东吴证券晨会纪要

2020 年 09 月 11 日

晨会编辑 曾朵红
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计—流出的外资、抱团的公募

机构行为：最近一周陆港通净流出 223 亿元，流出较大，集中卖出医药、食品饮料、银行、农业，公募抱团加强，普遍向上证 50、沪深 300、消费漂移，从科技偏离。

股市流动性：最近一周 A 股资金净入市-227 亿，前值 542 亿。外资净卖出 223 亿，ETF 净卖出 32 亿，产业资本减持 210 亿，接近历史峰值，公募和散户净流入趋缓。

市场情绪：创业板市场情绪如融资买入额、换手率等数据仍处在高位，成交量处于历史新高仅次于 2020/7/4 一周，而主板的活跃度则出现了缓慢下行的态势。

固收金工

固收点评：新星转债：铝晶粒细化剂龙头企业，布局完整产业链—转债投资价值分析

新星转债（113600.SH）计划于 9 月 11 日上市，总发行规模为 5.95 亿元。

铝晶粒细化剂龙头企业，市场规模增长态势向好。

完整产业链布局+自主研发设备。

正股估值较高，股票弹性较高。公司股价为 22.77 元（9/8），PE（TTM）为 61.54x，高于四通新材（28.99x）、云海金属（9.35x）等可比公司。近 100 周的年化波动率为 46.04%，股票弹性较高。

风险提示：铝锭价格波动风险，供应商集中度较高风险，股权质押风险（实际控制人股权质押占总股本的 20.09%）。

固收深度报告：工欲善其事必先利其器——可转债选择逻辑 1：周期篇

经济下行，周期不振，周期类转债配置思路应当重新思考：以往谈论周期时，往往谈论的是上行周期行业与个券的弹性，换而言之，彼时周期行业的配置思路更加侧重的是随经济和基本面变化而产生的 β。然而 2012 年以来，经济增速不断下行，我们认为对于周期行业的配置思路应当从原本的重弹性转变到重视个券基本面。基于此，本文希望阐述一个自上而下的周期类可转债配置思路。

好赛手往往有共同的优点：取得上市公司收益率后，我们进一步落实到个券层面。我们发现，ROIC 越高，往往公司股价的复合收益率越高。其次，高营收增速、强大的盈利能力是周期股穿越周期，获得持续的高复合收益率的关键。

行业

2020 机械行业中报总结：周期亮眼，成长分化

投资组合：

三一重工、中联重科、杭可科技、柏楚电子、建设机械

至纯科技、广电计量、晶盛机电、浙江鼎力、恒立液压

请务必阅读正文之后的免责声明部分

钢铁行业深度报告：高温合金：军工材料独领风骚，优质龙头价值重估

投资建议：1）中期看好高温合金行业：下游空间广阔，技术壁垒高而扩产缓慢，中期供不应求，景气上行，优质龙头企业将迎来价值重估。2）投资标的建议关注：a、ST 抚钢：国内高端特钢、变形高温合金绝对龙头，军工背景深厚，高温合金产量、规模、技术、客户各方面具备全面优势性能。管理层变更后，业绩增长可观。b、久立特材：江浙高端制造企业、高端制造标杆企业，国内领先的高温合金、不锈钢、耐蚀合金加工企业。在手订单充沛，多个新项目投产在即，业绩增量可观，高端特钢公司中估值最低，未来成长空间较大。c、钢研高纳：铸造高温合金龙头、新型高温合金领先企业。公司由钢铁研究总院高温材料研究所转型而来，拥有 60 余年技术储备。

推荐个股及其他点评

华兴源创（688001）：激励方案彰显发展信心，订单充裕+欧立通并表保障全年增长

盈利预测与投资评级：考虑到公司激励方案彰显未来发展信心+目前在手订单充沛，在不考虑欧立通并表的情况下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.2/2.7/3.2 亿元，较原预测分别上升 39%/33%/28%（原预测为 1.6/2.0/2.5 亿元），对应 PE 分别为 74/62/51X，维持“增持”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计—流出的外资、抱团的公募

机构行为：最近一周陆港通净流出 223 亿元，流出较大，集中卖出医药、食品饮料、银行、农业，公募抱团加强，普遍向上证 50、沪深 300、消费漂移，从科技偏离。

股市流动性：最近一周 A 股资金净入市-227 亿，前值 542 亿。外资净卖出 223 亿，ETF 净卖出 32 亿，产业资本减持 210 亿，接近历史峰值，公募和散户净流入趋缓。

市场情绪：创业板市场情绪如融资买入额、换手率等数据仍处在高位，成交量处于历史新高仅次于 2020/7/4 一周，而主板的活跃度则出现了缓慢下行的态势。

估值水平：A 股风险溢价 1.14%，行业间分化减小。从绝对股价和业绩来看尾部跑赢头部股票。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

固收点评：新星转债：铝晶粒细化剂龙头企业，布局完整产业链—转债投资价值分析

事件

新星转债（113600.SH）计划于 9 月 11 日上市：总发行规模为 5.95 亿元，其中 2 亿元用于年产 3 万吨铝中间合金项目，2 亿元用于年产 10 万吨颗粒精炼剂项目，1 亿元用于工程研发中心建设项目，其余用来补充流动资金。

条款中规中矩，上市价格预计在 105-119 元的区间：转债存续期为 6 年，中证鹏元评级为 AA-/AA-，初始转股价为 23.85 元/股。下修条款为“15/30，85%”，有条件赎回为 “15/30，130%”，有条件回售为 “30、70%”。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.9124%（09/08）计算，纯债价值为 85.01 元，债底保护一般。按照 9 月 8 日深圳新星的收盘价 22.77 元计算，转换平价为 95.47 元。参考相似转债，我们预计新星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 105-119 元的区间。

观点

铝晶粒细化剂龙头企业，市场规模增长态势向好。公司生产的铝晶粒细化剂作为添加剂被广泛应用于航空航天、轨道交通、军工、汽车、船舶、建筑、消费电子、机械装备等各种领域用的铝材制造加工。随着铝材对

请务必阅读正文之后的免责声明部分

钢材的替代速度加快，预计铝材的使用量在未来将保持增长态势，带动铝晶粒细化剂的市场规模不断扩大。根据中国有色网预测，2019-2024 年，我国铝晶粒细化剂需求量的复合增长率为 8.74%，需求量在 2024 年将达到 18.7 万吨，对比 2018 年增幅高达 78.1%。

完整产业链布局+自主研发设备。2010-2018 年，公司通过收购绵江萤矿、投资建设松岩冶金、增资汇凯化工，实现了对铝晶粒细化剂上游产业链的布局规划。如今，公司产业链结构布局覆盖了行业上中游的关键环节，上接萤石原矿采掘，下延铝晶粒细化剂生产，中间形成氟钛酸钾、氟硼酸钾、氟铝酸钾等可自用或对外销售的氟盐产品。产业链的完整性确保了公司原材料供应的稳定性，帮助公司有效控制原材料成本，增强了其应对市场价格波动的能力。此外，公司是行业内唯一一家自主研发制造关键生产设备电磁感应炉、连轧机的企业，获得多项国内外发明专利，公司生产的铝钛硼晶粒细化剂的技术指标处于国际领先水平。

正股估值较高，股票弹性较高。公司股价为 22.77 元（9/8），PE（TTM）为 61.54x，高于四通新材（28.99x）、云海金属（9.35x）等可比公司。近 100 周的年化波动率为 46.04%，股票弹性较高。

风险提示：铝锭价格波动风险，供应商集中度较高风险，股权质押风险（实际控制人股权质押占总股本的 20.09%）。

（证券分析师：李勇）

固收深度报告：工欲善其事必先利其器——可转债选择逻辑 1:周期篇

事件

经济下行，周期不振，周期类转债配置思路应当重新思考：以往谈论周期时，往往谈论的是上行周期行业与个券的弹性，换而言之，彼时周期行业的配置思路更加侧重的是随经济和基本面变化而产生的 β。然而 2012 年以来，经济增速不断下行，我们认为对于周期行业的配置思路应当从原本的重弹性转变到重视个券基本面。基于此，本文希望阐述一个自上而下的周期类可转债配置思路。

观点

周期分化，赛道有先后：我们通过抓取上市以来六大周期行业（钢铁、有色、化工、建材、建筑、采掘）所有公司股价的收益率，剔除了新股（不考虑上市一年内的股票）和新股效应（不考虑上市公司上市后第一个月的收益率）后，我们发现六大周期行业出现了明显的分化。不论是出现牛股的数目还是出现牛股的概率，化工、有色、建材都明显优于钢铁、建筑和采掘。

好赛手往往有共同的优点：取得上市公司收益率后，我们进一步落实到个券层面。我们利用 ROIC 划分公司的盈利能力，根据 ROIC>10%，10%>ROIC>5%和 ROIC<5%将复合收益率排名前 20 的周期类公司划分为三档。我们发现，ROIC 越高，往往公司股价的复合收益率越高。其次，高营收增速、强大的盈利能力是周期股穿越周期，获得持续的高复合收益率的关键。

大道至简，理论结合实践：根据上文原则，我们选取 ROIC*近三年营业收入增长率作为核心指标，选取 10 只基本面优秀的个券标的。进一步的，利用我们的模型理论价格和可转债目前的实际价格，获得价差百分比，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

并利用价差百分比排序。自此，我们就得到了推荐的标的组合。

风险提示：可转债市场剧烈波动；周期板块估值下行；结论基于历史数据的测算，未来市场发生重大变化可能导致模型失效，可能存在个券风险；疫情缓解超预期；采掘集中度整合低于预期

（证券分析师：李勇）

行业

2020 机械行业中报总结：
周期亮眼，成长分化

投资组合：

三一重工、中联重科、杭可科技、柏楚电子、建设机械

至纯科技、广电计量、晶盛机电、浙江鼎力、恒立液压

投资建议：

机械行业 2020Q2 单季度业绩同比+76.1%，行业回暖势头显著。2020H1 机械板块营收同比+10.3%，其中 Q2 单季度同比+13.0%；归母净利润同比+26.1%，其中 Q2 单季度同比+76.1%，较 Q1 显著好转。整体毛利率/净利率分别为 23.6%/7.6%，同比分别-0.2/+0.7pct； ROE 水平改善显著，Q2 单季度达 3.21%;经营净现金流同比+286.3%，大幅优化。

工程机械、油服等周期板块亮眼。销量持续超预期叠加龙头市占率稳步提升，工程机械持续高景气。2020H1，工程机械板块营收同比+15.3%，归母净利润同比+26.6%。油气设备板块同样表现亮眼。2020H1 油气公司收入普遍增长，但成本及溢价差异下利润呈现分化。

检测、泛半导体（半导体、光伏）、锂电设备、激光设备等成长板块分化。 Q1 检测行业受疫情影响严重，而 Q2 强势反弹，H1 整体业绩实现大幅扭亏，盈利能力强势回升，现金流改善显著。2020H1 半导体设备板块收入同比+34%，业绩同比+40%，疫情影响下仍实现较高增速；光伏设备板块收入仍维持近 30%的高增长，但行业竞争下整体盈利能力有所下滑，净利润增速趋缓至 9.4%。锂电设备行业收入和业绩均呈现小幅下滑，主要系疫情对上半年订单验收节奏有所影响；激光板块整体业绩强劲反弹，2020H1 收入同比+5.4%，归母净利润同比+9.4%。

轨交装备板块受疫情影响较大、智能装备板块整体盈利回暖。H1 轨交设备板块营收同比-10.1%，归母净利润同比-32.6%，受疫情影响营收结构变化使得盈利能力下行，预计下半年逐渐恢复。H1 智能制造板块营收同比+24% ，归母净利同比+114%，行业增速继续回暖，盈利能力改善

请务必阅读正文之后的免责声明部分

明显。

煤机板块业绩增长超预期。2020 H1 采矿设备板块营收同比-6.3%，而 H1 归母净利润同比+24.7%,采矿设备行业需求稳中有增，盈利能力有望持续优化。

风险提示：疫情影响持续；下游投资不及预期

（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）

钢铁行业深度报告：高温合金：军工材料独领风骚，优质龙头价值重估

投资要点

高温合金性能优异，广泛应用于航空航天等领域。高温合金又称超合金，具有优异的高温强度、抗氧化和抗腐蚀性能，是航空航天、石油、化工领域的关键材料，高温合金技术壁垒高，是高端制造上游材料的制高点。

高温合金长期供不应求。国内高温合金产量约 1.4 万吨，近 6 年年均复合增长率约为 2%。虽然近年有新玩家进入，但受技术瓶颈和生产壁垒制约，实际产量提升非常有限。目前实际需求量在 3.4 万吨左右，未来十年下游需求总量预计 61.70 万吨，年均复合增长率 9.88%。综合来看，行业明显供不应求，且该趋势将维持数年。

军机增长多点支撑航发需求，维护需求是主力。2020-2030 年预计我国军机航空发动机需求总量约为 73058 台，其中换装需求 957 台，扩编需求 1317 台，维护需求 70784 台。以单台航空发动机高温合金消耗量 3 吨估算，我国军用航发领域高温合金需求量为 21.92 万吨，年均复合增长率为 10.26%；军用领域整体需求为 26.35 万吨，年复合增速 9.41%。

民用高温合金需求有望释放，汽车领域占比高。汽车领域是高温合金需求主力，得益于汽车涡轮增压配置率逐年提高，预测其对高温合金总需求 2025 年达到 1.79 万吨、2030 年达到 3.25 万吨，年均复合增长率 12.3%。民航领域预计 2020-2030 年新增发动机 1449 台，由此带来 15649 吨高温合金需求，年均复合增长率为 14.4%。我国核电机组建设稳步推进，2020 年在建核电组约 18 台，此外仍有 30 台处于规划中，若按 6 年建设周期和 85%的国产率估算，平均每年高温合金需求量为 3791 吨，年复合增速 3.7%。预计石化领域 2020-2030 年高温合金需求为 6.13 万吨，年复合增速 10%。综合来看，民用领域 2020-2030 将年产生 35.35 万吨高温合金需求，年复合增速 10.24%。

投资建议：1）中期看好高温合金行业：下游空间广阔，技术壁垒高而扩产缓慢，中期供不应求，景气上行，优质龙头企业将迎来价值重估。2）投资标的建议关注：a、ST 抚钢：国内高端特钢、变形高温合金绝对龙头，军工背景深厚，高温合金产量、规模、技术、客户各方面具备全面优势。管理层变更后，成本改善叠加量价齐升，业绩增长可观。b、久立特材：江浙高端制造企业、高端制造标杆企业，国内领先的高温合金、不锈钢、耐蚀合金加工企业。在手订单充沛，多个新项目投产在即，业绩增量可观，高端特钢公司中估值最低，未来成长空间较大。c、钢研高纳：铸造高温合金龙头、新型高温合金领先企业。公司由钢铁研究总院高温材料研究所转型而来，拥有 60 余年技术储备。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：下游不及预期；进口替代不及预期；产品研发不及预期。

（证券分析师：杨件）

推荐个股及其他点评

华兴源创（688001）：激励方案彰显发展信心，订单充裕+欧立通并表保障全年增长

事件：9 月 2 日晚公司发布公告，拟向 147 名激励对象授予 400 万股限制性股票，约占总股本的 0.93%，其中首次授予 320 万股，预留 80 万股，授予价格为 20.26 元/股。

投资要点

激励方案业绩考核彰显未来发展信心

激励方案中，首次授予的限制性股票业绩考核以 2019 年净利润或营业收入为基数，2020-2022 年净利润或营业收入增速不低于 30%、40%、50%，CAGR 为 14.5%。以公司 2019 年营业收入 12.58 亿元、净利润 1.76 亿元估算，首次激励部分解禁的业绩考核要求 2020/2021/2022 年营业收入分别不低于 16.35/17.61/18.87 亿元，或净利润分别不低于 2.29/2.46/2.64 亿元。我们认为，股权激励方案的推出以及相应的业绩考核要求彰显了公司对中长期发展的高度信心。

OLED 检测设备技术全球领先，在手订单充裕保障增长

经过多年发展，公司 OLED 检测设备已成功实现进口替代，是越南三星和京东方 OLED 产线的唯一国产化设备供应商。目前公司 Mura 补偿技术已在大量 OLED 产线应用，公司 OLED 检测设备的稳定性、漏检率等指标在国内稳居第一。公司目前 OLED 检测设备终端客户主要为苹果、华为等手机制造厂商，OLED 检测设备属于高定制化设备，主要由下游产品迭代驱动增长。受益于苹果 iPhone12 等多款 5G 新品发布在即，公司目前在手订单充裕，将保障公司全年业绩高增长。

半导体测试设备爆发在即，加码研发推动进口替代

公司是国内仅有的定制化 BMS 芯片检测设备解决方案提供商。2019 年该类设备获得 3 亿元左右订单，2020H1 订单延续，新接订单 2.58 亿元。标准化检测设备方面，公司 SoC 和 CIS 测试机已取得国内领先的 IC 设计公司和封测厂的小批量订单。芯片可以分为数字芯片（难度高）、模拟芯片（难度低）、数模混合芯片（难度中），目前模拟测试机国产化率已经达到 85%，而数模混合和数字测试机目前仍由爱德万和泰瑞达两大全球半导体测试设备龙头垄断。SoC 和 CIS 测试机属于数模混合测试机，国产替代空间大、难度中等，公司从这一领域切入，有望较快完成测试设备的国产率提升。

下半年欧立通并表，将大幅增厚业绩

上半年公司完成对欧立通的收购，下半年将并表。欧立通致力于提供可穿戴产品的自动化智能组装、检测设备，是国内苹果智能手表检测领域的主供商，2017-2019 年，欧立通超 94%的收入来自苹果公司及其代工厂广达、仁宝、立讯等。上半年欧立通无线耳机等订单超预期，目前在手

请务必阅读正文之后的免责声明部分

订单充足，我们预计随着苹果新款 iWatch、Airpods 发布临近，订单将进一步释放，公司预计 2020 年已通过样机验证的项目能够取得约 2.5 亿-3 亿元订单。

盈利预测与投资评级：考虑到公司激励方案彰显未来发展信心+目前在手订单充沛，在不考虑欧立通并表的情况下，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润 2.2/2.7/3.2 亿元，较原预测分别上升 39%/33%/28%（原预测为 1.6/2.0/2.5 亿元），对应 PE 分别为 74/62/51X，维持“增持”评级。若考虑欧立通并表，根据业绩承诺，欧立通 2019-2022 年累计扣非归母净利不低于 4.19 亿元，扣除 2019 年已实现的归母净利后取平均（预计每年非经常性损益为 1000 万元左右），我们预计 2020-2022 年欧立通每年将实现归母净利约 1.1 亿元左右，若欧立通在下半年并表，则 2020-2022 年公司合计归母净利润将达到 2.8/3.8/4.3 亿元，对应 PE 分别为 58/43/38X。

风险提示：半导体检测设备业务拓展不及预期；并购协同效应不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

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