东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 22 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——降组合估值：从一二线龙头到三四线，靠谱吗？

①无风险利率和风险溢价抬升，对股市尤其成长股有抑制，投资者普遍希望降低组合市盈率。②通过一二线龙头到三四线降估值，向下防风险：中等估值并不具备安全垫，向上补涨，三四线龙头基本面也无太大优势。③奇异组合："最便宜的行业+最贵的公司"，最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司，龙头公司估值天花板仍将抬升。

固收金工

固收周报：本周股市强势回升，关注转债投资机会

1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2100 亿元，下周仍有 4200 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明制国内经济恢复态势良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。当前偏股型转债估值水平普遍较高。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。国庆中秋将临，消费旅游板块或有望上行。可关注低估值绩优蓝筹股。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

固收点评：8 月央行转缩为扩，加大流动性投放力度

8 月货币净投放，表明央行采取释放流动性的操作。未来资产负债表变动和流动性：1. 从货币政策角度，我们判断 9 月货币政策会更加灵活适度精准导向。2、从流动性角度，在当前房地产市场热度渐涨、金融数据超预期的形势下，预期未来一段时间内，货币政策或将继续维持中性偏紧状态，但在金融体系向实体经济让利的环境影响下，货币政策仍有一定的宽松空间。3、从汇率角度，美元指数走弱和人民币资产对外资的吸引力增强使人民币贬值压力减小，短期内汇率由美于中美关系不确定将维持波动，长期视角下人民币兑美元存在一定的升值压力。

行业

计算机应用行业：盘点云计算 MSP 赛道的机会

本周计算机行业(中信)指数上涨 3.21%，沪深 300 指数上涨 2.37%，创业板指数上涨 2.34%。上周我们梳理了美股云计算公司的估值，发现市场给予云公司的 PS 与稳态期净利率、收入增速等因素高度相关，本周我们梳理云计算 MSP 赛道的机会，详见正文，重点关注神州数码。

证券行业事件点评：行业兼并重组趋势加速，龙头优势显著

国联证券公告合并国金证券，地方国资背景券商合并民营券商或成为行业趋势，"市场化"并购重组风潮再启，监管、行业格局和估值分化加速金融机构整合，资本市场供小于求促行业

变动，行业竞争格局与盈利空间持续向好。投资建议：行业兼并收购趋势明显，政策利好下，龙头公司优势更为突出，建议关注东方财富、中信证券、中金公司、华泰证券。
风险提示：1）政策推进不及预期；2）市场活跃度下滑。

推荐个股及其他点评

隆华科技（300263）：新材料两翼齐飞，隐形冠军孵化平台初长成

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 2.37 亿元、3.11 亿元和 3.86 亿元，EPS 分别为 0.26 元、0.34 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 38X、29X 和 24X，考虑到公司在多个细分赛道均为隐形冠军，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：靶材业务竞争对手技术突破的风险；募投项目投产进度不及预期的风险；管理失衡的风险。

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——降组合估值：从一二线龙头到三四线，靠谱吗？

核心结论：

①无风险利率和风险溢价抬升，对股市尤其成长股有抑制，投资者普遍希望降低组合市盈率。②通过一二线龙头到三四线降估值，向下防风险：中等估值并不具备安全垫，向上补涨，三四线龙头基本面也无太大优势。③奇异组合："最便宜的行业+最贵的公司"，最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司，龙头公司估值天花板仍将抬升。

正文摘要

公募基金连续 2 年正回报，年底前普遍希望降低组合市盈率。①A 股过去半年领涨全球，公募基金连续 2 年正回报且显著跑赢市场。②目前十年期国债收益率已持续 4 个月上行，临近 11 月美国大选，不确定性也使得市场风险溢价抬升，投资者普遍希望降低组合市盈率。向低估值倾斜除过板块、行业漂移外，还有一种选择是从本赛道约 80 倍 PE 的一二线龙头倾斜至 30-40 倍的三四线龙头，对于这一选择，可能会存在一定误区。

极端情形下，三四线龙头并不具备安全垫。①熊市中只有绝对低估值行业具备安全垫，如金融地产。在四轮熊市起点处，将全部 A 股按照估值高低分为十档，只有最低估值的股票在熊市中存在明显的安全垫，而最高估值和中等估值的股票跌幅普遍在 10%以内，并无明显差异。②同一行业内的三四线龙头并不具备安全垫。包括计算机、电子、传媒、半导体、电气设备、房地产等行业，在熊市中高估值的一二线龙头与中等估值的三四线龙头跌幅几乎无差异，只有白酒、医药高估值的一档跌幅更大，这可能是熊市末期抱团瓦解的结果。

向上补涨，三四线龙头基本面无太大优势。①一季度极端冲击下，一二线龙头抗风险能力更强。一季度在疫情冲击下，包括医药、电子、白酒、传媒、家电、半导体、房地产行业，一二线龙头 Q1 净利润同比增速均高于三四线龙头，显示龙头公司在极端情形下，抗风险能力更优。②一二线龙头恢复更快，二季度盈利复苏中，多数行业一二线龙头 Q2 净利润较三四线恢复更优，龙头公司的市占率继续提升，在随后的复苏中，三四线龙头公司基本面并无太大优势。

奇异组合：最便宜的行业+最贵的公司。①下半年成长风格略输价值。无风险利率与风险溢价的抬升对股市尤其是成长股均有抑制，降低组合市盈率成为投资者普遍期望。从高估值的一二线龙头切换至三四线龙头，虽然能降低市盈率，但向上向下均有一定风险，所以基金三、四季报很可能看到这样的组合："最便宜的行业+最贵的公司"。最便宜的行业是 3 个月价值风格的体现，最贵的公司是成长赛道里最好的公司。②美股过去十年"FAAMG"（FaceBook，亚马逊、苹果、微软、谷歌）龙头公司估值天花板不断抬升，这背后是龙头公司盈利能力持续提升。对标 A 股，近景已经显示疫情冲击下，A 股一二线龙头公司一季度抗风险能力更强，二季度恢复更快；从远景看，若后疫情时代经济潜在增速降低，那么能稳定提供业绩增长的龙头公司估值天花板，仍将持续抬升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：本周股市强势回升，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 3 支可转债发行，总发行量为 15.58 亿元，较上周增加 1.58 亿元；有 4 支可转债偿还，为回售和提前赎回，其规模共计 1.65 亿元，较上周增加 0.32 亿元；净融资额 13.93 亿元，较上周增加 1.26 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 14 家公司可转债有新进展，其中 1 家公司通过了董事会预案，3 家公司通过股东大会，9 家通过发改委审核；1 家公司通过了证监会核准，为盈峰环境，行业属于环保工程服务Ⅱ，发行规模为 14.76 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场强势回升，指数全面上行，上证综指、沪深 300、创业板指、中小板指分别下跌上涨 2.38%、2.37%、2.34%、2.50%。债转股指数上涨 3.70%；本周可转债指数小幅波动，上证转债、中证转债指数分别上涨 0.28%、0.12%，深证转债指数下跌 0.10%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数整体上行。涨幅最大的五个行业为汽车、非银金融、休闲服务、建筑材料，涨幅分别为 8.15%、5.38%、5.31%、4.64%、4.47%。仅有 3 个行业下跌，为农林牧渔、医药生物、食品饮料，跌幅分别为 1.65%、1.17%、0.89%。。

截至 2020 年 9 月 18 日，存量可转债共计 354 支，存量余额共计 4503.26 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1580.40 亿元，其他行业则分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为化工、公用事业、非银金融、有色金属，该四个行业本周均呈上涨趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为广电转债、同德转债、齐翔转 2、广汇转债、晶瑞转债。

本周股票价格已经超过转换平价的转债共计 63 支，比上周增加 10 只。

截至 2020 年 9 月 18 日，可转债的纯债溢价率中位数为 32.51%，转股溢价率的中位数为 10.59%，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 11,867.76 万股，其中合兴转债本周转股数为 3,202.30 万股，占全部转股数的 26.99%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 9 月 18 日，环境转债（退市）、索发转债（退市）、桃李转债（退市）的累计转股比例分别为 99.59%、99.14%、99.02%。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 2100 亿元，下周仍有 4200 亿元逆回购到期，8 月社融新增大超预期，M2 增速略有回落，整体来看货币政策仍维持灵活适度，边际略有收紧。8 月经济数据表明制造业持续恢复，市场需求加速提升，国内经济恢复态势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

良好，而海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。目前国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。当前偏股型转债估值水平普遍较高。转债市场近一月来波动较大。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。国庆中秋将临，消费旅游板块或有望上行。可关注低估值绩优蓝筹股。长期仍看好新基建、新能源等板块，代表标的有隆 20 转债、恩捷转债等。但可转债的波动明显高于纯债，对投资者的风险承受能力要求较高。投资者参与之前应该做好波动的准备，当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值的主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

风险提示：关注股市波动风险，国内外疫情反复、中美摩擦风险。

（证券分析师：李勇）

固收点评：8 月央行转缩为扩，加大流动性投放力度

事件

8 份货币当局资产负债表发布。8 月份货币当局资产负债表发布。整体来看，2020 年 8 月央行资产负债表环比增加 7127.39 亿元，方向上打破前两个月的缩表趋势，转为扩表，且较去年同期有所上升（较 2019 年 8 月同比增加 4699.39 亿元）。8 月扩表的主要原因是资产端对其他存款性公司的债权增加、负债端政府性存款增加以及储备货币增加共同作用的结果。变动较大的项目有：资产端方面，对其他存款性公司债权增加 7157.79 亿元；负债端方面，政府性存款增加 5235.25 亿元，储备货币增加 997.13 亿元。下面我们分别从资产端和负债端进行分析。

观点

资产端：从 8 月央行公布的资产负债表来看，影响比较大的是对其他存款性公司债权，致使央行资产负债表本月呈现出扩表趋势。具体来看：1、外汇占款继续走低，人民币面临一定升值压力。外汇占款自 2018 年 8 月份以来持续下降，进入 2020 年后首月有所回升，但在接下来的 2-8 月逐步回落，8 月份环比降幅较 7 月份继续走扩。外汇占款下降使央行向货币市场释放的资金减少，防范市场流动性过度充裕，同时外部均衡对于国内约束力度有所加剧。2、2020 年 8 月央行对其他存款性公司债权 113772.74 亿元，环比增加 7157.79 亿元，逆转 6-7 月环比为负的趋势，表示央行对银行体系投放流动性。主要原因在于 8 月公开市场操作是净投放的，对其他存款性债权有正向贡献作用。8 月份央行的公开市场操作更为活跃，累计开展 20000 亿逆回购及 11000 亿 MLF，并有 15000 亿逆回购、1500 亿 MLF 到期，累计净投放 14500 亿元。

负债端：8 月央行公布的资产负债表来看，影响比较大的主要是政府存款，其次是储备货币。具体来看：1、储备货币及其分项环比大幅变动。8 月储备货币环比增加 997.13 亿元。其中货币发行和其他存款性公司存款分别增加 267.96 亿、440.81 亿，货币发行的增加主要是受到货币发行和其他存款性公司存款共同上升的影响。其他存款性公司存款是商业银行等存款机构存放在央行的存款准备金，较上月小幅上升。2.政府存款上升，8 月份政府存款为 47793.13 亿元，比上月增加 5235.25 亿元，环比变动在方向上出现转变，且绝对值较 2015-2019 年 8 月相比明显扩大（2015-2019 年 8 月份政府存款环比变动分别为-2475.71 亿、-2255.54 亿、-5322.91 亿、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

-398.69 亿和 130.28 亿）。

总结：8 月公开市场操作是净投放的，主要体现在对其他存款性公司债权的较大幅增加，表明央行采取了释放流动性的操作。关于未来资产负债表变动和流动性：1.从货币政策角度来看，我们判断 9 月货币政策会更加灵活适度精准导向。2、从流动性角度来看，8 月以来，央行流动性投放力度加大，货币政策操作力度有所提升。在当前房地产市场热度渐涨、金融数据超预期的形势下，预期未来一段时间内，货币政策或将继续维持中性偏紧状态，但在金融体系向实体经济让利的环境影响下，货币政策仍有一定的宽松空间。3、从汇率角度来看，人民币对美元汇率有所上升，结售汇市场供求平衡，外汇市场运行稳定。美元指数走弱和人民币资产对外资的吸引力增强使人民币贬值压力减小，短期内汇率由美于中美关系的不确定性将维持波动，长期视角下，人民币兑美元存在一定的升值压力。

风险提示：财政收支压力仍大、缴税高峰对流动性冲击

（证券分析师：李勇）

行业

计算机应用行业：盘点云计算 MSP 赛道的机会

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数上涨 3.21%，沪深 300 指数上涨 2.37%，创业板指数上涨 2.34%。上周我们梳理了美股云计算公司的估值，发现市场给予云公司的 PS 与稳态期净利率、收入增速等因素高度相关，本周我们梳理云计算 MSP 赛道的机会，详见正文，重点关注神州数码。网安：计算机板块中报已经披露完毕，从环比看网安板块改善明显，绿盟科技、深信服、美亚柏科、奇安信、格尔软件、中孚信息等收入均实现了从 Q1 的下滑到 Q2 单季度两位数以上的增长，启明星辰等 Q2 开始需求也明显回暖，并且网安板块目前估值在行业里相对不高，具有较大配置价值。信创：看 Q4 的话，信创板块 Q4 将开始进入业绩的持续释放周期，并且可持续性较高，虽然招标价格有所下降但龙头份额普遍超预期，目前处于机构低配状态，龙头金山办公等由于市场担心印度可能禁封以及解禁在即，近期回调较多，可重点关注，此外重点推荐份额超预期的中国软件、中国长城等，联通近期招标中国产芯片中标较大份额进一步验证行业口信创进度超预期。云计算：中报子行业方面只有云计算板块收入实现正增长，但云板块估值目前已基本实现和国际接轨，可静待估值切换时点。大涨后云计算更需关注一线品种的天花板，继续推荐用友网络、金山办公、广联达等。二线品种关注金财互联、优刻得等，硬件关注浪潮信息、深信服。其它可关注军工信息、数字货币、证券 IT、医疗信息等方向。军工信息：习近平总书记在中央政治局第二十二次集体学习时强调，统一思想坚定信心鼓足干劲抓紧工作，奋力推进国防和军队现代化建设，加快机械化信息化智能化融合发展。重点推荐中国海防、卫士通，关注星网宇达、航天发展、海兰信等；数字货币：商务部提出在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点，央行在央行数字货币（DCEP）进展较快，并下发首个区块链规范文件，数字货币进入规模试点阶段，关注长亮科技、恒生电子、卫士通、格尔软件、新大陆、数字认证等；医疗信息：发改委和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

网信办联合发文首提推进互联网医院首诊制，关注卫宁健康、创业慧康等。其它关注科大讯飞、中科创达等细分龙头。

混合 IT 服务仍然是客户对 MSP 的刚性需求。根据 2019 年 RightScale 云状况报告显示，84%的企业采用了多云战略，而使用单个公有云或私有云的企业仅占到 13%，更多的企业逐渐从单一云转向了多云。而对于国内的企业而言，采用多云以及混合 IT 则成为企业部署自身基础设施的常态。MSP 一个重要的能力就是体现在基础设施集成能力上，一家优秀的 MSP 不仅仅需要具备不同公有云集成及管理的能力，也要兼有传统数据中心和云之间的集成和管理能力。Gartner 对混合 IT 的定义指一家企业机构的 IT 环境中融合了传统数据中心服务、公有云服务和私有云服务。混合 IT 包含在混合云计算的概念中。随着行业的逐渐趋于成熟，混合 IT 能力对于 MSP 来说越发重要。对于企业客户而言，将所有业务都迁移到公有云上并不可取，特别是在数字化转型程度较低的时候。完全将 IT 工作迁移到云上，会拖累处理速度，也并不适合处理大量工作负载。无法提供或无法通过合作伙伴提供混合 IT 服务的 MSP，将来很可能只能为有限的或特定的用例提供服务。

国内 MSP 市场可达数百亿。工信部 2018 年印发的《推动企业上云实施指南（2018-2020 年）》指出，企业上云是企业基于自身业务发展和信息技术应用需求，优化生产经营管理，提高业务能力和发展水平的重要途径，预计到 2020 年，全国新增上云企业将达到 100 万家。同时，伴随企业业务系统向云端逐步迁移，其应用服务的复杂性和多样性快速上升，同时还面临成本核算、多云和混合云运维、安全管理等一系列难题，需要专业的云管理服务商提供全方位的云管理服务。根据 IDC 发布的中国云管理服务市场报告，到 2023 年中国 MSP 市场规模将达到 32 亿美元，2019-2023 年国内云管理服务市场规模复合增长率 55%，拥有广阔的市场前景和产业机遇。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪）

证券行业事件点评：行业兼并重组趋势加速，龙头优势显著

投资要点

事件：国联证券公告拟合并国金证券。

国联证券公告合并国金证券，地方国资背景券商合并民营券商或成为行业趋势：1）国金证券控股股东长沙涌金拟通过协议转让方式将其持有的约 7.82%的公司股份转让给国联证券。同时，国联证券拟向国金证券全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并国金证券。因本次转让与本次合并尚处于筹划阶段，存在不确定性，公司股票自明日起停牌（不超过 10 个交易日）。2）截至 2020H1，国联证券实现营收同比-3.42%至 8.22 亿元，实现归母净利润同比-9.84%至 3.21 亿元。而国金证券上半年实现营业收入同比+51.36%至 28.96 亿元，实现归母净利润同比+61.24%至 10.02 亿元。根据目前数据显示国联证券市值 467.1 亿，对应 4.45xPB。国金证券股价市值 462.4 亿，对应 2.15xPB。若以 9 月 18 日收盘价计算，国联收购国金后的总市值将位于上市券商第 12 名光大证券（1063 亿元）和第 13 名中银证券（784 亿元）之间。3）国联证券实控人为无锡市国资委，国金证券控股股东为长沙涌金，实控人为陈金霞。在监管鼓励金融机构做大

请务必阅读正文之后的免责声明部分

做强+高质量发展，加强对金控公司的管控背景下，“国资”合并“民营”为国有券商引进了民营券商的灵活高效机制，民营券商也能借助国资的资源背景提高抗风险能力，二者合并可互取所长，或成为券业兼并重组的新趋势。

“市场化”并购重组风潮再启，监管、行业格局和估值分化加速金融机构整合：1）近年来券商并购重组事件频出。随着证券业对外开放的提速，外资控股的合资证券公司不断增多，行业竞争日趋激烈，大型券商竞争优势突出，头部效应显著，行业整合需求持续攀升，监管意图打造航母级证券公司也是顺势而为。从 2018 年中信证券收购广州证券，到 2019 年天风证券与恒泰证券的横向联合，再到华创证券接手转让股权入主太平洋证券，金元证券转让 76%的股权，证券业并购整合的大戏已开始上演。2）监管、行业格局、与估值三大分化促金融机构加速整合。监管方面，扶优去劣：龙头与优质券商得到更大的扶持力度，体现在券商分类评级与创新业务的推动力度差异性较大，衍生品业务量集中在龙头券商，风控问题较大的中小券商受约束较严。行业格局方面，龙头化与特色化成为趋势：大券商业务广而全，中小券商特色化发展。龙头券商强者更强，业务规模与盈利能力不断推高，尾部公司规模不断收缩，ROE 承压，引发中小券商寻求被并购机会来获得良好的股权收益。估值层面，龙头券商享受估值溢价，尾部券商估值折价，中小券商并入龙头的资本市场操作更加便捷。

资本市场供小于求促行业变动，行业竞争格局与盈利空间持续向好：1）资本市场快速发展亟需投行服务的加持。发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，也是推进和扩大直接融资的重要手段。与国际顶级投行相比，我国券业龙头在服务提供的广度与深度上还有很大差距。在当前金融供给侧结构性改革、对外开放不断提速以及资本市场深化改革的大背景下，打造我国高质量的航母级券商是市场发展的必然要求。2）并购整合将优化行业竞争空间。我国证券行业竞争激烈，零售业务佣金率不断降低，业务同质化严重。并购重组将实现供给侧改革，优化行业竞争格局，中期和长期维度来看龙头公司的盈利空间将得到极大改善。3）创新业务将成为下一盈利增长点。我国券商创新业务仍处于发展初期，制度的完善与行业的变动将使该类业务得到极大延伸，业绩新增量可期。以衍生品为例，作为市场风控的核心工具之一，是投资者开展套期保值和风险对冲、引导中长期资金入市的重要工具，2019 年以来期货品种扩张、股指期权推出，为券商增加展业空间。FICC 业务（即固定收益、外汇和大宗商品业务）有助于完善证券公司业务结构，提供业绩稳健程度，未来或成为证券行业竞争焦点业务，具有较大盈利畅想空间。

投资建议：行业兼并收购趋势明显，政策利好下，龙头公司优势更为突出，建议关注东方财富、中信证券、中金公司、华泰证券。

风险提示：1）政策推进不及预期；2）市场活跃度下滑。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

推荐个股及其他点评

隆华科技（300263）：新材料两翼齐飞，隐形冠军孵化平台初长成

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

业务转型进行时，传统业务保持稳定，新材料两翼齐飞：公司主要业务分为环保节能材料和新型复合材料两个领域。对于传统的节能换热和环保水处理业务板块，公司注重在保持现有规模的基础上实现稳定发展；对于新兴复合材料领域，公司并购了四丰电子、晶联光电等国内靶材行业优质龙头企业，成功进入靶材制造行业；收购了兆恒科技、海威复材、科博思等军工、军民融合材料领域优质企业，成功进军军民融合新型复合材料领域。

率先打破国外垄断，溅射靶材隐形冠军初长成：公司下属四丰电子和晶联光电率先打破国外垄断，分别是钼靶和 ITO 靶材细分领域的国内龙头企业，对下游包括京东方在内的主流面板厂商几乎实现了全覆盖，同时成立丰联科提供靶材绑定，在保证产品稳定性的同时，有望进一步提高靶材业务的利润率。随着国内高世代面板产能的陆续投放及国产化率的不断提高，靶材业务有望成为公司发展的新引擎。

高分子业务发展迅速，军民融合打开成长空间：公司孵化的兆恒科技，主营 PMI 泡沫产品在军机配套材料领域具有显著优势；下属海威复材主营舰船轻质化材料，行业地位领先，是国内唯一专业从事海军舰船用复合材料的供应商；下属科博思在轨交领域是世界首家拥有高性能一体成型合成轨枕自主知识产权并实现批产的企业，同时风电用 PVC 叶片泡沫芯材实现了 100%的国产化。

引进技术型管理人才，全面实施“二次腾飞”战略。公司于 2014 年引入技术型管理人才孙建科先生，孙建科先生有着丰富的产业化经验和资本市场经历，在担任公司副董事长、总经理后，快速形成了人才聚集效应，同时引领公司由环保节能业务向新材料业务的全面转型，通过“内生+外生”相结合的发展模式，打造出新材料隐形冠军的孵化平台。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年归母净利润分别为 2.37 亿元、3.11 亿元和 3.86 亿元，EPS 分别为 0.26 元、0.34 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 38X、29X 和 24X，考虑到公司在多个细分赛道均为隐形冠军，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：靶材业务竞争对手技术突破的风险；募投项目投产进度不及预期的风险；管理失衡的风险。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

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