能力。

风险提示：地产投融资和销售政策调控进一步趋紧。

2018 年产业债评级下调原因探析（中游篇）——评级调整系列专题之八

发布日期：2018-09-15

分析师：张旭；联系人：危玮肖

本篇为 2018 年评级调整系列专题，主要对重点中游行业的评级调整原因进行梳理。

下调主体数量

下调主体数量同比明显减少，化工行业仍为中游行业主体评级下调的“重灾区”，电子、电气设备、国防军工行业信用资质明显改善。截止 2018 年 9 月 9 日，中游行业产业债主体中共有 18 家被下调评级或展望，相比于 2017 年同期的 33 家，下调数量明显减少，化工行业共有 9 家主体评级遭下调，钢铁、机械设备、轻工各有 2 家，建筑材料、建筑装饰和农林牧渔业各有 1 家，而电气设备、电子、国防军工等行业今年来无主体评级被下调。评级下调的“重灾区”依然集中在化工行业，而评级下调数减少的行业主要集中在电气设备、电子、国防军工行业。主要原因在于上游原材料如石油、煤炭等价格上涨，能源供不应求的背景下，新能源汽车行业迎来了快速发展，使得电气设备行业迎来了新的发展机遇；电子行业则受益于近年以来互联网、大数据、人工智能的快速发展带来了集成电路销售的欣欣向荣，业绩表现突出；军民融合与国防建设的进一步推进也稳定了国防军工行业的发展前景。而主体评级下调数最多的化工行业主要是由于上游原材料价格的上涨以及企业安全生产事故频发，使得企业生产成本上升，盈利能力下降，生产经营的不确定性增大。

评级下调的原因

评级下调主要由几类因素引发，包含财务因素、经营因素、管理因素以及政策因素等。财务因素方面，营业利润未能出现明显好转，而亏损规模加剧，在原材料价格上涨的背景下，原先资质较差的企业由于历史遗留问题仍面临较大的运营压力，是引发评级下调的主要原因。经营因素中涉及行业风险、市场竞争、安全生产等具体问题。管理因素包括资产重组、关联交易等对公司造成的冲击。政策调控风险，政府补贴变化对发行人资质的影响。

风险提示

除了财务因素外，公司经营和管理、政策因素等均可能触发评级调整，应持续关注其他因素对评级造成的影响，以及评级调整后可能对估值造成的冲击。

德国默克显示材料发展史——他山之石系列报告之十

行业评级：增持

发布日期：2018-09-21

分析师：裘孝锋；联系人：肖亚平

回顾德国默克的发展历史，我们可以得到如下的几点启示：

技术领先构建行业壁垒。技术是默克液晶业务的护城河，并通过专利构筑知识产权保护壁垒。在 100 多年的时间里，默克长期致力于先进液晶材料的研发，并在这方面积累了丰富的专业知识和专利技术。默克用严密的专利网构筑起坚实的技术壁垒，拥有全球将近三分之一的液晶材料专利，是液晶领域拥有专利最多的企业。默克通过高研发投入、合作创新等确保其技术始终处于行业前列，以保持其长久的竞争力。2017 年，默克性能材料板块研发年投入 225 百万欧元，占其销售收入的 9.2%，并在全球 13 个地区设有研发中心，超过 400 名研发人员专注于显示材料的开发。

面向未来多路径持续创新。默克重视技术趋势，持续进行面向未来的创新。在技术路径尚不成熟的情况下，默克不局限于某一单一技术路线，而是多方向投入。默克在现有主流液晶显示技术方面持续投入；同时，针对下一代显示技术 OLED，默克在在打印 OLED、印刷 OLED 等均有布局，并针对未来的可能技术量子点等进行布局。这种面向未来的多路径创新策略帮助默克紧跟技术发展趋势，防范技术风险，从而维持其长期的优势地位。

深耕细作全品类布局液晶领域。德国默克充分运用其液晶的技术和品质优势，最大化液晶的商业价值。默克提供显示领域的 TFT、TN、STN 以及 UB-FSS、VA 等多种类型的液晶材料，并从背板到前端的触控屏都进行了布局。此外，默克积极探索液晶在电视机、笔记本电脑、智能手机和平板电脑之外的其他应用领域，开发适用于新用途的新型液晶材料，包括建筑领域的液晶玻璃、汽车领域的液晶窗以及智能天线等。基于新一代的 OLED 显示材料，默克拓展了其在照明领域的应用。深耕细作与全品类布局是默克常年保持行业领先的重要秘诀之一。

合作共赢与客户共同成长。合作创新是默克一贯采取的策略。默克既与客户合作也与其他企业及创新机构合作。一方面，通过与客户的密切合作，默克始终了解市场需求及技术变化趋势，并紧跟客户需求，及时响应，为客户提供量身定制产品，培育和帮助下游客户，共同提升产业成熟度，推动整个产业链前行。另一方面，通过与其他企业及创新机构的合作，默克充分利用其他企业与机构的技术优势，帮助加快自身创新速度并进入新技术领域，不断推出新材料，以巩固其在液晶领域的领先地位。

全国危废跨省转运路径透视——危废行业深度解析（四）

行业评级：增持

发布日期：2018-09-20

分析师：王威/殷中枢；联系人：黄帅斌

全国纵览：中部地区洼地效应明显；跨省转运种类集中度高。

从全年净转出量来看，中部地区呈现“洼地效应”，即危废大量转入中部地区——特别是江西、安徽等省份。从全国范围来看，中部地区产废量和产废强度也相对较低。

从危废跨省转运的种类来看，集中度 CR5 高达 80%。全国转运量中以含汞废物、其他废物、表面处理废物、精（蒸）馏残渣和有色金属冶炼废物为主。

地区详解：就近转运为主，江浙危废转出辐射全国。

整体来看，危废仍以就近转运为主。东北地区：整体转运量较小，接收江苏、山东危废较多，转出至河北、内蒙古较多。华北地区：区域内两条主要路线为，1) 内蒙古-河北（精馏残渣）；2) 北京-天津。同时，接收浙江、江苏、山东转出的危废。华东地区：危废跨省转运最为活跃的地区，安徽、江西整体作为主要接收省，江苏、浙江、山东作为主要转出省，华东省份向区域外大量运出危废。华南地区：危废外运活跃，主要路线为，1) 广东-湖南（有色金属冶炼废物）；2) 广西-贵州（有色金属冶炼废物）。华中地区：整体呈净转入态势。河南、湖北主要接收江苏、浙江转出的危废，湖南则主要接收云南、广东转出的危废。西北地区：除区域内就近转移外，陕西大量接收四川转出的危废，青海、新疆主要接收江苏、山东的危废。西南地区：主要转运路线为，广西、云南-贵州（有色金属冶炼废物）。

攻守之势：主要转出大省鼓励外运，转入地跨省接收政策正趋严。

虽然从国家层面看，危废跨省转移管制并无加严迹象，但地方政府通常结合自身利益考量，对危废跨省转移的态度相差甚远。江苏、福建等产废大省份对推动危废外运更为积极，以缓解本省处置压力，而自 2017 年以来，已有新疆、安徽、河北、河南、山东、湖南、海南、贵州、福建、宁夏等接收地发布政策，禁止将省外危险废物转移至本省贮存、焚烧或填埋，并严格控制省外危废转移至本省进行资源化利用。考虑到环保压力下，危废净转入省份面临较大风险，政策上的收紧符合地方政府利益。

投资建议：继续看好东部沿海危废处置需求旺盛

全国危废转运情况反映出东部沿海地区危废处置设施供不应求状态。大量危废向临省江西、安徽转运，同时向华中、西北、东北地区远距离转运。2018 年在环保压力下，危废净转入省份纷纷收紧转运门槛，且对跨省焚烧、填埋尤为严格。外部环境的收紧必将进一步加剧区域内危废供需不平衡，行业景气度有望持续提升。维持危废子行业“买入”评级。建议关注重点区域布局较多，且同时具备优质运营能力的中国光大绿色环保、海螺创业、东江环保。

风险分析：行业政策发布不及预期，经营出现重大负面事件，项目拓展受制于融资环境。

A、H 股燃气行业复盘报告：从 1 到 10——天然气行业系列报告（六）

行业评级：增持

发布日期：2018-09-17

分析师：王威；联系人：于鸿光

研究背景：近年来，受益于环境约束趋紧、叠加政策支持等因素，天然气行业迎来快速发展。纵观 A、H 股燃气市场的二级市场表现，差异不可谓不明显。此外，近年来燃气行业的发展造就了一批 H 股全国型燃气龙头公司，其成长之路值得借鉴。

A、H 股燃气公司的演变：由于公司发展时点、区位特征、发展战略等因素的差异，A、H 股公司的成长属性亦呈现分化特征。H 股燃气公司上市时间总体较早，彼时正处于天然气行业高速发展的黄金时期，此阶段下游用户市场基本属于蓝海市场。借助行业发展的东风及先发优势，H 股燃气公司通过内生外延增长，历经十余年发展，逐步成长为全国性燃气行业龙头公司。相比而言，A 股燃气公司上市时间较晚，多为区域型燃气公司，燃气业务经营区域多集中于公司总部所在地，异地业务扩张较少。受规模体量、经营区域差异等因素的影响，H 股燃气行业的归母净利润增速相对稳定，而 A 股燃气行业归母净利润增速波动较大。

复盘 H 股燃气龙头公司的崛起之路：我们选取了目前 H 股燃气龙头公司——中国燃气、新奥能源、华润燃气作为研究对象，探索其成长轨迹。我们认为，三大 H 股燃气龙头公司的成长要素包括城燃项目积极扩张及燃气衍生业务的拓展。三大 H 股燃气龙头公司上市初期，正值经济高速发展时期及城市燃气市场的蓝海时期。借助资本力量，三大 H 股燃气龙头公司均不断扩大燃气经营区域，拓展燃气项目。此外，除燃气接驳和燃气销售的核心业务外，三家燃气龙头公司均拓展燃气行业相关布局，以分散城市燃气行业运营风险。

政策对燃气股的影响几何？我们认为，近年来燃气行业关注度的提升主要基于以下两方面政策因素：环保因素和改革因素。作为天然气产业链的中下游环节主体，受益于行业政策驱动，燃气公司天然气销售量增长的确性增强。随着天然气价格改革的推进，管输费、配气费存在调整风险，但调整结束后价格变化的不确定性减弱，相关扰动因素缓解，燃气公司的成长逻辑更加清晰。此外，通过价格调整可以提升天然气价格吸引力，从而争取天然气消费增量。

投资建议：我们认为，燃气公司未来的发展看点主要在于：城市燃气项目的拓展、特许经营区域用户的培育和天然气产业链的延伸。维持燃气子行业“买入”评级，推荐布局产业链上游，业绩增长确定性较强的城市燃气公司：深圳燃气、新天然气。

风险分析：天然气销售量增长低于预期，新用户接驳数量下滑或接驳费用降低的风险，燃气公司采购价格超预期上涨，管输费、配气费进一步下行的风险等。

我国大气治理路线回顾——大气治理行业专题研究

行业评级：增持

发布日期：2018-09-21

分析师：王威/殷中枢；联系人：郝骞

路线之变——大气治理半世纪

我国的大气污染防治起步于 1970 年，大气污染治理路线经历了“控制酸雨”——“大气十条”——“蓝天保卫战”的发展，治理措施从火电脱硫到火电脱硝除尘、再到其他行业限产、直至当前的非电提标改造，污染防治也从单一的二氧化硫扩展到五大空气污染物全面控制，治理手段丰富，技术先进，范围全面，我国大气污染防治三十年间实现了快速发展。

目标不变——改善空气质量，增强人民幸福感

我国大气污染治理的目标始终不变：减少大气污染物排放，改善环境空气质量，增强人民幸福感。2018 年 7 月 3 日，国务院发布《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，明确了我国大气治理的下一个阶段性量化目标：2020 年二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15% 以上；PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18% 以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25% 以上。日前发生的 PM2.5 约束“从 5% 到 3%”，以及部分省市实施差异化错峰生产，并不会改变蓝天保卫战的终极目标，只是在节奏上的适度放缓，同时增强治理的自主和科学性。

环保任务与经济发 展的“对立统一”

环保趋严和经济发展并不是单纯的博弈关系。前期壮士断腕似的去产能，一刀切似的调结构的确会对经济发展产生不利的影响，但是长期来看，环保要求的提高有利于经济的合理健康发展。我们认为在当前已取得一定环保治理效果的情况下，通过科学、分梯度的环保治理方法，既可以不对经济产生明显的负面影响，也将是未来实现环保目标平稳且正确的路径

投资建议：

后“大气十条”时代，大气污染治理需求不减，“污染防治”位列三大攻坚战之中，蓝天保卫战更是重中之重，后续非电大气治理行业脱硫、脱硝、除尘、无组织排放颗粒物、VOCs 需求将有续开启。

《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》从 8 月初的征求意见稿到正式发布，大气考核指标已由 5% 降至 3%。日前唐山市正式发布《重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见的通知》，明确按评价等级实施差异化错峰生产，而其余各省市尚未出台具体的限产方案，需持续关注后续各省市政策发布情况。

风险分析：

政策发布时间及标准不及预期。

电力行业：踏平坎坷成大道——兼议近期部分燃煤机组上网电价下调

行业评级：增持

发布日期：2018-09-19

分析师：王威；联系人：于鸿光

2018年3月我们在《电力行业——走出“至暗时刻”》中明确提出：“2018宏观经济开局偏弱且预期缺乏亮点，国际贸易形势复杂化，火电行业基本面和估值均已在底部，我们认为火电作为稀有的“逆周期”行业，将逐步走出“至暗时刻”并发挥对冲宏观经济风险的作用，建议增加配置。维持电力行业“增持”评级，首选行业龙头华能国际（A、H）、华电国际（A、H），推荐浙能电力。同时，水电行业作为传统的近似无周期的行业，亦可较好抵御经济波动，推荐川投能源。”虽然经历了一系列电价调整、煤价波动带来的预期扰动，上述逻辑仍然成立甚至得到了强化。

近期持续偏弱的宏观经济形势已经逐步在多个行业基本面及二级市场走势上得到体现，同时，在通胀预期、下游行业承受能力等方面压力作用下，供给侧改革及环保约束有边际走弱的迹象和趋势。结合“2018年一般工商业电价平均下降10%”目标已近完成的现实，我们认为，火电行业最艰苦时期已经过去，当前不宜过于纠结于PE、PB等估值指标。与之相对应的是，2018年前三季度，火电龙头公司走势大幅战胜市场。

通过对2018年历次电价政策的梳理，我们认为，电力产业链各环节、各参与主体的盈利能力基本都在2016-2018年的“降成本降负担”过程中被明显压缩，继续挖潜、降低用能成本的空间已经不大，尤其是在盈利受压缩最严重的火电行业，继续合理挖潜的空间几乎没有。

近期三省的燃煤机组上网电价的调整机制是否相同？近期，陕西（榆林）、河北、山东陆续出台电价调整政策，但彼此之间有本质区别。我们判断陕西榆林地区下调上网电价行为是陕西二元供电结构的特殊环境下的个体行为。河北、山东的电价调整方案则并未调整燃煤标杆上网电价（具体分析请见正文）。我们认为，2018年“降低一般工商业电价10%”的任务导致全国范围内燃煤电厂标杆上网电价向下调整的可能性较低。虽然从纯数学层面上来说继续“行政性压缩”亦不会有问题，但我们坚持认为，目前的盈利状况已近无法保证火电供给的可持续性，若再行压缩，则下一轮用电高峰期（如2018年冬季），电力供应稳定性堪忧。参见《陕西缘何下调燃煤机组上网电价？》《个别省份上网电价下调，改变了什么？——关于降低一般工商业电价的讨论》。

投资建议：近期煤价、电价波动频繁出现，但我们仅将其视为短期扰动因素，我们自2018年一季度以来推荐火电行业的中期逻辑并未被破坏。电力股的替代效应（相对配置价值提升）和逆周期性（成本敏感性高于电量敏感性）仍为行业的核心驱动力，现阶段经济走弱概率越高，对于电力行业越为有利。维持公用事业“增持”评级，建议忽略短期市场煤价格、电量波动及电价调整等噪音扰动，继续增加电力行业配置。首推火电：华能国际、华电国际、浙能电力；水电：国投电力、川投能源、黔源电力。建议关注华能国际（H）、华电国际（H）。

风险分析：上网电价超预期下行，动力煤价格超预期上涨，电力需求超预期下滑，水电来水不及预期，电力行业改革进度低于预期的风险等。

杜绝一刀切，唐山立标杆——《唐山市 2018-2019 年采暖季钢铁行业错峰生产方案》点评

行业评级：增持

发布日期：2018-09-19

分析师：王威/殷中枢；联系人：黄帅斌

事件：唐山市政府正式发布《重点行业秋冬季差异化错峰生产绩效评价指导意见的通知》（以下简称《意见》），计划于 2018 年 10 月 1 日-2019 年 3 月 31 日实施。方案要求坚持质量导向、分类实施、因地制宜、错峰生产与重污染应急响应相结合的原则，按评价等级实施差异化错峰生产。

点评

何为差异化错峰？

按照《意见》要求，评价指标分为通用指标和差异化指标两种，钢铁行业差异化指标主要为排放标准、外部运输结构、产品附加值三个方面，将钢铁企业分为 ABCD 四类：A 类企业，在秋冬季期间不予错峰生产；B 类企业在秋冬季期间错峰 30% 左右（以高炉生产能力计）；C 类企业，在秋冬季期间错峰 50% 左右；D 类企业，在秋冬季期间错峰 70% 左右，烧结（球团）工序全部停产。

差异化错峰谁受益？答案是达到超低排放的企业

早在 2018 年 2 月份，河南省发布《2018 年大气污染防治攻坚战实施方案》，要求在 2018 年采暖季对钢铁、焦化、铸造、建材、有色、化工行业继续实施错峰生产，基本与 2017 年要求持平。在此基础上，对在 2018 年 10 月底前稳定达到特别排放/超低排放限值的相关行业企业，实施差别化限产，钢铁、焦化、建材行业在稳定达到超低排放后，均不再实施错峰生产。

对唐山影响如何？

1) 对比《唐山市 2017-2018 年采暖季钢铁行业错峰生产方案》，依据污染排放绩效标准，将钢铁企业分为绿、黄、红三类，大于 60 分为绿色区，采暖季限产比例不超过 43%；40-60 分为黄色区，限产比例在 75% 左右；40 分以下为红色区，按照 50% 左右的比例。2018-2019 年各项阶梯指标则为 70%、50%、30%、0%。相比之下，超低排放零错峰更具吸引力，相比去年优惠力度加大。

2) 根据 Mysteel 针对唐山市钢企差异化错峰生产等级的调研，目前唐山地区 C 类企业偏多，后期若积极完成超低排放及进行运输结构调整，且向相关部门争取分类升级之后，达到 B 类企业的数量将逐渐增多。因此，《意见》的实施将促使唐山钢企加大排放改造力度，加快实施进度。

非电超低排放已成大势

2018 年 1 月，环保部发布京津冀大气污染传输通道城市（“2+26”城市）执行大气污染物特别排放限值的公告，现有项目，包括火电、钢铁、石化、化工、有色（不含氧化铝）、水泥行业现有企业以及在用锅炉，自 2018 年 10 月 1 日起，执行二氧化硫、氮氧化物、颗粒物和挥发性有机物特别排放限值。超低排放目前尚未强制执行，但通过差别限产等鼓励措施形成“谁改造谁收益、早改造早受益”的局面，非电超低排放已成大势。

风险分析：政策发布时间及标准不及预期。

带量采购：祸福相依，危机并存——“大医保”动态跟踪系列报告之三

行业评级：增持

发布日期：2018-09-18

分析师：林小伟/梁东旭/宋硕

事件：

近期，国家将联合北上广深、沈阳、大连等 11 个城市（4+7），对通过质量和疗效一致性评价（含视同）的仿制药对应的通用名药品中遴选 33 个试点品种，由国家组织进行药品联合集中采购试点。

点评：

医保局主导带量采购，建议对降价压力适度乐观。国家医保带量采购办法脱胎于上海 GPO，基本思路是提升医保对药品采购使用的影响，取消质量分层，加剧竞争，以量换价，最终达到让医保基金降低总体用药花费的效果。带量采购优先级：质量>供应>价格，并非简单价格战。参考美国和日本经验，药品价格降幅与竞争者数量和现有价格体系紧密相关，本次带量采购总体降价压力不大。

带量采购重构行业竞争要素，加速药品更新周期，远期利好研发型药企和 CRO。目前政策细则仍具有较大不确定性，主要体现在全国价格联动、带量采购价格逐年变动、医务人员激励等方面。但相对较确定的是：1) 原研药可能主要着眼于剩下的 30% 销量；2) 产能充足、规格齐全、自供原料药、招商模式的优质仿制药企业相对受益。远期来看，带量采购重构行业竞争要素，加速药品更新周期，倒逼企业加强研发、提高经营效率、追求成本优势，远期利好优质研发型药企、CRO。

上海经验：加速了优质企业脱颖而出。上海 GPO 质量为先，保证供应稳定性下考虑价格，加速了优质企业脱颖而出。京新药业的瑞舒伐他汀即主要依靠供应稳定性和主规格价格优势中标。具体表现为：进口替代加速，质量达标、供应稳定、产品线齐全的企业优势明显。

投资建议：国家医保局作为非盈利性的国家机构，政策导向不会压制行业整体增速，更多是提高医疗费用支出的效率，加速结构优化。我们看好优质制剂企业持续受益后续政策，尤其是增量逻辑药企更为受益，推荐恒瑞医药、乐普医疗、华东医药、京新药业、信立泰、泰格医药，建议关注复星医药、华海药业、普利制药、海正药业。

风险分析：政策推进低于预期；降价幅度大于预期；竞争加剧。

社保影响哪家小，公用风景独好——简析社保缴费政策变化对公司净利润的影响

行业评级：增持

发布日期：2018-09-18

分析师：王威/殷中枢；联系人：郝骞

事件：

2018年7月20日，国务院印发《国税地税征管体制改革方案》，其中明确从2019年1月1日起，将基本养老保险费、基本医疗保险费、失业保险费、工伤保险费、生育保险费等各项社会保险费交由税务部门统一征收。

公用事业央企居多，缴费规范受影响较小：

我们选取了40家公用事业上市公司进行分析。根据我们的测算，共有9家公司无需补缴社保费用，说明公司已严格按照法律要求进行社保缴费。剔除上述9家公司以及另外2家公司数据异常后，按照新的政策剩余29家公司2017年需额外缴纳的总社保费用为9.77亿元，仅占其2017年总归母净利润的1.77%，行业整体受影响程度较小。

环保行业整体受一定影响，大型公司缴费相对规范：

我们同样选取了40家环保行业上市公司进行分析。根据我们的测算，剔除2家公司数据异常后，按照新的政策剩余38家公司2017年需额外缴纳的总社保费用为11.53亿元，占其2017年总归母净利润的5.63%。具体公司来看，补缴社保/归母净利润的影响程度从0.83%到18.07%不等，影响程度基本与市值成反比，规模性公司规范化程度高得以体现。

员工薪酬分布情况对社保补缴情况影响有限

为了进一步分析员工薪酬分布对社保补缴情况的影响，同时去除单一公司个体化差异对结果的干扰，我们将选取的40家公用事业和40家环保行业上市公司统一汇总为两家公司，即“公用”公司和“环保”公司，同时假定两个公司的员工工资呈正态分布，在平均工资已知的情况对标准差进行敏感性分析。根据我们的测算，在工资标准差为2000元/月的情况下，“公用”基本不受新政影响，补缴社保/净利润比值仅为0.41%；“环保”受影响相对较大，补缴社保/净利润比值达到7.43%。而在标准差从0~10000的变化范围中，标准差对“公用”和“环保”的补缴社保/净利润影响的波动范围分别为0.3%和1.4%，影响有限。

风险分析：政策细则发布以及具体执行不及预期。

2018 年 1-8 月建材行业需求端数据点评

行业评级：买入

发布日期：2018-09-17

分析师：陈浩武；联系人：胡添雅

2018 年 1-8 月水泥产量同比增长 0.5%，平板玻璃产量同比下降 0.1%

2018 年 1-8 月我国水泥行业产量 13.8 亿吨，同比增长 0.5%，单 8 月水泥行业产量 2.0 亿吨，同比增长 5.0%。2018 年 1-8 月累计增速较 2017 年同期提升 1.0 个百分点，环比 2018 年 1-7 月上升 0.8 个百分点。

我国平板玻璃产量 5.7 亿重量箱，同比下降 0.1%，单 8 月平板玻璃产量 7281 万重量箱，同比增长 1.9%。2018 年 1-8 月累计增速较 2017 年同期回落 5.7 个百分点，环比 2018 年 1-7 月上升 0.3 个百分点。

1-8 月水泥累计产量增速转正，玻璃累计产量增速小幅微降。8 月随着高温消退雨水减少，水泥需求恢复单月产量同比环比回升；玻璃需求逐步进入旺季单月产量同比增长。

2018 年 1-8 月除房地产投资外，投资端增速整体放缓

1-8 月我国城镇固定资产投资 41.5 万亿元，同比增长 5.3%，增速较 2017 年同期回落 2.5 个百分点，环比 1-7 月回落 0.2 个百分点；8 月投资完成 5.9 万亿元，同比增长 4.6%，增速较 2017 年同期提升 0.8 个百分点。固定资产投资增速回落，延续 2017 年整体增速放缓的态势。

1-8 月国内房地产投资累计完成 7.6 万亿元，同比增长 10.1%，增速较 2017 年同期上升 2.2 个百分点，环比 1-7 月下滑 0.1 个百分点；8 月国内房地产投资完成 1.1 万亿元，同比增长 9.3%，增速较 2017 年同期上升 1.3 个百分点。细分项目中，销售指标较好，带动购置、新开工面积增速持续反弹，施工环比改善，但竣工指标延续负增长态势。单月指标中，购置、新开工和施工指标均有两位数增长，竣工面积增速大幅下滑。

1-8 月我国基础设施建设投资（不含电力）同比增长 4.2%，增速水平较 2017 年同期回落 15.6 个百分点，环比 1-7 月回落 1.2 个百分点，且增速持续下滑且降幅较大。细分项均出现大幅回落：1-8 月铁路运输业增速-10.6%降幅收窄，道路运输业增速 9.3%，水利管理业增速-3.6%，公共设施管理业增速 3.0%。

1-8 月宏观经济数据简评：

国外形势严峻复杂，国内结构调整扎实推进，经济运行保持总体平稳。今年以来，我国基建投资和房地产投资增速一降一升，两者作用下使得我国固定资产投资增速虽有回落但总体保持稳定。分解基建投资和房地产投资分项数据，基建分项数据全部持续回落，房地产部分分项目连续四个月出现反弹；虽短期无忧，但若持续亦恐失稳。我们认为，下半年房地产投资增速缓慢稳定回落，基建投资增速触及低点后会企稳反弹，综合作用保证我国固定资产投资增速的整体稳定。

优选组合：水泥行业优选组合华新水泥、海螺水泥、万年青。新型建材优选组合鲁阳节能、山东药玻、中国巨石。

风险提示：固定资产投资、房地产投资增速持续下滑，基建投资不及预期。

在线教育：教育+互联网，直播+AI——教育行业跨市场研究报告之八

发布日期：2018-09-17

分析师：刘凯/曹天宇；联系人：冷玥

在线教育具备在线化、移动化、智能化特征，是教育产业未来最重要的发展趋势之一。从行业需求来看，升学就业需求、技术创新、政策规范创造千亿需求；从行业中的企业来说，企业属于不同的细分领域，盈利水平普遍偏低，但正在不断改善。我们判断快速、直播和 AI 将是在线教育的发展趋势，建议关注：新东方在线(00947.H)、尚德机构(STG.N)、正保远程教育(DL.N)、流利说(LAIX.N)、51talk (COE.N)、沪江教育科技 (00932.H)。风险因素为政策变化、竞争激烈导致盈利能力下降、知识产权受到侵害等。

风险分析：政策变化、竞争激烈导致盈利能力下降、知识产权受到侵害。

流动性 vs 补库存，拿地深度下沉策略分化 —光大地产 A+H 重点公司样本库 动态跟踪报告 (9.1-9.16)

行业评级：增持

发布日期：2018-09-17

分析师：何缅甸；联系人：王梦恺

首套按揭利率连涨 20 个月，北京公积金“认房认贷”

房产税列入一类立法规划，互联网+不动产登记 2019 年中实施；需求端 8 月按揭贷款利率继续上行，首套升至 5.69%，二套破 6%；8 月新增居民中长期贷款同比少增 55 亿，1-8 月累计同比减少 8.66%；短贷放量，1-8 月累计同比增加 20.39%；北京出台公积金新政“认房又认贷”全面收紧；广东省就共有产权房公开征求意见，多城加大保障房/租赁房供应。

龙头销售稳健增长，流动性 VS 补库存，拿地策略分化

销售方面，龙头房企如碧桂园、保利、融创、新城、华润等 1-8 月销售金额分别同比增长 38%、43%、65%、115%、33%，远高于同期行业整体增速 14%，强者恒强的集中度提升逻辑继续演绎。

土地方面，当前行业流动性压力与补货需求共存，龙头房企拿地策略出现分化。经过三年有效去库存，目前局部区域库存水平较低，克尔瑞数据显示 7 月上海/重庆的存销比仅为 3.4/1.0，局部区域开发商补库存需求提升，具备融资优势的国资房企 2018 拿地策略仍较积极，8 月出现明显分化。8 月万科、保利的新增土储总地价分别同比减少 54.3%、42.5%；而中海发展、华润置地新增土储权益地价分别同比增长 119.6%、50.8%。

全国与百城土地数据背离，房企规避调控，拿地持续下沉

全国来看，1-8 月全国土地购置面积约 1.65 亿方，同比增长 15.6%，增速较自 4 月起持续提升明显；百城来看，1-8 月 100 大中城市土地成交规划建筑面积同比增长 15.2%，增速较 1-7 月回落 4.5pc，连续两个月回落明显。

全国土地购置与百城土地成交情况出现背离，我们认为主因一二线调控严格执行，房企投资拿地更多下沉至中西部低能级城市。考虑到当前去库存任务已基本完成，低能级城市销售将逐步放缓，不排除部分区域未来存货去化压力重新提升的可能。

投资建议：关注龙头确定性价值和国改机遇

房地产延迟结算特性导致龙头地产短期业绩增长确定性较强，申万地产板块 PE 估值继续下挫创历史新低，短期龙头地产综合了低估值、高业绩、较强确定性三大优势，在流动性边际改善的前提下估值有望得到修复，短期内具备避险配置价值。建议关注地产龙头万科 A、保利发展、招商蛇口及 H 股的融创中国、中国金茂和华润置地。

同时建议关注国改加快带来的局部 α 机遇。如光明地产的控股母公司拥有较多土储，中华企业重组完成获优质资产注入，以及上实发展将在 2019 年 7 月前解决同业竞争。

风险分析：房企融资持续收紧或导致资金链承压；融资成本抬升或侵蚀利润；美元走强或导致房企汇兑损失加大。

渠道弹性确保短期业绩，一户多机带来长期成长——当前时点下对空调行业成长性的再审视

行业评级：增持

发布日期：2018-09-16

分析师：甘骏/金星；联系人：王彦玮

短期看：对于空调 7~8 月零售端的小幅下滑无需过度悲观，我们通过对龙头短期经营周期进行定量的情景测算，认为其全年的业绩确定性和持续性依旧保持，无需下修业绩预期。

长期看：地产调控带来的增速降档并不意味着行业成长性逻辑发生改变，支撑空调行业需求良好增长的本质驱动因素为其独特的一户多机属性。而对比经历过地产崩盘的日本空调普及历史，国内保有量尚处低位+地产逐步温和回复+更新升级趋势良好，所以随着偏低的居民收入对有效需求的压制被逐步打开，行业中长期成长性依旧，并未触及潜在天花板。

在当前行业弱市、市场风险偏好持续下行的背景下，市场对稳增长、高确定性的资产配置需求只会不断上升，白电龙头“物以稀为贵”的逻辑会进一步凸显。

我们建议关注：美的集团（中长期公司治理最优，持续回购带来安全边际，已停牌）、格力电器（三大白点中估值水平最低）、青岛海尔（三大白中经营周期更优，具备一定阿尔法）。

风险提示：经济增速放缓、地产销量下滑、原材料成本上涨。

印度进口光伏产品征税又现反转，全年装机不确定性增——印度光伏进口产品 加征关税事件点评

行业评级：买入

发布日期：2018-09-16

分析师：唐雪雯

事件：

2018 年 9 月，印度最高法院同意对进口太阳能电池和模块征收 25%保障税，并将于 10 月举行听证会。今年 7 月 30 日，印度商工部下设外贸总局（Directorate General of Trade Restrictions，简称 DGTR）建议对中国、马来西亚及部分发达国家的太阳能电池以及组件征收两年保障性关税，第一年收 25%，第二年上半年降至 20%，下半年降至 15%，随后奥西沙高等法院在 8 月 20 日之前发出暂停令。目前最高法院的新裁决使这项暂停令无效，光伏征税重启。

印度国内反应不一，征收关税推高电站投资系统成本

由于进口光伏产品价格较印度本地制造商低 8%-10%，2017 年印度全年进口组件超过 9GW，其中来自中国、马来等地的组件进口占比超过 90%。进口关税裁定保护本地光伏设备制造商利益，本土光伏产品制造商对相关征税裁定表示欢迎，而咨询公司 Movya 认为征税新政的不确定性将导致太阳能开发商参与竞标积极性下降，同时推高平均成本：相关组件成本从目前平均 2.60 卢比/瓦（对应 0.36 美元/瓦）至每单位约 3.00 卢比/瓦（对应 0.41 美元/瓦）。由于征税裁定将追溯至 2018 年 7 月 30 日，则 7 月 30 日至今约 1GW 组件进口量亦将新增约 7200 美元成本，进一步减缓相关电站项目开发进度。

招标热度持续，新增装机规模下降，印度新增装机恐受新政负面影响

Bridge to India 数据显示，二季度印度共发布 23 个项目累计 21.86GW 招标，环比增长 77%，其中屋顶光伏项目发布 10 个项目共计 382MW 招标，环比增长 221%，电站招标维持较高景气度。而 Marcom India Research 咨询公司数据显示，2018 年二季度印度光伏新增装机 1.6GW，同比下降 21%，环比下降 52%，显示印度市场受征税政策不确定性扰动，新增装机下滑。Marcom India Research 下调印度 2018 年全年装机预测至 8.3GW。

印度市场不确定性增强，部分国内厂商已有印度本地产能布局

2018 年二季度印度新投运光伏项目中，海外进口组件品牌占比仍维持高位，中国品牌市占率超过 70%。印度已成为除中国之外第二大光伏市场，2017 年全年新增装机约 10GW，而电池以及组件产能分别为 2.5GW、6GW，仍将依赖进口光伏产品以完成 2022 年累计 100GW 光伏装机规划。目前以隆基股份、阳光电源为代表的国内光伏产品厂商已经宣布或者启动印度本地产能扩张；另一方面，征税虽然导致光伏产品出口价格抬升，但目前产业链价格的下降以及第二年征税税率递减将缩小征税对印度本地光伏市场影响。

风险提示：印度光伏征税裁定最终结果严于预期，印度市场新增装机低于预期。

山东新高考：2020 年整体实施，引入综合评价招生——教育行业重大事项点评 十四之《山东省深化高等学校考试招生综合改革试点方案》

发布日期：2018-09-15

分析师：刘凯；联系人：冷玥

山东省近期颁布《山东省深化考试招生制度改革实施方案》，成为继上海市、浙江省后第二批高考改革试点省份之一，《方案》与其他省市的新高考改革方案主要内容大体一致。我们认为新高考改革将深刻影响培训、教育信息化、在线教育等细分赛道。推荐教育信息化龙头视源股份（002841.SZ），建议关注收购中文未来布局大语文培训，旗下百年英才提供在线自主招生及志愿填报的立思辰（300010.SZ）、提供新高考走班排课服务的佳发教育（300559.SZ）、探索新高考赛道的科斯伍德（300192.SZ）。风险因素主要来源于教育政策变化、竞争激烈影响企业盈利能力及教育经费不足。

风险因素：（1）政策变化的风险。新高考教改正处在启动推进阶段，大部分省份尚未出台新高考改革后的考试细则，存在由于新高考政策调整，导致新高考改革内容变化，改革节奏调整的风险。（2）竞争激烈导致盈利能力下降的风险。培训、教育信息化、在线教育领域的企业数量呈现上升趋势，存在由于企业抢占市场份额，降低产品及服务价格，导致企业盈利能力下降的风险。（3）教育经费不足的风险。K12 阶段的教育信息化设备及软件的采购主要依赖中央及地方财政经费，存在由于财政经费不足导致教育信息化经费缺乏，进而影响企业盈利能力的风险。

业绩高增+战略明确，本土高级时装集团呼之欲出——歌力思 (603808.SH) 深度报告

公司评级：买入

发布日期：2018-09-18

分析师：李婕/孙未未

公司概况：立足本土高端女装、发展国际并购打造时尚集团

公司成立于 1999 年，主品牌歌力思发展 20 年在研发设计、品牌形象等方面沉淀了日渐扎实的高端女装品牌运营能力。2015 年上市后推进多品牌战略，小试牛刀 6 次并购，目前已完成收购德国高端女装品牌 Laurel、美国轻奢潮牌 Ed Hardy、法国轻奢设计师品牌 IRO、东西方元素结合的设计师品牌 VIVIENNE TAM 四个新品牌（仍有比利时设计师品牌收购进行中），以及线上代运营商百秋网络。品牌矩阵日趋完善，线上线下渠道打通，多品牌梯次爆发、剑指“具备国际竞争力的本土高级时尚集团”。

短期看点：主品牌内生突出+新进品牌不断成长，促业绩表现亮眼

2011~2017 年公司收入自 4.99 亿增至 20.53 亿、复合增速 26.58%，归母净利自 0.97 亿增至 3.02 亿、复合增速 20.92%，业绩维持较高增速。

2016 年以来公司业绩增长提速，17 年、18H1 收入分别同比增 81.35%、39.15%，主要为主品牌回暖以及收购品牌陆续并表共同贡献。其中，主品牌好转主要系行业调整到位、回归良性增长背景下，产品、服务、渠道等多方面升级显效，促 17 年、18H1 主品牌店效增 23%/10.3%，内生增长突出；新进品牌方面，Ed Hardy、IRO 并表时已有基础、增厚业绩，Laurel/VIVIENNE TAM 国内逐步落地、发展潜力大，百秋网络持续健康增长。新进品牌的健康表现亦促公司业绩持续增长。

长期看点：轻奢行业空间广，公司借鉴龙头经验、多品牌战略初步显效

我国轻奢市场发展滞后于美日、但目前增速较高，预计年复合增速 10.28%，本土品牌存在品类差异化竞争机会。我们对多品牌战略践行较为成功的国外龙头公司 LVMH、Kering 经验进行抽丝剥茧，认为多品牌战略是时尚集团做大做强必经之路，并可避免单一品牌业绩波动、分散风险。

歌力思通过国际并购坚定推进国际化多品牌战略，目前来看收购品牌投后运营良好，开店和业绩表现符合预期，如 Ed Hardy 持续健康增长并推出副牌 X，Laurel 已于 2017 年实现盈亏平衡等。同时，公司多品牌运营效益初步释放，在费用率、人效等方面已有所体现。

盈利预测及估值

公司是国内高端女装行业的佼佼者，坚持以打造“有国际竞争力的高级时装品牌集团”为目标，集团化管理能力较强，多品牌战略推行顺利，协同效应预计逐步体现。主品牌歌力思于 16Q4 回暖后内生增长稳健，新品牌 Laurel、Ed Hardy、IRO、VT 等加速扩张、健康成长。维持公司 2018-2020 年 EPS 为 1.10/1.37/1.65 元，对应 18 年 PE15 倍，短期回购方案提振信心，维持“买入”评级。给予 2018 年 21 倍 PE 估值，目标价 23.10 元。

风险提示：经济下行与消费疲软、新品牌推广不及预期、并购整合不当。

与蚂蚁区块链多维度战略合作，积极布局新型电子票证业务——东港股份 (002117.SZ) 公告点评

公司评级：买入

发布日期：2018-09-20

分析师：黎泉宏/袁雯婷

事件：公司公告：与蚂蚁区块链签订《蚂蚁区块链合作伙伴框架协议》，双方将基于对应优势资源，围绕“区块链+税务”、“区块链+财政”、“区块链+金融”等领域，开展建立长期、深度的合作，本协议合作期限为一年。

蚂蚁区块链技术与研发能力突出，结合公司多年服务于金融、税务、财政等领域的经验沉淀，二者实现优势互补、强强联合：蚂蚁区块链提供的蚂蚁区块链产品及服务是蚂蚁金服自主研发的高性能、全球部署及强隐私保护的金融级联盟区块链技术，目前已在慈善捐助、商品溯源、城市生活服务等领域落地生产级的系统。公司将与蚂蚁区块链在围绕“区块链+税务”、“区块链+财政”、“区块链+金融”等领域进行多维度战略合作：

1) 区块链+税务：公司与蚂蚁区块链将合作研发并实现开具可入帐报销的区块链电子发票，并在支付宝和瑞宏平台上查询、查验真伪和溯源。

2) 区块链+财政：结合蚂蚁区块链在区块链、蚂蚁金融云、信用认证等各项能力，依托公司多年服务经验，二者共同推广“区块链非税电子票据”技术，并在支付宝上查询、查验真伪和溯源。

3) 区块链+金融：二者合作开发区块链电子合同、保单、存单等新型产品，同时支持将公司合作银行、保险服务整合入支付宝“城市服务”入口。

积极布局区块链相关业务，推动公司新型电子票证业务的发展，对冲“无纸化”影响，助力公司成为国内领先信息服务商：我们认为，此次公司与蚂蚁区块链签订合作伙伴框架协议，能够充分利用蚂蚁区块链的技术优势，并发挥公司在技术、人才、行业、渠道等各方面优势，在税务、财政、金融等主要领域，开发新型电子票证业务，一方面能够对冲传统票据“无纸化”趋势的影响，另一方面能够助力公司成为国内领先信息服务商。

盈利预测和投资建议：基于公司传统印刷业务稳步发展、卡类业务规模的快速提升和三大新业务的全面布局，我们维持 18-20 年公司归母净利润分别为 2.93/3.80/4.91 亿元，对应 EPS 为 0.81、1.04、1.35 元，当前股价对应 PE 为 18X、14X、11X。给予公司 18 年 25 倍 PE，对应目标价 20.25 元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；卡类业务拓展不及预期；电子发票政策风险；战略合作进度低于预期。

实控人增持彰显信心，OLED 与 LTPS 助力公司未来发展——深天马 A (000050.SZ) 实际控制人增持股份点评

公司评级：买入

发布日期：2018-09-19

分析师：杨明辉；联系人：王经纬

事件：公司实际控制人中航国际于 2018 年 9 月 18 日增持公司股份 175 万股，并计划在未来 6 个月内继续增持，增持总金额不低于 5000 万元，不超过 1 亿元（含本次已增持股份）。

点评：增持彰显信心，公司股价具备安全边际。实控人中航国际本次增持公司股份，规模较大，彰显了实控人对公司未来发展的信心。目前公司股价对应 2018 年市盈率仅为 11 倍，市净率仅为 0.9 倍，均位于历史估值底部，已经具备安全边际。

天马武汉 G6 OLED 产线量产，深天马引领国产 OLED 崛起。公司 6 月 8 日在武汉召开天马第 6 代 OLED 产线量产仪式。公司武汉 G6 OLED 产线正式量产，并向品牌大客户出货。深天马已布局 OLED 技术多年，积累了丰富的制程经验。早在 2010 年，公司就在上海投建了国内第一条 4.5 代 OLED 中试线，经过多年探索，成功掌握了关键技术和工艺。公司收购的上海天马有机发光显示技术有限公司拥有一条 G5.5 AMOLED 产线，已经实现量产，还有一条 G5.5 扩产线已具备量产能力。

完成收购优质资产，LTPS 继续保持领先势头。公司收购的厦门天马拥有设计产能 30K/月的 G5.5、G6 产线各一条，并且经过设备技改和生产效率提升，面板实际产出量超出原产线设计产能。通过此次收购，公司已拥有国内领先的 LTPS 产能，具备与国外的夏普、JDI、LGD 等相竞争的能力。

盈利预测、估值与评级：公司是全球领先的中小尺寸面板厂商，拥有技术积累、生产经验和客户资源等多方面优势。公司在 OLED 和 LTPS 等先进显示技术布局领先，进展良好。公司当前估值处于历史底部，而本次实控人则彰显了实控人对公司未来发展的信心。我们维持公司 2018—2020 年 EPS 分别为 1.04/1.28/1.53 元，维持 6 个月目标价 22.88 元，维持“买入”评级。

风险提示：面板价格下跌超出预期；出现新型显示技术的替代风险。

定增方案获审核通过，有效补充研发投入与产业化资金——安科生物 (300009.SZ) 公告点评

公司评级：买入

发布日期：2018-09-18

分析师：林小伟/经煜基

事件：公司公告，本次非公开发行股票获证监会审核通过。本次非公开发行拟募集资金不超过 6.8 亿元（含发行费用），发行股票数量不超过总股本的 10%，发行对象包括第 2 期员工持股计划在内的 5 名特定对象。

点评：

定增方案获证监会无聆讯审核通过，显示项目质地获认可。公司自 2009 年上市以来从未在二级市场融资，但随着公司战略性布局的推进，抗体药物进入三期临床，及新产品不断进入产业化阶段，有一定资金需求。本次融资用途包括：1) 重组人生长激素产能扩充（约 9000 万元）；2) HER2 三期临床结束后产业化阶段的产能建设（约 2.8 亿元）；3) 精准医疗研发项目推进（约 1.27 亿元）；4) 补充流动资金（约 1.85 亿元）。本次定增方案获证监会无聆讯审核通过。预计股权稀释比例将控制在 2%-3%。

本次定增意义重大，保障生长激素持续高增长与精准医疗项目研发及产业化。生长激素行业正处于量价齐升高速增长期，但目前公司的生长激素产能为 1000 万支左右，预计只能满足到 2018 年，新建设计产能年产量为 2000 万支，全部投产后预计可新增公司年销售收入 7 亿元。公司的 HER2 单抗目前处于临床 3 期，有望于 2019 年报产，进度为国内第一梯队，本次定增将新建 10 万支 HER2 单抗生产线，满产后预计新增年销售收入 2.6 亿元。公司持续加大研发投入，在精准医疗方面已建成抗体药物技术、细胞治疗技术、靶向基因病毒治疗技术、重大疾病精准诊断技术等四大技术平台。此外，VEGF 单抗已处于临床 1 期；CAR-T (CD19) 临床试验申请已获 CFDA 受理，预计今年年底前有望取得临床批件；溶瘤病毒注射液即将进入临床申报阶段。此外还有 PD-1 单抗、HER2 新药 E9、HER2-ADC、双特异抗体、以及 CAR-T 多个靶点等均处在不同研究阶段。本次定增将对公司后续的高强度研发投入形成有效资金补充。

盈利预测与评级：维持预计 18-20 年 EPS 为 0.35/0.46/0.61 元，同比+27%/31%/32%，现价对应 18-20 年 PE 为 36/27/21 倍（摊薄后约 37/28/22 倍），维持“买入”评级。

风险提示：中德美联收入确认不达预期；新药研发进展不达预期；生长激素竞争加剧超预期；生长激素临床使用不当。

公司前三季度业绩预告超预期，未来将持续发力——三环集团（300408.SZ）

2018 年前三季度业绩预告点评

公司评级：买入

发布日期：2018-09-18

分析师：杨明辉

事件：三环集团发布 2018 年前三季度业绩预告。

点评：公司三季度业绩超预期，全年高增长可期。三环集团发布 2018 年前三季度业绩预告，前三季度公司实现归母净利润 8.74 亿元-9.8 亿元，同比增长 25%-40%，中值为 32.5%；单看三季度来说，公司实现归母净利润 3.63 亿元-4.04 亿元，同比增长 35%-50%，中值为 42.5%，超市场预期。总的来看，我们认为公司在去年三季度基数较高的情况下仍取得如此快速增长符合我们之前对于公司各项产品线全面向好的判断。此外，值得关注的是公司预计今年前三季度非经常性损益较去年同比减少 30% 以上，单纯经营性业绩将更好。从全年业绩来看，公司四季度陶瓷后盖等业务有望超预期，全年业绩也将三、四季度的带动下成功实现高增长。

各项业务全面向好，“材料+”战略显成效。三环集团今年各项业务的进展都十分顺利，光纤陶瓷插芯业务价格已企稳，市占率稳定 70% 以上，从明后年开始的 5G 建设将增加全球对于此产品的需求量，预计年增长有望达到 20%，公司将持续受益。被动元器件及材料方面，随着电子元件市场的需求持续旺盛，公司 MLCC 产品进一步扩大生产和销售规模，目前还在积极扩产；陶瓷基片产品受益于片式电阻缺货涨价、功率器件以及 LED 照明市场的持续紧俏，公司订单以及销售额大幅度增加。在 PKG 业务方面，晶振产品持续扩产+稳定出货，高端 SAW 滤波器以及摄像头 CMOS 用 PKG 已经研发成功，目前在积极与下游客户进行认证，未来市场空间可期。在陶瓷后盖方面，目前量产顺利，并且除了现有客户还有一些其他终端品牌对于陶瓷兴趣十足，与三环积极协商并打样，明年有望看到更多机型采用，行业趋势向好。

我们一直强调三环是一家以高性能陶瓷材料为基石的公司，产品方面将以滚雪球的方式进行横向扩张，实现公司的长期发展壮大。从目前来看“材料+”战略成效显著，新产品不断涌现，比如点胶机、IC 陶瓷劈刀、电子浆料，热敏打印模组等新产品都在积极推向市场。目前点胶机业务收购微密斯后下游主要用户为消费电子手机类厂商，公司生产期中核心部件点胶阀，今年全年实现并表。IC 陶瓷劈刀目前推广十分顺利，下游客户已有十多家，未来将向更高端的半导体封装厂商推广。

盈利预测、估值与评级：我们认为三环集团是一家以材料为基石，拥有高技术、低成本、好管理，实现了高度垂直一体化的公司。看好公司光纤陶瓷插芯受 5G 基础设施建设加速市场需求增加；MLCC 产品市场供不应求，短期价格还将继续保持在高点；PKG 产品整体行业需求量增大，公司开始向 SAW/CMOS 等高端产品衍生；陶瓷外观件适配未来手机发展趋势，未来有望出现高增长。我们维持公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.86/1.15/1.43 元，维持公司 6 个月目标价 31.74 元，维持“买入”评级。

风险提示：公司产品销售不达预期，公司扩产速度不达预期。

中标联通 4G 模组项目，物联网布局成效逐步凸显——日海智能（002313.SZ）

公告点评

公司评级：增持

发布日期：2018-09-19

分析师：石崎良；联系人：吴希凯

事件：公司收到中国联通 3G/4G 物联网定制通信模块集中招标代理机构发出的《中标通知书》，确认中标中国联通 3G/4G 物联网定制通信模块集中招标项目，中标金额约 5000 万元。

中标联通 4G 模组项目，模组领域竞争实力再获验证

本次中国联通预估采购 3G 通用通信模块、4G 通用通信模块、3G POC 通信模块、4G POC 通信模块各 30 万片，合计 120 万片。公司均以第一名中标其中的 4G 通用通信模块（标包 2）和 4G POC 通信模块（标包 4）两个标包。以标包 2 和标包 4 含税单价最高限价为人民币 95 元/片为价格指引，公司预估中标金额约 5000 万元。基于联通对招标对象的资格要求（如投标企业模块需在车联网、公共事业、智能制造、智能家居、金融、可穿戴六大物联网领域有被使用经验），我们认为，本次公司中标联通 4G 物联网模块充分表明联通对公司高速模组在物联网多领域应用的认可，并为公司后续深化与运营商的合作奠定良好的基础。

拓展智能终端和物联网解决方案，单一模组产品利润水平有望改善

公司收购龙尚科技和芯讯通奠定全球模组市场龙头地位，并通过资源整合和协同（包括研发协同、整合供应链等管理改善措施）降本增效，并基于模组领域的领先优势逐步向附加值更高的智能终端和物联网解决方案拓展，提升单一模组产品的利润水平。随着子公司龙尚科技和芯讯通相继于 17 年 11 月和 18 年 3 月并表，以及与上市公司协同效应不断凸显，公司后续物联网业务业绩贡献有望进一步增强。

物联网多应用场景不断成熟，“云+端”一体化布局优势有望逐步显现

物联网应用需求快速爆发、政策利好不断释放、运营商的 NB-IoT 网络覆盖不断完善和相关的补贴逐步落地推动智慧城市、智能家居和车联网等行业物联网应用场景逐步成熟。公司 2017 年相继收购龙尚科技与芯讯通，入股美国艾拉，在国内率先实现“云+端”的物联网战略布局，在万物互联时代的优势有望逐步显现。

维持“增持”评级

我们持续看好公司打造“云+端”物联网解决方案提供商的发展潜力，考虑到物联网模组市场价格下行压力，以及公司终端和解决方案仍处于拓展期，下调公司 18~20 年 EPS 分别为 0.67/0.92/1.20 元，维持“增持”评级。

风险提示：物联网发展进程不达预期风险，并购整合风险

销售低位复苏，高管积极增持—陆家嘴（600663.SH）动态跟踪报告

公司评级：增持

发布日期：2018-09-16

分析师：何缅甸；联系人：王梦恺

项目持续入市，销售有望低位复苏

2018 年上半年公司住宅销售金额 7 亿元，低基数下同比大幅增长 645%。天津海上花苑二期已于 2018 年 6 月开盘，签约面积约 1.4 万方，下半年公司将持续推进上海前滩东方逸品及苏州锦绣澜山峰誉庭的销售入市，预计后续销售情况有望低位复苏。

2018 年上半年归母净利润增长 59.37%，利润率提升

2018 年上半年，公司实现营业收入 66.11 亿元，同比增长 17.56%，归母净利润 18.39 亿元，同比增长 59.37%；毛利率、净利润率分别提升 0.56pc、10.26pc 至 49.26%、36.47%。收入盈利齐增主要来自于：1) 浦东金融广场 1 号办公楼销售预结算约 13.86 亿元；2) 13.49 亿元转让前绣实业 50% 股权，期内公司共录得投资收益 13.69 亿元。

长期持有物业出租率及租金增速小幅下滑

由于近期部分互联网金融公司出现非正常经营，局部影响陆家嘴金融区高端办公楼租赁需求，公司房地产租赁业务板块营收同比增速及毛利率出现下降。截止 2018 年 6 月末公司持有甲级写字楼 115 万方，期末出租率下降 5pc 至 94%。2018 年上半年，公司房地产租赁收入 13.82 亿元，同比微降 3.78%，后续随着互联网金融的规范化运行，预计板块业务将逐步趋于稳定。

12 个月目标价 16.84 元，维持“增持”评级

考虑到租金收入增长有所回落及较高的净负债率，我们下调公司 2018-2019 年预测归母净利润至 33.30、35.47 亿元，新增 2020 年预测归母净利润为 38.15 亿元，对应三年 EPS 分别为 0.99、1.06、1.13 元。公司持有物业位于核心资源区域，虽然短期租金增长放缓，长期资源价值仍较显著，高管增持凸显信心。综合考虑给予 2018 年 17 倍 PE 估值，12 个月目标价 16.84 元，维持“增持”评级。

风险提示：上海和苏州项目推出进度有不及预期的可能；持有物业出租率有不及预期的可能；融资成本提升有导致利润不及预期的可能。

业绩大幅增长，产能迅速扩张——芳源环保（839247.OC）2018 年中报点评

发布日期：2018-09-15

分析师：刘凯/马瑞山

2018 上半年业绩高速增长。

芳源环保 2018H1 营业收入 2.70 亿元，同比+343.27%，归母净利润 1,648.7 万元，同比+5,517.40%，扣非后归母净利润 1,577.09 万元，同比+6,316.96%。公司业绩增长的主要原因是：2018 年上半年古井工厂大规模的项目建设基本完成，正式进入量产阶段，规模效益开始显现。

整体毛利率小幅上升，管理费用率、销售费用率同比下降。

芳源环保 2018 年上半年毛利率 16.55%，相比 2017 年上半年上升 1.15pcts。2018 年上半年公司净利率 6.12%，相比 2017 年上半年上升 5.64pcts。费用方面，芳源环保 2018 年上半年销售费用/管理费用/财务费用分别为 92/1606/462 万元，同比+10.22%/+149.78%/+205.13%。销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 0.34%/5.96%/1.72%，同比-1.03/-4.61/-0.77pcts。

经营活动现金流净额-4418 万元。

截至 2018 年上半年末，公司应收票据及应收账款为 1.07 亿元，与年初相比（0.55 亿元），增加 95%；2018 年上半年经营活动净现金流-4418 万元，2017 年上半年为-5749 万元。

绑定核心团队，股权激励落地。

2018 上半年，为了增强公司管理团队和核心员工的凝聚力，公司股权激励计划落地，共发行股份 1,000 万股，发行价格 2.86 元/股，认购人员包括董监高及其他核心人员共 24 名。

估值分析：芳源环保主营镍、钴废物循环回收及正极材料前驱体业务。截至 2018 年 9 月 7 日，股价 8.25 元和市值 14.69 亿元，对应 2017/TTM 的 PE 分别为 140X/55X。

风险因素：镍、钴等金属价格波动风险，动力电池正极材料市场竞争风险，单一客户重大依赖风险等。

情绪面均值回归带动反弹，宜被动参与继续紧扣蓝筹——海外策略周报 2018.09.16

发布日期：2018-09-16

分析师：陈治中/陈彦彤

核心观点：重申情绪摇摆主导短期市场的看法，情绪面均值回归但不会一路转热；建议被动参与反弹继续紧扣蓝筹，且南向资金需留意双节期间交易受限问题。

1) 重申情绪摇摆主导短期市场，情绪面均值回归但不会一路转热

我们在前期报告中曾经阐述，尽管市场的恐慌情绪指向各种中长期问题，但碍于缺乏有效信息，实质上各种负面预期更多是恐慌情绪作祟，并已有过度悲观的倾向。情绪面不可能无限制向悲观方向滑动，随时间推移其均值回归力量必然体现。同时，一些确定性的事件和时间窗口也有助于驱散不确定性的迷雾。然而，理性回归以及中长期信心修复仍需更长时间，未来 12 个月以上，人民币投资者风险偏好下行趋势暂难逆转。因此，情绪面均值回归但上行仍然受限，具体而言包括：1) 仅靠当前中美重开贸易问题磋商并不能解决其它中长期问题的负面展望。2) 港股市场基本面仍然受到宏观增长减速前景的压制，尤其是在结构性层面上，对宏观增长减速更为敏感的板块，如可选消费或地产等行业的动态估值压力仍然存在。3) 人民币汇率压力有长期化倾向，尤其是在明年一季度再次面临季节性压力高峰时期的表现仍然值得忧虑。因此，当前市场的情绪修复行情仍然面临诸多不确定性，情绪修复后转向乐观的概率也并不高。

2) 建议被动参与反弹并继续紧扣蓝筹，南向资金还需额外留意双节期间交易受限问题

再次重申相对趋势踩点，风格匹配更为重要。在本周的反弹行情中，在人民币汇率快速反弹的驱动下，中资蓝筹的反弹趋势强劲，中小成长股的超涨势头并不明显。我们反复强调的在增量资金边际减少背景下，中小成长股的风险收益效率下降；反弹行情将更多从低估值的中资金融蓝筹向外蔓延。因此，参与反弹的最好方式是风格匹配以及保持被动，避免同向过度加大风险暴露。下周内，由于中秋和国庆假期相邻，南向资金将在 9/20-25，以及 9/27-10/7 期间将无法交易，期间仅有一个交易日的窗口。港股通投资者需要额外考虑期间交易受限的风险。

投资建议：建议被动参与反弹，保持持仓风格和大盘匹配

本轮反弹的持续性有望好于三周前，但参与反弹的最好方式仍是贴近指数而非大幅加仓中小成长。本港蓝筹的避险价值在反弹中大幅下降，不值得继续超配。适度关注有望从 A 股反弹中获益的券商和保险板块的短期择时机会。

风险提示：中美贸易争端升级，以及美元货币政策超预期。

多极增长下的双品牌龙头——雅生活服务 (3319.HK) 投资价值报告

公司评级：买入

发布日期：2018-09-16

分析师：周翔/秦波

双品牌驱动领先企业，受益行业市场化进程提速。公司是以中高端物业为主的领先物业服务提供商，2018 年行业百强第 11 名。实施“雅居乐物业”和“绿地物业”双品牌发展战略。公司也是国内首家红筹分拆 H 股上市的物管企业。我国物管行业依然具备较为理想的竞争环境，面临较低的周期风险和政策风险。市场规模快速扩张，集中度低但提升加速。在市场化及资本化两大因素加持下，行业头部企业正在快速壮大。

基础服务：多重路径支撑快速增长。我们预测公司在管面积 18-20 年 CAGR 为 57.5%。截止 1H18 末，公司在管面积达 1.1 亿平米，储备面积 0.76 亿平米。基础服务规模的扩张途径为：1) 两大股东每年分别注入千万平米级合约面积，支持双品牌差异化协同发展；2) 第三方项目拓展提速；3) 并购增强业务布局，18 年迄今已完成南京紫竹及兰州城关两起收购。公司拥有成熟的项目运营体系支撑扩张策略，根据人才规划每年可新增约 1500 名主管级别以上管理人员，概能匹配每年约 1 亿平米新增合约面积。同时亦推进“四化”建设以提质增效，打造品牌口碑及议价能力。1H18 末公司住宅项目平均物业费为 3.02 元/平米/月，收缴率 91.9%，2017 年业主满意度为 90.3%。

增值服务：凭借资源禀赋打造“1+N”多元发展格局。公司执行“1+N”战略，通过科技、广告、营销、旅游及验房 5 大专业公司实现增值服务的专业化及市场化发展。非业主增值服务：主要业务包括案场服务及一手房销售代理，通过承接控股公司项目获得快速发展，1H18 板块收入比重达 41%。业主增值服务：围绕业主居住的全生命周期布局业务板块，打造一站式服务平台。公司拥有较强的平台输出能力，1H18 末雅管家联盟合作面积逾 9.7 亿平米，覆盖超 800 个小区及 800 万户业主。

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 16.15 港元。雅生活集团作为行业领先企业，将显著受益于行业加速整合趋势。同时公司亦是物管行业内唯一一家背靠 2 家一线地产开发商的企业，扩张进程确定性较高。我们预测 18-20 年 EPS 为 0.50/0.67/0.83 元人民币，基于 DCF 模型给予目标价 16.15 港元，分别对应 18/19 年 28x/21x PE。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：外延进程不及预期；人工成本上涨过快；地产销售市场遇冷。

光大证券研究所分析师列表

分析师	执业证书编号	邮箱	分析师	执业证书编号	邮箱
曹天宇	S0930517110001	caoty@ebsecn.com	陈冠雄	S0930517080003	chenguanxiong@ebsecn.com
陈浩武	S0930510120013	chenhaowu@ebsecn.com	陈佳宁	S0930512120001	chenjianing@ebsecn.com
陈俊鹏	S0930511120004	chenjunpeng@ebsecn.com	陈彦彤	S0930518070002	chenyt@ebsecn.com
陈治中	S0930515070002	chenzhz@ebsecn.com	邓巧锋	S0930517100005	dengqiaofeng@ebsecn.com
付天姿	S0930517040002	futz@ebsecn.com	傅锴铭	S0930517070001	fukm@ebsecn.com
甘骏	S0930518030002	ganjun@ebsecn.com	郭永斌	S0930518060002	guoyb@ebsecn.com
何缅甸	S0930518060006	hemianan@ebsecn.com	贺根	S0930518040002	hegen@ebsecn.com
黄浩阳	S0930518030001	huanghaoyang@ebsecn.com	黄文静	S0930516110004	huangwenjing@ebsecn.com
汲肖飞	S0930517100004	jixiaofei@ebsecn.com	姜国平	S0930514080007	jianggp@ebsecn.com
蒋俊阳	S0930517060002	jiangjunyang@ebsecn.com	金星	S0930518030003	jinxing@ebsecn.com
经煜基	S0930517050002	jingys@ebsecn.com	孔蓉	S0930517120002	kongrong@ebsecn.com
黎泉宏	S0930518040001	liqh@ebsecn.com	李婕	S0930511010001	lijie_yjs@ebsecn.com
李君周	S0930515080003	lijz@ebsecn.com	李伟峰	S0930514050002	liweifeng@ebsecn.com
梁东旭	S0930517120003	liangdongxu@ebsecn.com	林小伟	S0930517110003	linxiaowei@ebsecn.com
刘晓波	S0930512080003	liuxb@ebsecn.com	刘琛	S0930517100006	chenliu@ebsecn.com
刘均伟	S0930517040001	liujunwei@ebsecn.com	刘凯	S0930517100002	kailiu@ebsecn.com
刘慨昂	S0930518050001	liuka@ebsecn.com	马瑞山	S0930518080001	mars@ebsecn.com
倪昱婧	S0930515090002	niyj@ebsecn.com	牛鹏云	S0930515050003	niupy@ebsecn.com
祁嫣然	S0930517110002	qiyr@ebsecn.com	秦波	S0930514060003	qinbo@ebsecn.com
裘孝锋	S0930517050001	qiuxf@ebsecn.com	沈继富	S0930518060003	shenjif@ebsecn.com
石崎良	S0930518070005	shiqi@ebsecn.com	宋硕	S0930518060001	songshuo@ebsecn.com
孙路	S0930518060005	sunlu@ebsecn.com	孙伟凤	S0930516110003	sunwf@ebsecn.com
孙未未	S0930517080001	sunww@ebsecn.com	唐佳睿	S0930516050001	tangjiarui@ebsecn.com
唐雪雯	S0930518070001	tangxw@ebsecn.com	唐宗辰	S0930516070001	tangzongchen@ebsecn.com
王凯	S0930518010004	wangk@ebsecn.com	王琦	S0930517120001	wangqi16@ebsecn.com
王锐	S0930517050004	wangrui3@ebsecn.com	王威	S0930517030001	wangwei2016@ebsecn.com
王招华	S0930515050001	wangzh@ebsecn.com	卫书根	S0930517090002	weishugen@ebsecn.com
邬亮	S0930518040003	wuliang16@ebsecn.com	谢超	S0930517100001	xiechao@ebsecn.com
谢宁铃	S0930512060002	xienl@ebsecn.com	杨明辉	S0930518010002	yangmh@ebsecn.com
叶倩瑜	S0930517100003	yeqianyu@ebsecn.com	殷磊	S0930515070001	yinl@ebsecn.com
殷中枢	S0930518040004	yinzs@ebsecn.com	袁雯婷	S0930518070003	yuanwt@ebsecn.com
张美云	S0930510120007	zhangmy@ebsecn.com	张文朗	S0930516100002	zhangwenlang@ebsecn.com
张旭	S0930516010001	zhang_xu@ebsecn.com	赵晨	S0930516100001	zhaoc@ebsecn.com
赵乃迪	S0930517050005	zhaond@ebsecn.com	赵启超	S0930518050002	zhaoqc@ebsecn.com
周翔	S0930518080002	zhouxiang@ebsecn.com	周萧潇	S0930518010005	zhouxiaoxiao@ebsecn.com
周子彭	S0930518070004	zhouzipeng@ebsecn.com			

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机: 021-22169999 传真: 021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebsecn.com
	李文渊		18217788607	liwenyuan@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebsecn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebsecn.com
	郎珈艺		18801762801	dingdian@ebsecn.com
	郭永佳		13190020865	guoyongjia@ebsecn.com
	余鹏	021-22167110	17702167366	yupeng88@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	苏一耘		13828709460	su1@ebsecn.com
国际业务	常密密		15626455220	changmm@ebsecn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	梁超	021-22167068	15158266108	liangc@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zhui@ebsecn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebsecn.com
	周梦颖	021-22169087	15618752262	zhoumengying@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
金融同业与战略客户	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebsecn.com
	马明周	021-22167343	18516159056	mamingzhou@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	安玲娟	021-22169479	15821276905	anlx@ebsecn.com
	张浩东	021-22167052	18516161380	zhanghd@ebsecn.com
	吴冕	0755-23617467	18682306302	wumian@ebsecn.com
	吴琦	021-22169259	13761057445	wuqi@ebsecn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com
私募业务部	王婧	021-22169359	18217302895	wangjing@ebsecn.com
	陈璐	021-22169369	18701777950	chenlu@ebsecn.com
	王涵洲		18601076781	wanghanzhou@ebsecn.com