东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 21 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。

策略周评：【东吴策略】制造业设备投资机会在哪里？——行业风火轮

展望明年，出口能否持续增长市场普遍存疑，消费有很大上升空间，更多需要跟踪疫情进展，投资端今年是很大支撑，但地产基建明年能否持续市场也有疑虑，上期行业风火轮提示：制造业投资增速回暖是未来一年市场小概率上行风险。

刚公布的 8 月宏观数据显示制造业投资出现加速回暖，从制造业细分投资、产量、出口三角度发现，高技术制造业、电力设备、机械、通信电子设备等子领域恢复更快。

策略更感兴趣的是，在这一宏观假设下，制造业设备投资将出现很多机会，跟踪发现通用、专用机械、光伏、电气自动化、高低压设备等领域均出现积极信号，制造业投资机会值得持续跟踪。

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。

固收金工

固收周报：欧物价同比再收负，飓风来袭支撑油价

一周观点：（1）欧央行保持政策定力，后续通胀数据仍需关注，我们认为从当前的经济数据和宏观环境看，欧央行保持政策定力符合预期，但若随后经济数据明显走弱或欧元持续大幅升值，欧央行依然存在调整货币政策的可能；（2）大类资产表现：原油、铜、日元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞英>美；债市：信用债>利率债；汇市：日元>英镑>加元＞欧元>美元>人民币；大宗：原油＞比特币>铜>黄金＞白银>天然气。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

固收周报：一周策略：整体经济恢复态势良好，国庆将至消费旅游板块有望上行（2020 年第 36 期）

专题：斯莱转债：国内易拉罐产业的绝对龙头：斯莱转债（123067.SZ）计划于 9 月 17 日申购，条款中规中矩，上市价格预计在 111-125 元的区间。公司广泛布局国内国外市场，具有行业龙头优势。疫情后经济复苏，消费恢复带动下游需求上升。拓展数码印罐业务，布局 C2M 商业模式。综上所述，斯莱克行业地位较高，处于绝对龙头的地位，随着消费水平的上升，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下游需求的提高，业务将会进一步拓展，建议打新。

固收点评：【东吴固收李勇·可转债投资价值分析】奇正转债：持续温和发展的传统藏药中药标的

条款中规中矩，上市价格预计在 101 元到 114 元之间：转债存续期为 6 年，联合信用评级为 AA/AA，初始转股价为 30.12 元/股。以中债 6 年期 AA 级企业债到期收益率 4.7232%计算，纯债价值为 89.39 元，债底保护较强。按照 9 月 18 日奇正藏药的收盘价 27.52 元计算，转换平价为 91.37 元。参考相似转债，我们预计奇正转债的转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 101——114 元的区间。

风险提示：两票制影响行业格局；业务拓展不及预期；收入单一风险；原材料价格波动风险；股权质押风险。

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体下行，信用利差扩大

本周（9 月 14 日-9 月 20 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 272 支，总发行量 2934.66 亿元，较上周增加了 1032.82 亿元，总偿还量 2039.43 亿元，较上周增加了 166.39 亿元，净融资额 895.23 亿元，较上周增加了 866.43 亿元。

固收周报：风险信息周报（2020.09.14 -2020.09.20）

事件

负面信息：北大方正发行的“19 方正 CP001”未按时兑付本息；中信国安发行的“15 中信国安 MTN003”本金及利息兑付存在不确定性。

取消发行：晋能集团有限公司、黔西南州兴安开发投资有限公司、绵阳富诚投资集团有限公司等多家公司取消发行。

持有人会议：齐鲁交通、营口港务于 2020 年 9 月 16 日召开债券持有人会议；歙县城市建设于 2020 年 9 月 17 日召开债券持有人会议。

其他关注信息：新华水力发电、中金公司全资子公司中国中金财富证券、厦门象屿集团等公司涉及重大诉讼；中国民生投资将“18 中民 G2”后 1 年的票面利率下调至 3.85%。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

行业

环保工程及服务行业周报：生物质发电新政出台引领行业高质量增长，多举措全面加强塑料污染全链条治理

生物质发电新政出台明确增量项目补贴机制，引领行业高质量持续发展。9 月 16 日，发改委、财政部、能源局发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》。1）依时间次序实行总量控制：20 年 1 月 20 日后并网项目按时间早者优先申请，直至所需补贴总额达 20 年中央新增补贴资金额度 15 亿元为止，未纳入者结转至次年； 2）中央地方分担，国补有序退坡：新纳入补贴的项目(包括 20 年已并网但未纳入项目及 21 年后新项目)补贴资金由中央地方共同承担，中央分担部分逐年调整有序退出。3）竞争配置，提升准入门槛：21 年起规划内已核准未开工、新核准项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价，同时规划引导及项目监管趋严。

钢铁行业跟踪周报：需求透支叠加大量进口，旺季略低于预期

投资建议：看好板块估值修复，标的低估值普钢华菱钢铁、宝

钢股份、新钢股份、三钢闽光等，低估值特钢久立特材、st 抚钢、中信特钢，转型类的杭钢股份、沙钢股份等。

汽车行业周报：9 月第二周零售同比+39%，全面看多

整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，重点推荐【长城汽车】，受益【吉利+广汽+长安+上汽】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

光模块系列报告之六：流量爆发逻辑下，光模块行业将进入长景气周期

光模块行业正在进入一个新的五年景气周期，市场增长确定性高、空间大，持续看好具备竞争力的光模块企业。

有色金属行业跟踪周报：贵金属高位运行，铜铝两旺

投资建议：1）中期通胀预期提升，看好贵金属。美联储鸽派信号不及预期或导致金价短期震荡，但不改长期看多，标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）社融超预期，看好工业金属。新增信贷、社融仍然强劲，国内地产后周期有望继续修复背景下，经济敏感性较强的铜和地产后周期相关电解铝有望持续反弹，标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

机械设备行业跟踪周报：工程机械、制造业景气持续，建议关注新能源板块设备投资机会

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

化工行业 2020 年 9 月第 3 周周报：聚醚、环丙价格大涨，继续推荐化工成长股

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，国六实施受益标的龙蟠科技、万润股份，以及新老基建配套材料相关标的昊华科技、苏博特、震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

环保工程及服务行业事件点评：生物质发电新政出台明确新增项目补贴方案，行业有望迎高质量增长

事件：9 月 16 日，发改委、财政部、能源局发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》的通知。

生物质发电新政出台，明确新增项目补贴方案。本次方案对生物质发电项目运营的总体要求，新增项目补贴申报条件、工作程序、纳入规则及未来生物质发电政策方向作出引导。

电气自动化设备：海外工控行业观察：Q2 中国市场强势复苏，海外疫情影响加剧

投资建议：国内工控行业仍在复苏轨道，一方面先进制造业电子半导体、锂电、光伏等行业高增长，另一方面传统行业 Q2 开始复苏，叠加进口替代，内资工控企业订单持续高景气度增长

新能源汽车热管理行业深度报告：景气优质赛道，龙头量价双升

电动车热管理系统巨变，ASP 倍增。传统燃油车热管理主要用于乘仓空调和发动机散热，新能源汽车包含乘仓空调、电池、电机电控/电源/功率半导体/传统系统等零部件热管理系统，ASP 从￥2500 左右提升至￥6000~7000:

空调系统方面，传统车通常为单冷、制热由发动机余热提供，而新能源需新增制热回路，制热目前分 PTC、热泵两种方式，其中 PTC 成本低、但能耗相对高，整套空调系统 ASP ￥3500+，热泵是未来趋势，ASP ￥4000+（传统车通常不足￥2000）；

推荐个股及其他点评

雅本化学（300261）：经营拐点隐现，平台价值凸显

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 23.39 亿元、30.73 亿元和 37.49 亿元，归母净利润分别为 2.31 亿元、3.10 亿元和 4.08 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.32 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 33X、24X 和 19X。考虑到公司农药业务具备全球竞争力，医药业务也在加快协同发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：上虞基地投产进度不及预期；常态化环保督察对公司开工率可能存在影响。

长城汽车（601633）：智能豪华越野 SUV，坦克 300 开创新市场

预计 2020-2022 年营业收入 977.36/1198.93/1378.54 亿元，同比+1.6%/+22.7%/+15.0%，归母净利润 50.74/75.83/99.29 亿元，同比+12.8%/+49.5%/+30.9%，对应 PE 为 34.54/23.11/17.65 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新产品上市的催化，维持“买入”评级。

三棵树（603737）：涂料行业黄金赛道，内资龙头有望超车

假设公司 B 端高性价比产品服务、C 端中高端路线发展战略符合市场需求，且公司未来新增产能情况符合预期，实现翻倍。预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 80.31 亿元、111.06 亿元、156.26 亿元，对应 PE 分别为 56.42，38.06，31.58。考虑到环保涂料赛道优良，未来公司产能及市场份额的进一步扩张，公司具有高成长性，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

科斯伍德（300192）：疫情不改长期逻辑，多业态及跨区域开拓陆续落地

高考升学教育市场规模大但格局分散，公司长期成长潜力可观。管理层在扩张上正变得更加进取，服务形态日益多元，除传统的全封闭中高考补习外，逐步拓展中职、合作办学方式，后续合作落地值得期待。省内外将加速扩张，打开长期成长空间。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元，给予公司 33 元/股目标价，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

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）

策略周评：【东吴策略】制造业设备投资机会在哪里？——行业风火轮

展望明年，出口能否持续增长市场普遍存疑，消费有很大上升空间，更多需要跟踪疫情进展，投资端今年是很大支撑，但地产基建明年能否持续市场也有疑虑，我们上期行业风火轮提示：制造业投资增速回暖是未来一年市场小概率的上行风险。

刚公布的 8 月宏观数据显示制造业投资出现加速回暖迹象，从制造业细分投资、产品生产、出口三角度发现，高技术制造业、电力设备、机械、通信与电子设备等子领域恢复更快。

策略更感兴趣的是，在这一宏观假设下，制造业设备投资将出现很多机会，我们跟踪发现包括通用、专用机械、光伏、电气自动化、高低压设备等领域均出现积极信号，制造业投资机会值得持续跟踪。

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：欧物价同比再收负，飓风来袭支撑油价

观点

一周观点：（1）欧央行保持政策定力，后续通胀数据仍需关注：我们观察到：（a）欧央行表示将维持 PPEP 和 APP，认为资产购买是非常有效的应对疫情和提升通胀的方式，并称希望疫情的直接影响可以由资产购买解决；（b）同时，欧央行指出当前政策工具使得流动性有效传递，因此我们认为短期内基于金融系统稳定而调整政策工具的可能性不大；（c）但是欧央行指出目前在关注欧元汇率，认为欧元升值对于欧元区的通胀和物价产生一定压力。尽管申明没有汇率目标，但是如有必要仍将使用所有政策工具（availabletools）而非仅是资产购买。同时，欧央行指出经济虽然快速恢复，但是经济恢复速度有所放缓，尤其是服务业。因此我们认为从当前的经济数据和宏观环境看，欧央行保持政策定力符合预期，但若随后经济数据明显走弱或欧元持续大幅升值，欧央行依然存在调整货币政策的可能；（2）大类资产表现：原油、铜、日元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞英>美；债市：信用债>利率债；汇市：日元>英镑>加元＞欧元>美元>人民币；大宗：原油＞比特币>铜>黄金＞白银>天然气。

策略分析

美国：短期来看，实体经济复苏进程放缓，新冠疫苗的利空消息，就业市场复苏放缓、美联储对疫情的中期风险评估或将重新激起投资者避险情绪，而“平均通胀目标”政策以及对 QE 的放缓将吸引投资者倾向进行套息交易、贵金属投资或海外投资，美债收益率震荡或呈走低趋势；美元短期格局或由欧元区经济复苏进度，以及欧日央行是否跟进联储调框

请务必阅读正文之后的免责声明部分

架来界定，短期或存在一定支撑；而在实体经济的缓慢复苏以及短中期的低利率环境下，高估值的美股则将在可见范围内持续震荡；中长期来看，伴随联储针对收益率曲线控制力度边际加深，美债收益率长短端利差或趋稳，波动性下行，美元方面受利差收窄、全球货币体系重构等因素影响，中长期或呈现倒 U 型走势，美股面临盈利预期走低、增速放缓的风险，中长期回落行情或难以避免。

日本：短期来看，受安倍晋三辞职影响，本周日元多头占据绝对上风，短期日元或面临升值压力，但日本央行的货币政策未发生根本性调整，多头趋势或难以持续；中长期来看，伴随日本人口老龄少子化领先其它发达经济体，自然真实利率领先下行，通缩预期长期固化，政策性利率或仍维持长期超低位；低息货币身份虽然仍让日元对全球避险情绪高度敏感，但由于全球货币政策同步趋向宽松，全球低息环境下，日元避险货币身份未来或存疑，日元中长期或存在结构性走贬趋向。

欧洲：短期来看，欧元始终在 1.17 至 1.2 之间震荡，尽管欧元区经济复苏放缓，但在美元弱势以及美国大选高度不确定性的影响下，欧元短期或面临升值压力；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币财政同时发力的潜在利好，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，美国墨西哥湾沿岸将迎来不到一个月内的第二个飓风——“莎莉”，或将给油价带来一定的支撑。周四的 OPEC 会议上，OPEC+技术小组警告称，尽管出现经济复苏和石油库存下降的初步迹象，但某些国家严重的疫情仍可能抑制石油需求；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧也将拖累油价上涨。

黄金：短期来看，周四美联储公布了利率决议，仍然将联邦利率维持在 0%~0.25%之间不变，这与之前美联储主席鲍威尔的态度一致，也符合市场的预期，现在保持着零利率的水平，一直计划到通胀持续的上升，或给金价带来支撑；中长期来看，全球经济的修复期“道阻且长”，经济回归常态仍需时日，疫情在德国、法国、日本等发达经济体存在第二波，甚至第三波的局部风险，我们仍维持金价存在上探 10-15%的前期判断。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：一周策略：整体经济恢复态势良好，国庆将至消费旅游板块有望上行（2020 年第 36 期）

观点

专题：斯莱转债：国内易拉罐产业的绝对龙头：斯莱转债（123067.SZ）计划于 9 月 17 日申购，条款中规中矩，上市价格预计在 111-125 元的区间。公司广泛布局国内国外市场，具有行业龙头优势。疫情后经济复苏，消费恢复带动下游需求上升。拓展数码印罐业务，布局 C2M 商业模式。综上所述，斯莱克行业地位较高，处于绝对龙头的地位，随着消费水平的上升，下游需求的提高，业务将会进一步拓展，建议打新。

利率债：1 年期国债收益率为 2.6088%，较上周上行 1.24BP。10 年期国债收益率为 3.1162%，较上周下行 1.84BP。展望后期：8 月份通胀数据和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金融数据相关指标改善表明我国经济恢复向好，但结构性、体制性、周期性矛盾依然存在。随着复工复产推进及经济基本面的改善，预计央行货币政策会保持中性，且更多会采用价格型货币政策工具来调节流动性，近期不太可能出现“大放水”现象。预计未来经济将延续稳中向好态势，但结构性调整压力尚存，未来 10 年期国债收益率可能继续在 2.8%-3.3%区间内宽幅震荡。

信用债：本周一级市场的总发行量和总偿还量较上周均有明显增长，净融资额为正，且较上周明显回升。一级市场发行量延续上周回升态势，且增势显著加强。从二级成交情况来看，本周信用利差整体走扩，3 年期品种和 5 年期品种的变动幅度较大，说明市场情绪相对保守，信用债市场表现未及预期。

可转债：（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，边际收紧。8 月制造业恢复，国内经济恢复态势良好，海外疫情仍未有效遏制，预计未来汇率波动或小幅走强。当前偏股型转债估值较高，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，但仍需控制风险。国庆中秋将临，消费旅游板块有望上行。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。当前以平衡性标的为主要投资策略，谨慎选择高估值主题，同时仍需关注国家政策走向及转债市场赎回风险。

海外宏观：（1）欧央行保持政策定力，后续通胀数据仍需关注：我们观察到：（a）欧央行表示将维持 PPEP 和 APP，认为资产购买是非常有效的应对疫情和提升通胀的方式，并称希望疫情的直接影响可以由资产购买解决；（b）同时，欧央行指出当前政策工具使得流动性有效传递，因此我们认为短期内基于金融系统稳定而调整政策工具的可能性不大；（c）但是欧央行指出目前在关注欧元汇率，认为欧元升值对于欧元区的通胀和物价产生一定压力。尽管申明没有汇率目标，但是如有必要仍将使用所有政策工具（availabletools）而非仅是资产购买。同时，欧央行指出经济虽然快速恢复，但是经济恢复速度有所放缓，尤其是服务业。因此我们认为从当前的经济数据和宏观环境看，欧央行保持政策定力符合预期，但若随后经济数据明显走弱或欧元持续大幅升值，欧央行依然存在调整货币政策的可能；（2）大类资产表现：原油、铜、日元走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：日＞英>美；债市：信用债>利率债；汇市：日元>英镑>加元＞欧元>美元>人民币；大宗：原油＞比特币>铜>黄金＞白银>天然气。

风险提示：利率债：银行体系信用风险，货币政策不及预期，海外疫情反复。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险、国内外疫情反复风险，中美摩擦风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评:【东吴固收李勇·可转债投资价值分析】奇正转债：持续温和发展的传统藏药中药标的

事件

奇正转债（113601.SH）计划于 9 月 22 日开始申购：总发行规模为 8.00

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元，将全部用于奇正藏药医药产业基地建设。

条款中规中矩，上市价格预计在 101 元到 114 元之间：转债存续期为 6 年，联合信用评级为 AA/AA，初始转股价为 30.12 元/股。下修条款为“10/20、90%”，有条件赎回为“15/30、130%”，有条件回售为“30、70%”。以中债 6 年期 AA 级企业债到期收益率 4.7232%计算，纯债价值为 89.39 元，债底保护较强。按照 9 月 18 日奇正藏药的收盘价 27.52 元计算，转换平价为 91.37 元。参考相似转债，我们预计奇正转债的转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 101——114 元的区间。

观点

研发、生产、销售全面布局，“一轴两翼三支撑”战略持续推进。奇正藏药以“做强镇痛”为使命，多年来围绕核心产品“消痛贴膏”发展，并在 2018 年提出“一轴两翼三支撑”的发展战略，开始大力发展二三梯队产品，加快市场覆盖和渠道下沉。奇正藏药于 2018 年加大了研发投入，力度远超同业平均水平。2020 年受新冠疫情影响，公司灵活调整了营销策略和推广方式，加快了学术营销和品牌营销的互联网转型。一系列应对措施使营业收入在 2020 年第二季度大幅回暖。

业绩增长稳定，品牌效应持续增长。奇正藏药自 2017 年以来实现营业收入双位数的增长，营业收入与净利润同比增长率均高于中药行业平均数。自 2018 实施全新战略以来，公司营收能力实现跨越式增长，2019 年净利润增长率为 14.27%，远超中药行业中位值 9.08%。2020 年，奇正藏药与腾讯和 NKA 合作，发力三方零售模式，通过朋友圈广告定向 投放，精准触达重点 NKA 会员的核心人群、腾讯大数据中的潜在客户人群及兴趣人群，全面推动品牌数字化。

资产变现能力强，现金流状况优于行业平均水平。2020 上半年奇正藏药经营活动产生的现金流量净额 3.97 亿元，同比增长 100.67%，偿债能力优于同类企业。营业周期、营业现金流净额占比角度，奇正藏药的表现超过行业龙头公司；销售毛利率角度，奇正藏药销售毛利率达到 86% 以上，远远超过行业平均值 57.93%，中位值 62.87%。公司货币资金占 到总资产的 32%，流动性风险较小。

正股估值较低，股票弹性一般。公司股价为 27.52 元（9/18），PE（TTM）为 38.27x，低于贵州百灵（68.07x）、西藏药业（52.43x）等可比公司。 该股近 100 周年化波动率为 53.61%，弹性位于同业平均水平。

风险提示：两票制影响行业格局；业务拓展不及预期；收入单一风险；原材料价格波动风险；股权质押风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率整体下行，信用利差扩大

事件

本周（9 月 14 日-9 月 20 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 272 支，总发行量 2934.66 亿元，较上周增加了 1032.82 亿元，总偿还量 2039.43 亿元，较上周增加了 166.39 亿元，净融资额 895.23 亿元，较上周增加了 866.43 亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融、中票和公司债的发行利率较上周均有小幅回升，而企业债及公司债的发行利率则较上周出现较大幅的下滑。其中，短融发行利率的上升幅度为16.33BP，中票发行利率的上升幅度为 6.04BP，企业债发行利率的下降幅度为 66.24BP，公司债的发行利率的下降幅度为 78.97BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4919.92 亿元，总成交量较上周 4820.44 亿元增加了 99.48 亿元。分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2322.41 亿元、2163.86 亿元、290.65 亿元、143.00 亿元。

国债收益率：本周 1 年期国债到期收益率呈上升趋势，3 年期、5 年期、7 年期和 10 年期的国债到期收益率均呈下降趋势，其中 3 年期和 5 年期国债收益率的降幅较大，整体而言国债到期收益率仍处于下行期间。具体来看，截至 9 月 18 日，1 年期国债收益率为 2.6088%，较上周 2.5964%上升了 1.24BP。3 年期国债收益率为 2.8300%，较上周 2.9092%下降了 7.92BP。5 年期国债收益率为 2.9710%，较上周 3.0371%下降了 6.61BP。7 年期国债收益率为 3.1682%，较上周 3.1886%下降了 2.04BP。10 年期国债收益率为 3.1162%，较上周 3.1346%下降了 1.84BP。

各类信用债收益率呈现：本周绝大多数期限与种类的信用债收益率呈现出下降趋势，仅 7 年期企业债部分等级的收益率出现小幅走高。大多数期限及等级的信用债信用利差呈扩大趋势，仅 1 年期中短期票据的信用利差有所收窄。大多数期限及等级的信用债等级利差呈现出不变或增大趋势，部分期限与等级的城投债等级利差出现小幅下降。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据的周交易量相对高于企业债和公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据，但 AA 级别主体企业债和公司债的周交易量存在部分高于 AAA 主体级别企业债和公司债的情况。

本周工业行业债券周交易量最大，达 2206.58 亿元。其次为公用事业、能源、材料、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 606.35 亿元、573.56 亿元、458.22 亿元、308.14 亿元、223.58 亿元和 197.09 亿元。其他行业债券交易量相对规模较小。

本周债市点评：本周一级市场的总发行量和总偿还量较上周均有明显增长，净融资额为正，且较上周有明显回升。与上周相比，本周企业债的发行成交活力有较大改善。本周一级市场发行量延续上周回升态势，且增势显著加强。原因有二：其一是受到利率债收益率下降的影响，本周信用债市场继续回暖，需求端得到强化；其二是本周资金面整体宽松，央行继续投放流动性，企业发债意愿延续，供给端依旧活跃。预计在未来一段时间内，我国货币政策仍将维持“结构性宽信用+稳货币”的基调，为企业发债创造合理充裕的市场环境，引导投资者在一级市场中寻求优质资产，促进一级市场的交易情绪继续回暖。

风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.09.14 -2020.09.20）

事件

请务必阅读正文之后的免责声明部分

负面信息：本周（9 月 14 日-9 月 20 日）负面信息共 3 条。重点关注：北大方正集团有限公司发行的“19 方正 CP001”未按时兑付本息；中信国安集团有限公司发行的“15 中信国安 MTN003”本金及利息兑付存在一定的不确定性；广西建工集团有限责任公司主体及相关债项信用等级列入信用评级观察名单。

取消发行：晋能集团有限公司取消发行 5 亿元；黔西南州兴安开发投资有限公司取消发行 8 亿元；绵阳富诚投资集团有限公司取消发行 7 亿元；南京江北新区建设投资集团有限公司取消发行 10 亿元；中国建材股份有限公司取消发行 10 亿元；广东省广晟资产经营有限公司取消发行 5 亿元；无锡产业发展集团有限公司取消发行 5 亿元；中国建材国际工程集团有限公司取消发行 5 亿元。

持有人会议：齐鲁交通发展集团有限公司于 2020 年 9 月 16 日召开“19 齐交 01/19 齐交债 01”、“19 齐交 02/19 齐交债 02”、“20 齐交 01/20 齐交债 01”2020 年第一次债券持有人会议；营口港务股份有限公司于 2020 年 9 月 16 日召开“14 营口港”2020 年第一次债券持有人会议；歙县城市建设投资开发有限公司于 2020 年 9 月 17 日召开“2018 年歙县城市建设投资开发有限公司公司债券”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：新华水力发电涉及重大诉讼（仲裁）；福州建工（集团）总公司涉及重大诉讼；广汇汽车服务公司及全资子公司涉及重大诉讼和仲裁；中金公司全资子公司中国中金财富证券涉及重大诉讼；厦门象屿集团涉及重大诉讼（华泰重工）；中国民生投资将“18 中民 G2”后 1 年的票面利率下调至 3.85%。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

（证券分析师：李勇）

行业

环保工程及服务行业周报：生物质发电新政出台引领行业高质量增长，多举措全面加强塑料污染全链条治理

建议关注：盈峰环境，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

生物质发电新政出台明确增量项目补贴机制，引领行业高质量持续发展。9 月 16 日，发改委、财政部、能源局发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》。1）依时间次序实行总量控制：20 年 1 月 20 日后并网项目按时间早者优先申请，直至所需补贴总额达 20 年中央新增补贴资金额度 15 亿元为止，未纳入者结转至次年；2）中央地方分担，国补有序退坡：新纳入补贴的项目(包括 20 年已并网但未纳入项目及 21 年后新项目)补贴资金由中央地方共同承担，中央分担部分逐年调整有序退出。3）竞争配置，提升准入门槛：21 年起规划内已核准未开工、新核准项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价，同时规划引导及项目监管趋严。4）鼓励拓展生物质能非电利用，渐入市场化运营。由此可看出，十四五期间生物质能政策聚焦强化规划引导及监管、建立分担补贴制度、拓展生物质能非电利用渠道、推动市场化运营等方向，新增项目准入门槛提升，优质项目竞争力加强，生物质发电行业有望进入高质量发展阶段，龙头

请务必阅读正文之后的免责声明部分

企业将优先获益。

加强塑料污染全链条治理，提高废塑料能源化利用比例。国家发改委等十部门近日召开全国塑料污染治理工作会，要求从生产、流通、使用、回收利用等环节加强全链条管理。1）生产源头：摸底排查取缔违规生产商，禁限一次性塑料制品生产流通，防止以医废进行再生产；2）消费环节：建立企业一次性塑料制品使用和回收报告制度，引导消费者使用环保布袋；3）回收和处置：加强废塑料分类收集和处理，大幅降低塑料垃圾填埋量，提高塑料垃圾能源化利用比例。

持续推荐环卫大行业小公司轻资产，关注管理壁垒和装备边际改善。1）市场化加速提升&大环卫内涵扩张，预计 2025 年环卫市场化空间增长 134%：预计 2025 年中国环卫服务市场 4685 亿元，市场化率 80%，市场化空间 3748 亿元，较 19 年增长 134.11%。2）标准化&机械化&管理优势促份额集中：标准化驱动大合同增加，机械化率提升，龙头管理优势 3 大因素促进龙头份额提升，预计 2025 年 6 家环卫上市龙头营收可扩张至 5.58 倍。3）建议关注具有差异化管理优势的传统环卫龙头：玉禾田、侨银环保、北控城市资源。4）建议关注环卫装备龙头市场份额、盈利能力迎来双拐点：盈峰环境、龙马环卫。

中期关注需求供给齐升β，长期优质运营价值重估α：1）融资环境改善供给，财政投入加大刺激需求，使得财政支付和环保企业融资能力带来边际改善，对环保工程类公司显著受益。从行业空间、公司治理、融资能力恢复 3 个角度关注：a)生态工程类新秀东珠生态；b)土壤修复龙头高能环境；c)有机垃圾处理设备龙头维尔利。2）寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产：a)环卫服务市场化改革红利，行业龙头集中度提升：关注玉禾田：差异化管理优势的传统环卫服务龙头；盈峰环境、龙马环卫：环卫装备需求提升具有机械化协同优势的环卫装备企业。b)三个角度看水务资产价值重估：关注洪城水业。c)关注垃圾焚烧行业优质资产的稀缺性，关注瀚蓝环境：优秀整合能力得到验证，大固废综合园模式扩张可期；伟明环保：生活垃圾全产业链协同发展；光大国际：焚烧行业龙头地位稳固。d)生产者责任制度完善，再生资源龙头马太效应提升，关注中再资环：废电拆解行业龙头。3）天然气改革驱动市场化红利释放：关注深圳燃气：海气产能占比近半叠加城中村改造，促进量利齐升。

最新研究：行业事件点评：生物质发电新政出台明确新增项目补贴方案，行业有望迎高质量增长；北控城市资源深度研究：背靠龙头聚焦环服&危废，资源&管理优势助力腾飞。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理）

钢铁行业跟踪周报：需求透支叠加大量进口，旺季略低于预期

行情回顾：本周钢铁板块上涨 0.8%，落后上证综指 1.5%。涨幅居前的个股为濮耐股份（9.7%）、应流股份（9.5%）、广大特材（6.9%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 3.3%、-5.9%、-2.5%、3.5%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-34.5%、-60.4%。

行业跟踪：本周钢材社会库存为 1568 万吨，环比降 0.4%；其中长材、板材社会库存环比分别降 1.6%、增 2.4%。本周全国 237 家钢贸商日均出货量 21.8 万吨，环比降 1.3%；上海终端线螺走货量 2.9 万吨，环比降 4.0%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 85.0%，环比增 0.1 个百分点；螺纹钢产线开工率 74.1%，环比持平。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 218、288、351、261 元/吨，环比分别-26.5%、-21.0%、-18.2%、-24.4%。

本周观点

需求透支+进口压力，短期基本面疲软。步入旺季，钢铁需求表现低于预期，现货成交量等指标环比仅走平，明显弱于往年（9 月份需求上升），其原因有两点：1）需求的透支，二季度流动性充裕推动黑色期货大幅上涨，带动需求提前投资；2）进口压力，海外经济低迷导致钢材倒灌国内市场，每月进口量从往年 100 万吨左右的基础上翻倍，压制国内钢价。预计上述两个因素短期仍将存在，但随着钢价回调以及库存消化，后续仍有恢复的机会。

三、四季度业绩略低于预期，但同比增速提升的趋势不变。近期钢价、钢铁利润表现低迷，测算五大品种平均毛利回落至 400 元/吨以下。预计三季度业绩环比增幅低于此前预期的 20%左右，但同比仍缓慢抬升；四季度利润绝对值亦不乐观，但同比增速仍大概率环比提升。

继续看好估值修复：低估值普钢与低估值特钢都有机会。目前普钢平均 PB0.792、申万钢铁 PB0.921、申万钢铁相对（A 股）PB0.61，均处于历史次低位置。重申估值历史底部，基本面超预期、分红及转型逻辑共振下的估值修复机会。除此之外，特钢子版块整体估值也较低，高温合金、核电用钢、不锈钢管道等子板块整体 PE 在 10-30 倍之间，处于历史上的底部区域，典型标的如 13 倍 PE 的高端制造久立特材、30 倍 PE 的高温合金龙头 st 抚钢等，后续亦存在修复的动力。

投资建议：看好板块估值修复，标的低估值普钢华菱钢铁、宝钢股份、新钢股份、三钢闽光等，低估值特钢久立特材、st 抚钢、中信特钢，转型类的杭钢股份、沙钢股份等。

风险提示：地产需求下滑、钢铁产能增长。

（证券分析师：杨件）

汽车行业周报：9 月第二周零售同比+39%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上涨 8.1%，跑赢大盘 5.5pct。所有汽车子板块均呈上涨形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 1 名，排名靠前。估值上，整体有所上涨，SW 商用载客车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：9 月 7-13 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。9 月 7-13 日乘用车零售销量日均 42500 辆，同比上升 39%。9 月 7-13 日乘用车批发销量日均 48063 辆，同比上升 18%。

库存：8 月传统乘用车企业库存-9.2 万辆，企业累计库存为-44 万辆，渠道库存预计季节性小幅补库。展望 9 月：北京车展+国庆中秋双假期预热，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产量/批发预计同比增长 5%-10%。

价格：9 月上旬折扣率微幅扩大。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。9 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率微幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.25%，环比 8 月下旬+0.02pct，热门车型中降价幅度前五车型是宋 max2019+5 系 L2020+途岳 2020+GLC 级 2020+奥迪 A3Limousine2020。2）主要车企 9 月上旬折扣率不同程度增加，幅度较大的是东风日产+上汽大众+东风本田+广汽本田+一汽奥迪。

重点关注

9 月 13 日，大众 ID.3 首次交付，在欧洲展开全面销售；9 月 14 日，英伟达同意以 400 亿美元收购 ARM；9 月 18 日，长安汽车不超 14.41 亿股定增计划获批；9 月 18 日，吉利汽车 9 月 28 日科创板首发上会；9 月 18 日，恒大汽车配股后拟科创板上市。

投资建议

全面积极看多汽车板块，核心三条主线，建议超配。1）无论 PE 还是 PB 角度，乘用车及零部件估值均较低。2）国内复工复产恢复正常+中央/地方政策相继出台+海外供应链逐步恢复，乘用车景气度重新进入复苏轨道且逐季加速。3）参照海外成熟国家，结合中国人均 GDP 及人口规模，乘用车的产销规模依然有望创历史新高。4）汽车正经历类似手机变革时代将有望改变未来人们生活方式最终实现持续提价。整车板块：短期重点看好板块性估值修复行情，各家整车均有轮涨性机会；长期整车格局重点看好“特斯拉+自主+日系”市场份额提升，重点推荐【长城汽车】，受益【吉利+广汽+长安+上汽】。零部件板块：1）特斯拉产业链核心供应商【拓普集团】；2）享受智能网联赛道行业红利，重点推荐英伟达产业链【德赛西威】+华为产业链【华阳集团+中国汽研】；3）自主 CVT 变速器龙头标的且受益商用车需求复苏的【万里扬】。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

光模块系列报告之六：流量爆发逻辑下，光模块行业将进入长景气周期

多重场景驱动流量爆发，光模块是直接受益品种。2020 年仅是海外云计算商资本开支回暖的起点。数据中心将是未来 5 年光模块市场增长的核心引擎。

光模块行业正在进入一个新的五年景气周期，市场增长确定性高、空间大，持续看好具备竞争力的光模块企业。

风险提示：因疫情导致海外客户光模块新产品验证进度不及预期；因疫情导致海外上游原材料供应能力减弱；5G 建设不及预期；全球数据中心建设进度不及预期；光模块行业竞争加剧导致利润不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：滕春晓）

有色金属行业跟踪周报：贵金属高位运行，铜铝两旺

投资要点

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 2.37%，有色金属（申万）指数上涨

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.58%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为 4.75%、1.84%、2.60%、0.99%、4.74%和 4.57%。个股涨幅前五的公司为赣锋锂业、电工合金、ST 中孚、中飞股份和天齐锂业。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价先抑后扬，现货市场市场整体交投活跃度有所提高；铝价以震荡走势为主，市场整体成交一般；再生铅利润临近盈亏平衡点，原生铅散单出货有所改善；锌价震荡上行，市场成交一般；现货锡价紧跟期货下跌，市场成交旺盛。

贵金属：本周市场消化了美联储不会扩大刺激的影响，转而关注美国以及全球经济复苏前景、通胀预期和实际利率，贵金属价格再次获得支撑，将高位运行。

稀土：本周市场主流产品价格稳中偏弱震荡，镨钕阴跌；镝铽降中有稳，低价货源有所减少。

小金属新材料：本周镁锭市场延续弱势盘整运行，市场总体呈现还是供过于求；锰矿市场震荡回调，电解锰刚需采购，富锰渣市场平稳运行；钒合金市场延续低迷混乱局势，下游观望情绪较为浓郁。

锂钴：碳酸锂价格出现马太效应，大厂因出货情况趋紧，中小企业因库存压力价格尚未变动；氢氧化锂三季度下游需求增量较多，其中高镍三元需求上行突出；受收储消息影响，电解钴少许高价成交，价格微涨。

投资建议：1）中期通胀预期提升，看好贵金属。美联储鸽派信号不及预期或导致金价短期震荡，但不改长期看多，标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）社融超预期，看好工业金属。新增信贷、社融仍然强劲，基建/地产等项目有望带来基本金属需求回暖。国内地产后周期有望继续修复背景下，经济敏感性较强的铜和地产后周期相关电解铝有望持续反弹，标的首选云铜、云铝。3）长期看好能源金属锂、钴。新能源汽车需求持续高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，下游需求边际向好，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）精选新材料个股。下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现，关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

机械设备行业跟踪周报：工程机械、制造业景气持续，建议关注新能源板块设备投资机会

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【工程机械】Q3 高景气持续，建议超配龙头

工程机械销量持续高增，地产基建复苏下下半年高景气延续。8 月挖机销量 20939 台，同比+51.3%，延续销售强增长趋势；核心零部件厂商 9 月

请务必阅读正文之后的免责声明部分

排产同比+41%，环比正增长，Q3 挖机行业仍有望保持较高增速。此外，7-8 月混凝土机械、起重机等其他机种销量延续上半年高增长的态势，龙头企业同比增速均实现翻倍。下半年基建复苏效应逐步体现，验证我们此前观点，预计后续基建项目开工将持续带来超预期需求。

重点推荐【三一重工】：高端产品结构优化+规模效应+出口增长将持续带来业绩弹性，未来三年业绩 CAGR=16%，同时全球竞争力逐步体现带来估值溢价，看好公司戴维斯双击的机会。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，预计未来三年业绩 CAGR 达 26%，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压行业龙头，海外拓展+泵阀全面放量，增长可期。

【智能制造】制造业复苏下工业自动化持续回暖，看好激光等领域充分受益

工业自动化持续回暖，行业复苏进行时。8 月工业机器人产量 20663 台/套，同比+32.5%，增速创下 2018 年 6 月以来新高；此外机床产量也连续 5 个月实现 10%以上正增长，回暖趋势显著。相关工控、工业机器人企业的订单也在不断回暖，下游先进制造业中锂电、光伏、3C 等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善。我们认为随着国内疫情影响减弱，通用自动化行业回暖趋势延续，建议关注智能制造龙头【埃斯顿】【拓斯达】等。

激光行业将充分受益下游回暖，激光控制系统成长性高于行业，龙头【柏楚电子】最为受益。柏楚电子在下游需求持续恢复下，Q2 业绩快速提升超市场预期，预计下半年订单有望延续快速增长态势。中长期激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场较长时间内将保持增长；而激光控制系统不存在激烈价格战，所以增速高于激光行业；同时随着不断的品类拓展，柏楚电子的成长空间将进一步打开。其余建议关注【锐科激光】【杰普特】。

【光伏设备】建议重点关注有订单+有业绩+有持续性的光伏设备板块

我们认为可再生能源渗透率中长期不断提升是大趋势，随着成本不断下降，平价时代到来，未来 5-10 年渗透率将加速提升，建议重点关注设备投资机会。

硅片环节：210 或者 18x 大硅片技术路线拉长硅片扩产景气周期。随着隆基、中环、晶科、上机、晶澳启动新一轮大尺寸硅片扩产潮，我们测算未来三年每年硅片设备需求超百亿。我们重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】，公司光伏业务 20 年初至今的新签订单量同比+50%左右，2020 年 8 月单晶炉单日出货量达 21 台，是 2019 年 6 月单日出货量 6 台的 3 倍以上。

电池片环节：HIT 电池路线进展顺利，技术迭代带来设备空间可观。随着未来银浆与靶材成本下降，按照 5 亿/GW 的投资额有望带来超 500 亿的设备空间。8 月宣城开盛已经落地首批订单，预计山煤、阿特斯、通威、隆基、爱康等 HIT 项目有望年内陆续落地，国产设备商将迎合计 3GW 左右批量订单。我们重点看好【某丝网印刷机龙头，异质结具备整线能力】。【捷佳伟创】产品线广、协同性强的电池设备龙头。

组件环节：终端装机景气将带来新增组件需求，叠加大尺寸电池片技术

请务必阅读正文之后的免责声明部分

迭代，存量产能更新也将带来较大需求。建议关注串焊设备龙头【奥特维】，2020 年 1-7 月新签订单合计约 15 亿元，在手订单约 21 亿元；【金辰股份】国内光伏组件设备龙头。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

化工行业 2020 年 9 月第 3 周周报：聚醚、环丙价格大涨，继续推荐化工成长股

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3338.09，本周累计上涨 2.38%，深证成指本周上涨 2.33%，化工板块（申万）上涨 4.39%。

本周化工板块个股中，新能源车相关标的涨幅居前：本周化工板块涨幅居前的个股有科隆股份、高盟新材、怡达股份、广信材料、石大胜华、天赐材料、川环科技、德方纳米、扬帆新材、容大感光。光刻胶板块表现活跃，怡达股份（电子化学）、广信材料（光刻胶）、扬帆新材（光引发剂）、容大感光（光刻胶）涨幅居前。新能源汽车概念表现靓丽，相关标的高盟新材（隔音减震材料）、石大胜华（电解液）、天赐材料（锂电池材料）、川环科技（汽车橡胶软管）、德方纳米（碳酸铁锂）涨幅靠前。

预计油价中长期持续低位震荡：本周 ICE 布油报收 43.15 美元/桶（+8.34%）；WTI 原油报收 41.11 美元/桶（+10.13%）。需求方面，虽然 OPEC 和 IEA 调低需求预期，但 9 月 11 日当周，API、EAI 库存分别下降 951.7 万桶、438.9 万桶；供给方面，美国原油产量增加 90 万桶/日；OPEC 方面将 9 月到期的补偿减产机制延长至 12 月；受飓风萨利影响，墨西哥湾沿岸地区原油产量将受到影响。短期看，美国炼油厂产能利用率受飓风影响叠加 OPEC 减产计划越发难以维系，预计油价区间震荡；中长期看，经济增长缺乏显著利好的同时，美国的能源独立将进一步冲击油价，预计油价或将中长期维持低位震荡。

重点化工品跟踪：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，涨幅前五的产品有液氯（+73.91%）、二氯乙烷（+14.95%）、氯乙烯（+13.52%）、软泡聚醚（+13.39%）、环氧丙烷（+12.12%）。二氯乙烷、氯乙烯需求向好，带动液氯价格提升。聚醚下游需求回升，且供货商库存低位，软泡聚醚价格相应上涨，同时带动上游原材料环氧丙烷价格上涨。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的低估值绩优化工股有望迎来反转，推荐低估值白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，国六实施受益标的龙蟠科技、万润股份，以及新老基建配套材料相关标的昊华科技、苏博特、震安科技。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

环保工程及服务行业事件点评：生物质发电新政出台明确新增项目补贴方案，行业有望迎高质量增长

投资要点

事件：9 月 16 日，发改委、财政部、能源局发布《完善生物质发电项目建设运行的实施方案》的通知。

生物质发电新政出台，明确新增项目补贴方案。本次方案对生物质发电项目运营的总体要求，新增项目补贴申报条件、工作程序、纳入规则及未来生物质发电政策方向作出引导。

1、申请条件：四项要求。1）纳入国家/省级专项规划；2）20 年 1 月 20 日后并网的当年新增项目；3）符合相关要求，垃圾焚烧项目所在地实行垃圾处理收费制度；4）申报属实。

2、工作程序：三步后公示。20 年 8 月底前项目一揽子申报，以后的按月申报。企业完成项目信息系统填报，各省审核公示后上报，可再生能源信息管理中心复核并汇总，三步完成后公示名单。

3、纳入规则：时间次序、总量控制、中央补贴有序退坡。1）按并网时间依次排序纳入直至所需补贴总额达 20 年中央新增补贴总额 15 亿元为止后不再纳入当年补贴目录，未纳入者结转至次年依序纳入；2、20 年未纳入者及 21 年以后项目补贴由中央地方共同承担，分地区合理确定分担比例，中央分担部分逐年调整有序退出。

4、补贴标准：20 年垃圾焚烧项目补贴标准与以往电价政策一致。

规划引导及项目监管趋严，提升项目准入门槛。《方案》指出需中央补贴的项目必须纳入相关规划，提升项目核准门槛，鼓励地方建设不需中央补贴的生物质发电项目。强调加强部门监管效力，加大对存在违规掺烧化石燃料、骗取补贴等违法违规行为的查处力度。

建立中央地方分担补贴机制，中央补贴有序退坡。《方案》指出 20 年 1 月后并网项目可申报当年补贴直至入选项目补贴总额达 15 亿元为止，20 年已并网未纳入当年补贴目录及 2021 年起新并网的纳入补贴的项目补贴资金将由中央和地方共同分担，中央补贴将每年调整分担比例直至完全退出，未来更多项目补贴责任将移交至地方承担。

鼓励拓展生物质能非电利用，新增项目采用竞争配置。《方案》指出自 2021 年 1 月 1 日起，规划内已核准未开工、新核准的生物质发电项目全部通过竞争方式配置并确定上网电价。同时，鼓励加快生物质能非电领域的应用，提升项目经济性和产品附加值，降低发电成本，减少补贴依赖，助于提升项目运营效率和管理水平，促使产业有序健康发展。

渐入市场化运营，加大生物质发电支持力度。《方案》指出要发挥生物质发电综合效益，推动建立合理的成本分担机制。1）鼓励金融机构给予生物质发电项目中长期信贷支持。2）完善垃圾处理收费标准，建立生活垃圾处理收费制度。鼓励地方政府加大对生活垃圾“收、储、运、处理”各环节的支持和补偿。3）鼓励具备条件的省区市，探索生物质发电项目

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场化运营试点，逐步形成市场化运营模式。

建议关注：生物质发电新政出台落实新增项目补贴方案，十四五期间生物质能政策聚焦强化规划引导及监管、建立中央地方分担补贴制度、拓展生物质能非电利用渠道、推动市场化运营等方向，新增项目准入门槛提升，优质项目竞争力加强，生物质发电行业有望进入高质量发展阶段，龙头企业将优先获益。建议关注：具备强整合能力的大固废佼佼者：瀚蓝环境；“2+4”战略迎稳健增长的上海固废龙头：上海环境；垃圾焚烧全产业链的优质运营商：伟明环保。

风险提示：政策执行不及预期，行业竞争加剧，补贴拖欠风险

（证券分析师：袁理）

电气自动化设备：海外工控行业观察：Q2 中国市场强势复苏，海外疫情影响加剧

投资要点

自动化订单同比-8.7%、工控行业 Q2 短期受海外疫情影响较大，机器人订单同比-18.0%下滑严重，中国地区订单增速强势复苏。我们统计了全球 5 家工控龙头的订单情况，1）自动化订单合计 55.36 亿美元，同比-8.7%，增速环比-11.1pct，受 Q2 海外疫情影响，工控龙头订单普遍降幅为两位数；2）工业机器人订单合计 28.42 亿美元，同比-18.0%，降幅环比-13.9pct，受疫情影响，下游汽车等行业投资受抑制，行业景气度低迷；3）中国区域订单 46.53 亿美元，同比+0.1%，增速环比+3.8pct 由负转正，随着 Q1 复工复产及疫情影响大幅缓和，中国 20Q2 订单恢复增长，下半年预计持续向好。

工控龙头收入受海外疫情影响降幅扩大。从收入口径观察，我们统计了 9 家工控龙头的收入情况，20Q2 合计收入 364.4 亿美元，同比-27.6%，降幅扩大 21.5pct。Q2 海外疫情影响加剧，下游制造业投资受到普遍影响，日系欧姆龙、欧系库卡、西门子降幅分别高达-33.1%/-33.6%/-37.9%。

分下游看，半导体行业景气度仍高，汽车受疫情影响依旧承压，油气需求低迷，食品包装、医药需求有所下降。1）半导体仍延续 19Q4 以来的高景气度，西门子、发那科、欧姆龙、罗克韦尔、安川等主流厂商均观察到半导体行业投资仍在复苏轨道，其中中国地区做出了主要业绩贡献；2）汽车行业因投资低迷、工厂停运等影响，仍未走出低谷。西门子、发那科、欧姆龙、罗克韦尔、安川等厂商数据均显示行业景气度处于低位。但疫情后汽车行业增速有望触底回升，尤其是新能源汽车在 Tesla 的鲶鱼效应刺激下有望加快产能建设、带来新的设备投资周期；3）油气行业经 Q1 大幅下跌以来仍承受一定的价格压力，美国尤为严重，其中罗克韦尔订单下降近 30%；4）部分厂商食品包装、饮料、医药有两位数下滑；中国区域的订单普遍反映向好，降幅收窄甚至贡献较大增量，复苏态势明确。

投资建议：国内工控行业仍在复苏轨道，一方面先进制造业电子半导体、锂电、光伏等行业高增长，另一方面传统行业 Q2 开始复苏，叠加进口替代，内资工控企业订单持续高景气度增长，7-8 月内资龙头汇川，二线信捷电气、雷赛智能订单仍在快速增长，剔除疫情经济影响预计 Q3、Q4 逐季向上，龙头订单持续旺盛、今年业绩高增趋势确定。推荐：汇川技术、宏发股份、雷赛智能、信捷电气、麦格米特。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：宏观经济下行、竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

新能源汽车热管理行业深度报告：景气优质赛道，龙头量价双升

电动车热管理系统巨变，ASP 倍增。传统燃油车热管理主要用于乘仓空调和发动机散热，新能源汽车包含乘仓空调、电池、电机电控/电源/功率半导体/传统系统等零部件热管理系统，ASP 从￥2500 左右提升至￥6000~7000:

空调系统方面，传统车通常为单冷、制热由发动机余热提供，而新能源需新增制热回路，制热目前分 PTC、热泵两种方式，其中 PTC 成本低、但能耗相对高，整套空调系统 ASP ￥3500+，热泵是未来趋势，ASP ￥4000+（传统车通常不足￥2000）;

电池热管理是电动车的纯增量，应用以液冷为主，增量零部件包括 Chiller、水冷板、电子膨胀阀等单车价值量再提升￥1500-2000;

其他热管理零部件系统包括电机电控、DC-DC、OBC、IGBT 等冷却系统，及减速器等传动系统冷却系统，ASP 略高于传统车，约￥1000。

新能源汽车热管理长期看是千亿级别市场。假设 2025 年新能源汽车渗透率 15%、达全球 1500 万辆，2030 年渗透率 50%以上、达全球 5000 万辆，考虑热管理产品价格年降，假设 2025 年乘用车热管理 ASP 约￥5300、2025 年￥4900，测算 2025 年市场空间近 900 亿、2030 年有望达 2200 亿+，市场空间广阔。

内资从零部件切入新能源主流供应链，打破外资垄断、布局增量市场。市场格局方面，传统车空调系统，电装、马勒、法雷奥、翰昂等 Tier 1 零部件供应商份额居前，依托客户基础和传统车热管理的经验抢占市场先机。内资厂商从核心零部件出发，切入头部新势力车企及供应链企业，再向系统过渡，打破外资在热管理系统的垄断地位，如三花智控依托电子膨胀阀等产品切入市场、逐步向集成组件过渡。目前三花智控、银轮股份、克来机电等内资供应商，切入包括特斯拉、沃尔沃、大众 MEB、宝马等主流车企，与 Tier 1 厂商同台竞争。

投资建议：国内热管理龙头从核心部件起步，客户端尚处于放量初期、产品从零部件向集成组件演进，ASP 提升空间大，长期业绩增长弹性大，推荐：三花智控（科技控温龙头，深度绑定 Tesla 进军热管理零部件及组件），克来机电（布局 CO2 热泵高压管路件高景气、高壁垒赛道，深耕 MEB 体系，客户、产品有望继续延伸），关注银轮股份（燃油车换热器内资龙头，布局新能源热管理开始发力）。

风险提示：新能源汽车产销不及预期、技术路径超预期切换、竞争加剧、产品价格下降等。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

推荐个股及其他点评

雅本化学（300261）：经营拐点隐现，平台价值凸显

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

技术驱动是公司的特质。公司的产品根据下游应用领域划分，可以分为农药及农药中间体和医药及医药中间体两大类。不过，公司的内在逻辑是围绕技术与客户展开的。所以从技术平台的角度理解公司可能更加合宜。经过多年的发展，目前公司在不对称合成、微通道连续化反应、酶催化、安全环保等技术具有明显优势。相关技术的交叉融合是公司的未来核心看点。

公司的农化业务包括 CDMO 业务和自主产品。由于经济低迷，需求疲软，全球农化巨头进行深度整合。同时，国内供给侧改革的深入和环保综合整治的推进使得国内 CDMO 生态体系发生剧变。从跨国公司的角度看，倾向于选择技术实力强、具备工艺持续改进能力、质量管理体系完备的龙头企业进行合作，同时，对供应链的稳定有着较强要求。

医药业务进入加速阶段。公司医药中间体业务大约可以分为三个板块。首先是传统的医药中间体业务，其次是特色原料药业务，最后是 CDMO 业务。公司的医药板块发展一直低于预期，首先，公司的生产基地主要在江苏，最近几年持续经受各种整顿。其次，朴颐化学的先进技术与传统业务进行整合需要时间。随着上虞基地的落地，上述障碍都有望一一克服。

看好公司现有平台技术的融合。公司 15 年底收购朴颐化学，朴颐化学的酶催化和微通道连续生产技术属于典型的平台技术，和公司的传统的不对称合成、催化氢化反应、含氮杂环技术可以进行深度融合，进一步提升相关业务的核心竞争力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 23.39 亿元、30.73 亿元和 37.49 亿元，归母净利润分别为 2.31 亿元、3.10 亿元和 4.08 亿元，EPS 分别为 0.24 元、0.32 元和 0.42 元，当前股价对应 PE 分别为 33X、24X 和 19X。考虑到公司农药业务具备全球竞争力，医药业务也在加快协同发展，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：上虞基地投产进度不及预期；常态化环保督察对公司开工率可能存在影响。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

长城汽车（601633）：智能豪华越野 SUV，坦克 300 开创新市场

投资要点

事件要点：2020 年 9 月 17 日，长城汽车举行 Wey 品牌坦克 300 新车型开放日活动，公布坦克 300 相关动力参数以及越野、智能配置等信息。

豪华越野硬派 SUV，开创全新细分市场

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大气外表，豪华内饰，方圆搭配展现硬派风格。坦克 300 定位紧凑型 SUV，外观及内饰同样采用“刚柔并济+方圆有度”的设计理念，整体“方直轮廓线条搭配圆润倒角”，复古气质，硬派风格。

专业越野配置搭配超强动力，实现坦克般强悍性能。1）“三把锁”；2）坦克转弯；3）蠕行模式,；4）非承载式车身；5）硬核透明底盘，超强通过性；6）超强动力配置强化野地通行能力，强悍性能真正比肩坦克。

坦克 300 开创全新“智能豪华越野 SUV”细分市场，未来将会引领 Wey 坦克系列中大型智能豪华越野 SUV 系列，与 WeyVV 系列共同构成长城高端 SUV 产品矩阵。

咖啡智能上线坦克系列，打造全新体验

坦克+咖啡，打造豪华越野+智能舒适新体验。坦克 300 集坦克平台高端越野 SUV 与咖啡智能于一体，打破“硬派越野”与“舒适豪华”不可兼得的刻板印象。

智能座舱方面：1）全域智能语音交互，98%语音识别库；语音唤醒、方向盘识别唤醒、抬头显示语音控制三大唤醒方式；2）无线手机互联，亿联+Carplay 完美组合，实现手机远程控制，保障车辆安全；3）兼容性更强，USB/WIFI 双向连接，开放应用，支持第三方 APP 扩展，内容资源丰富；4）云端定位，高精度导航，并实现智能疲劳提醒/加油提醒。

自动驾驶方面：1）主动安全配置升级，博世 9.3HD 版本领先技术，高刚性车身架构，实现 AEB 自动紧急刹车/车道保持辅助；2）L2 级别自动驾驶功能上线，实现全速域 ACC 自适应巡航、全方位盲区监测、交通标志识别、APA 全自动泊车等功能。

投资建议：预计 2020-2022 年营业收入 977.36/1198.93/1378.54 亿元，同比+1.6%/+22.7%/+15.0%，归母净利润 50.74/75.83/99.29 亿元，同比+12.8%/+49.5%/+30.9%，对应 PE 为 34.54/23.11/17.65 倍。汽车行业重新步入复苏轨道，加上公司新产品上市的催化，维持“买入”评级。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

三棵树（603737）：涂料行业黄金赛道，内资龙头有望超车

投资要点

立足涂料，多元布局，国内领先涂料企业：三棵树涂料股份有限公司成立于 2003 年 7 月 17 日，总部位于福建莆田，是一家以墙面涂料为核心产品，致力于打造内外墙涂料、防水、保温、地坪、辅材、施工“六位一体”的绿色建材一站式集成系统的企业。2019 年品牌价值达到 239.85 亿元，2020 年跻身全球涂料上市公司市值全球排行榜 10 强截至 2019 年，公司共有 16 家全资子公司、4 家控股公司以及 1 家参股公司，涉及产品研发、生产、包装及仓储多个领域。

集采重塑行业格局，内资龙头有望超车：国内涂料行业企业众多，市场集中度低，行业竞争激烈。近几年全国商品房比例不断提升，这种趋势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

使得装修建筑需求不断向 B 端集中，进而导致国内头部大型地产商对涂料的集采需求不断加大。出于大型地产商对涂料产品品质的把控以及全国范围保供能力的重视，全国性的大型建筑涂料企业有望率先获利。内外资企业对比来看，本土企业的销售规模在稳步提升，二者的收入规模差距在未来有望不断缩小，内资企业赶超外资企业的趋势将延续。

产能有望翻倍，支持公司业绩增长：目前公司建有福建、四川等大型生产基地，已具备年产 119.88 万吨的涂料产能。现阶段公司在建、拟建河北、福建三棵树生产项目，建成后新增产能 127.5 万吨/年，产能翻倍，并将完全覆盖华东、华南、华北、华中、西南五大市场区域。

B 端：高性价比、保质保供造就涂料新贵：在 B 端工程墙面涂料集中采购需求不断增大的背景下，公司凭借自身产能全国布局的保供优势以及高性价比的产品服务战略，积极扩展集采业务。目前公司已经与 44 家百强地产企业成为战略合作伙伴，公司也连续多年成为工程建筑涂料首选率第二的企业，2019 年首选率达到 19%。

C 端：中高端定位叠加渠道优势提升家庭漆竞争力：在 C 端业务方面，公司主打中高端的环保墙面漆，通过在广告和渠道方面的加大投入，逐步提升自身在 C 端的影响力与竞争力。目前公司推出的八项“健康+”新标准远高于国际要求，另外，公司产品的原材料多为进口采购，其出色的环保性更容易受到 C 端消费者的青睐。公司的“马上住”涂刷包工包料全方位服务以及扁平化的经销模式形成 C 端业务的渠道优势。

盈利预测与投资建议：假设公司 B 端高性价比产品服务、C 端中高端路线发展战略符合市场需求，且公司未来新增产能情况符合预期，实现翻倍。预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 80.31 亿元、111.06 亿元、156.26 亿元，对应 PE 分别为 56.42，38.06，31.58。考虑到环保涂料赛道优良，未来公司产能及市场份额的进一步扩张，公司具有高成长性，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：疫情影响持续，旧改进程不及预期、产品推广速度下降等。

（证券分析师：杨件　证券分析师：刘博）

科斯伍德（300192）：疫情不改长期逻辑，多业态及跨区域开拓陆续落地

投资要点

高考升学教育市场规模大但格局分散，公司长期成长潜力可观。公司旗下龙门教育定位高考教育赛道，服务包括中、高考复读生、中职生等学生群体，与普通高中升学教育形成差异竞争。2018 年中国本科录取率仅 43%，由此形成了庞大的高考复读培训市场，我们测算 2019 年高考中非普高学生（主要包括往届生及中职生）普通高考人数约 273 万人，约占全国高考人数的 26.51%，对应市场规模约 280 亿元。公司作为西安中高考培训的龙头机构，全国市占率不及 2%，市场呈现极其分散的特点，未来随着升学竞争进一步激烈，以及公办高中复读政策的持续收紧，将利好民办培训机构快速获取存量市场，公司长期成长潜力可观。

扩张上更加进取，多业态拓展产品及服务。龙门教育全封闭补习培训以“五加教学”为核心，实施分层次的教研，强化学生学习的过程管理，教学效果优秀，特点突出，提分效果显著。我们认为管理层在扩张上正变得更加进取，服务形态日益多元，除传统的全封闭中高考补习外，逐步拓展：1）中职：与龙门传统服务客群画像一致，中职学生符合规定均

请务必阅读正文之后的免责声明部分

可参加普通高考、对口高考，目前国内中职教育以培养应用型人才为主，但整体管理及教学质量具有一定提升空间，尤其是文化课教学水平参差不齐，具有较大提升空间。公司积极拓展中职市场，借助升学管理及教学经验，形成竞争优势，当前已在陕西省内形成成功办学经验。2）合作办学：公司与倍凡教育达成战略合作，将共同基于职业序列学生的升学教育提供管理及教学的输出，倍凡教育是国内领先的职业教育集团，拥有丰富的学校资源，后续合作落地值得期待。

省内外加速扩张，打开长期成长空间。1）龙门教育全封闭业务分 4 种班型，近年来公司通过班型优化的策略，客单价逐年提升，我们预计班型优化将为客单价提供每年 4-6%的同比增长。2）由于品牌、规模效应累积，龙门教育在陕西省内校区数稳步扩张，未来 3-5 年在西安地区增至 10-12 个校区，进一步辐射到下级镇、县区域。3）省外方面，基于市场的旺盛需求，公司正加速规划省外扩张，我们看好公司在 2021 年多种打法下在异地的快速扩张，打开更大成长空间。我们预计公司 2020-2022 年主营业务利润三年复合增速在 30%左右。

疫情短期影响不改长期逻辑。疫情的影响主要体现在 2020 年下半年的招生节奏上，我们预计需求仍然刚性且旺盛，应对方面，公司通过加大招生力度、增开周末全封闭班、课外托管等新业务，也有望弥补增长。

投资建议：预计 2020/2021/2022 年归母净利润为 1.63/2.44/2.94 亿元，对应 PE 分别为 38/25/21 倍，综合绝对估值及相对估值两种估值方法，给予公司 33 元/股目标价，首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：扩张不及预期；政策风险；疫情影响；传统油墨不及预期等

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

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