

2019年10月17日

晨会纪要

研究所

编辑: 刘莉莉

liull@ghzq.com.cn

晨会纪要

——2019年第189期

投资要点:

■ 最新报告摘要

- 泛在为智能电表赋能，三季度业绩超预期——炬华科技（300360）事件点评
- 业绩符合预期，静待需求复苏——当升科技（300073）季报预告点评
- 渐行渐远的食品与非食品价格——9月CPI、PPI数据点评
- 超预期的信贷投放，能转化为有效投资吗？——9月金融数据点评
- 从特殊收付款模式，看企业违约端倪——债券违约“温故知新”四之聚焦经营管理

1、最新报告摘要

1.1、泛在为智能电表赋能，三季度业绩超预期——炬华科技（300360）事件点评

分析师：谭倩 S0350512090002 分析师：尹斌 S0350518110001 联系人：张涵 S0350118050002

Q3 业绩超预期，智能电表龙头即将迎来业绩拐点。公司中期业绩增速较低主要受智能电表整体交付进度影响，三季度已经有明显改善。国网于 2009 年开始进行智能电表改造，2015 年达到招标量高峰期，随后招标量开始下降，智能电表更换周期约 8 年，2018 年相比 2017 年招标量已经企稳回升，2019 年前两次智能电表招标数量同比大幅提升 35%。我们认为目标已经进入智能电表更换周期起点，预计未来 1-2 年智能电表招标量将持续提升，随着 IR46 新标准的推行，招标量有望超预期，从而带来主流电能表企业业绩提升。目前国内上市电表公司中，公司智能电表业务占比较高，招标需求回暖对于公司弹性较大，公司历年业绩变化与智能电表招标量趋势基本一致，时间上略有滞后，预计公司业绩有望出现趋势性反转。

泛在电力物联网为智能电表赋能。国网未来几年的重点是建设泛在电力物联网，智能电网与潜在数据流的物联网，共同构成能源流、业务流、数据流三流合一，典型配电物联网平台应用场景分为数据采集+数据管理+数据融合，需在感知层、网络层、平台层与应用层等环节夯实基础支撑能力。目前泛在电力物联网已经进入实质性建设阶段，近期平台层与应用层招标开启设备招标进度超出市场预期。预计随着顶层设计的逐渐完善，感知层建设将紧随其后，智能电表新需求逐步明确，未来可能会出现会增加通信、遥控等功能与要求，从而带来价值量的提升，智能电表龙头企业长期投资价值凸显。

能效管理业务成为新增长点，有望与水表业务协同发展。公司并购纳宇电气，积极推广能源侧物联网信息平台应用，为居民用户、工商业提供能源监测、运营维护和综合节能整体解决方案，以物联网系统软件平台带动智能表计产品的终端销售，此项业务毛利率在 60%以上，远高于公司传统的智能表计产品业务，未来将为公司带来业绩弹性，有望成为业绩新增长点。同时公司有望凭借纳宇电气的销售体系，推广智能水表，带来协同效应。

盈利预测和投资评级：我们认为，公司短期受益于电表需求将逐步回暖，长期看泛在电力物联网打开成长空间，目前国网第二批智能电表招标需求持续回升，泛在电力物联网建设进度超预期，预计公司业绩将实现趋势性反转，Q4 业绩将加速上行，上调公司盈利预测预计公司 2019-2021 年净利润分别为 2.0/2.6/3.4 亿元，对应的 PE 分别为 22/17/13 倍，上调至“买入”评级。

风险提示：智能电表交付不及预期；原材料波动风险；泛在电力物联网建设不及预期，用户侧能效管理不及预期。

1.2、业绩符合预期，静待需求复苏——当升科技（300073）三季报预告点评

分析师：谭倩 S0350512090002 分析师：尹斌 S0350518110001 联系人：张涵 S0350118050002

业绩阶段性承压，符合预期。公司 2019Q3 业绩同比减少 18.9%~29.8%，环比减少 13.8%~25.3%，业绩阶段性承压的主要原因是：1) 受补贴退坡等因素影响，电动车及动力锂电池销售未达预期，受此影响，我们预计公司 Q3 正极销量约 3700 吨，较 Q1 与 Q2 的 4100 吨、4500 吨出现回调，进而致使业绩同比、环比有所下降。2) 受中美贸易摩擦和行业竞争加剧影响，中鼎高科设备出口销量下降，产品毛利率同比降低，业绩较上年同期出现下滑，预计 Q3 净利润约 600 万元，环比 Q2 的 1100 万元净利润有所下降；3) 三季度末公司持有的中科电气股票价格同比 2018 年有所下降，致使公允价值变动收益减少。

正极单吨盈利能力持续增强，静待需求复苏。公司正极材料虽然出货量减少，但其单吨盈利能力持续上升，从出货量推算，2019Q3 正极材料的单吨盈利为 1.6~1.7 万元/吨，相较于 Q1 与 Q2 的 1.2 与 1.4 万元/吨，呈现明显上升趋势，其主要是 1) 钴酸锂材料销量占比提升，目前单吨盈利水平约 2 万元/吨，提升了整体的盈利能力。2) 海外出口比例有所增长，其中，供应 LG 储能电池与 SK 动力电池的正极材料销量显著提升，海外需求的持续增长将为公司未来盈利提供强有力的保障。就行业层面而言，根据中汽协数据显示，前三季度国内新能源汽车销量分别为 26.3、35.3、24.5 万辆，其中 9 月份销量仅为 8 万辆，环比 8 月 8.5 万辆有所下降，为年内销量的次低点。在 2020 年补贴预期进一步下降的影响下，Q4 电动车销量将会有可观增长，进而提升正极材料需求，我们预计当升科技在 Q4 正极材料的销量在 5000~6000 吨水平，为年内销量高点，其靓丽业绩值得期待。

高端产能叠加优质客户稳步推进，夯实核心竞争力。1) 产能方面：目前公司具有 26000 吨正极材料产能；常州基地的 2 万吨产能中的 10000 吨将在 2020Q1 投产，另外 10000 吨预计在 2020Q2 投产。产能有序扩张为未来的正极的产销高速增长奠定了良好的基础。2) 产品方面：公司产品主要为 NCM 三元正极材料，其中高端 NCM622、NCM811 占比也实现逐渐提升，大部分产品用于国内动力电池以及海外储能等高端应用领域。3) 客户方面：全球前十大锂电巨头均是公司客户，近年来海外销量占比实现大幅增长，目前产品外销占比近 40%。公司动力型 NCM 产品在多家韩国、日本动力电池客户形成稳定供货，成功进入奔驰、现代、日产等国际高端品牌新能源汽车供应体系。在加大海外动力市场开发的同时，公司进一步加强与比亚迪、上海卡耐、蜂巢能源等国内动力大客户的战略合作，实现稳定供货。

维持“买入”评级：预计公司 2019-2021 年将分别实现归母净利润分别为 3.36、4.24、5.7 亿元（原值为 3.82、5.46、7.09 亿元），对应 EPS 为 0.77、0.97、1.3 元，同期 PE 分别为 30、24、18 倍。基于 Q4 行业需求转暖、公司外销比例持续增长，产品结构持续优化，虽业绩阶段性承压，但长期核心竞争力显著，维持公司“买入”评级。

风险提示：新能源政策波动风险；下游需求低于预期；产品价格低于预期；大盘系统性风险。

1.3、渐行渐远的食品与非食品价格——9 月 CPI、PPI 数据点评

分析师：靳毅 S0350517100001 联系人：吕剑宇 S0350119010018

事件？ 9 月 CPI 同比上涨 3.0%，同比增速较上月提升 0.2%，环比上涨 0.9%。9 月 PPI 同比下跌 1.2%，同比增速较上月下跌 0.4%，环比上涨 0.1%。

点评 9 月份 CPI 同比增速破“3”，除了令人瞩目的猪肉价格因素以外，其他居民价格数据中包含了哪些值得注意的细节，可以反映当前的经济运行态势？与此同时，PPI 同比增速创下了 2016 年 8 月以来的最低值，和 CPI 走势形成明显反差，本月工业品价格的变动是由哪些因素引起的，又能反映出哪些需求端的变化？

9 月份猪肉价格持续大幅上涨，是推动 CPI 同比继续上升的核心因素。目前猪肉供给缺口没有明显缩小的迹象，

仍需要防范猪价超预期上涨带来的风险。在食品之外，房租、人力成本、旅游等价格数据出现明显下行，可能预示着近期居民收入端、消费端的相对乏力，反映出宏观经济面临的深层问题。PPI 方面，原油价格下跌，是拖累本月 PPI 同比增速的主要原因。而基建相关的上游行业工业品价格喜忧参半，反映出近期基建加码的消息一定程度上推动了相关企业提前补库存，但整体经济暂时难言回暖。未来货币政策依然会着力解决内生需求不足的问题，将继续保持定力，并留有一定的宽松余地。

风险提示 ?? 猪肉价格上涨超预期；极端天气影响；贸易战风险。

1.4、超预期的信贷投放，能转化为有效投资吗？——9 月金融数据点评

分析师：靳毅 S0350517100001 分析师：张赢 S0350519070001

事件 央行公布 2019 年 9 月份金融数据：(1) 9 月社会融资规模 2.27 万亿元，市场预期 1.80 万亿元，前值 1.98 万亿元。(2) 9 月新增人民币贷款 1.69 万亿元，市场预期 1.42 万亿元，前值 1.21 万亿元。(3) 9 月 M2 同比 8.4%，市场预期 8.2%，前值 8.2%。

信贷投放超预期，企业贷款继续回暖 9 月份，人民币贷款新增 1.69 万亿元，同比多增 3,069 亿元，好于市场预期，主要源于企业贷款的显著提升，继 8 月份回暖以来，短期贷款和中长期贷款同比增幅均再次扩大。具体来看，企业贷款增加 10,113 亿元，同比多增 3,341 亿元。其中短期同比多增 1,452 亿元，中长期多增 1,837 亿元。

居民端方面，居民贷款增加 7,550 亿元，同比多增 107 亿元。其中短期同比少增 427 亿元，中长期同比多增 634 亿元。居民短贷减少仍然与严查消费贷流入房地产市场有关，而居民中长期贷款同比增加则表明居民房贷需求仍比较稳定。非银机构新增贷款减少 659 亿元，同比多减 56 亿元，基本持平。

非标压缩趋缓，社融统计口径再调整 9 月份，新口径下，社融规模新增 2.27 万亿元，比上年同期多增 1383 亿元，除去表内信贷融资大幅提升外，非标融资压缩规模也相对趋缓，叠加企业债券融资明显增加，共同对冲了去年同期地方专项债高基数的影响。其中，社融口径信贷融资增加 1.72 万亿元，同比多增 3,539 亿元。

表外非标融资减少 1,125 亿元，同比少减 1,764 亿元。其中委托贷款减少 21 亿元，同比少减 1,411 亿元；信托贷款减少 672 亿元，同比少减 236 亿元；未贴现银行承兑汇票减少 431 亿元，同比少减 116 亿元。非标融资压缩趋势在明显趋缓，但考虑到近期发布的非标资产认定标准有所趋严，所以非标压缩趋势仍有待观察。

直接融资增加 1,899 亿元，同比多增 1,612 亿元。其中股票融资增加 289 亿元，同比多增 17 亿元；本月社融统计口径有所调整，将“交易所企业资产支持证券”纳入了“企业债券”指标当中，新口径下企业债券融资增加 1,610 亿元，同比多增 1,595 亿元。地方政府专项债增加 2,236 亿元，由于去年同期基数较高，同比少增 5,153 亿元。

财政存款大幅减少，拖累新增存款规模 9 月份，人民币存款新增 7,193 亿元，同比少增 1,709，主要系财政存款大幅减少所致，侧面反映出近期逆周期调节力度有所加大。具体来看，财政存款减少 7,026 亿元，同比多减 3,553 亿元；而居民存款增加 15,418 亿元，同比多增 2,149 亿元；企业存款增加 4,908 亿元，同比多增 1,804 亿元；非银金融机构存款减少 8,170 亿元，同比少减 1,328 亿元。

信贷超预期，能否有效向投资转化？ 本次信贷数据的超预期，与监管层提到“要引导金融机构增加对制造业的中长期融资”，以及逆周期调控下基建加码有一定关系。

但与此同时，我们在近期调研商业银行时也发现，目前，许多地区的银行都在积极开展针对平台公司隐性债务置换的相关业务，我们认为，这也是近期企业中长期贷款规模不断增加的重要原因之一。而隐形债务置换所形成的信贷增量，对于投资的实际拉动则非常有限。此外，LPR 后续存在下调预期，也使银行有提前放贷的动力。

因此，受“隐形债务置换+LPR 提前放贷”的影响，超预期的信贷投放在未来能否转化为有效投资也仍需进一步观察。

风险提示 1) 经济下行超预期；2) 地产融资回落超预期。

1.5、从特殊收付款模式，看企业违约端倪——债券违约“温故知新”四之聚焦经营管理

分析师：靳毅 S0350517100001 联系人：姜雅芯 S0350119080005

事件回顾 企业的经营方式对企业生产经营有着重大影响，企业突然转变经营方式或采用特殊经营方式都需引起重视。结算是企业经营中一个重要的环节，其直接关系到企业的现金流，影响流动性。四川圣达和春和信用债违约事件中，特殊的业务结算模式严重加剧了企业的流动性压力，再加上内外多种因素影响，最终导致企业现金流枯竭，经营困难，走上违约。

违约原因分析 两个案例的违约都属于特殊结算模式对企业经营的影响。圣达的违约属于企业采取了特殊的结算模式，先货后款采购、先款后货销售使得公司经营雪上加霜；春和违约主要因为所属船舶行业销售结算模式特殊，需要大量垫资经营。同时，贸易业务对资金形成一定占用，资金压力大，最终走向违约。

违约案例启示

(1) 警惕特殊结算模式：企业采取的结算模式会对流动性造成一定影响。一些企业所属行业特殊，采取的特殊销售结算模式导致企业经营过程中资金压力紧张，而一些企业本身并不属于这些行业，但因抢占市场或在与客户的利益博弈中处于弱势地位也会采用特殊的结算模式。对于所处行业本身结算模式特殊的企业，投资者需关注行业周期规律及外部因素冲击的影响，以识别风险。一般而言，当行业景气度低，周期进入下行阶段时，或有外部负面因素冲击时，企业经营风险往往会加大，投资者需要保持警惕。对于后一类型，投资者可以通过比较企业个体与行业整体的一些反映公司议价能力、信用政策及资产质量和周转效率的财务指标，识别企业的经营风险；

(2) 对于特殊结算模式对企业的影响，需关注企业上下游议价能力情况和资产质量及周转效率情况。在议价能力情况上关注经营活动收现比、付现比、应收账款/所有者权益、经营性现金流入/流动负债等财务指标；在资产质量及周转效率情况上关注应收类款项坏账、应付预付周转效率、存货周转率等财务指标。

风险提示 政策风险、企业经营风险

【分析师承诺】

本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构

亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。