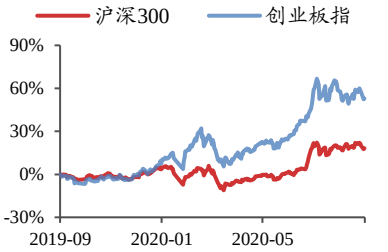
2020 年 09 月 09 日

开源晨会 0909

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
采掘	2.86
非银金融	2.46
公用事业	2.07
建筑装饰	1.76
银行	1.61

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-1.54
食品饮料	-1.23
农林牧渔	-1.07
电子	-0.37
化工	0.05

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】调的是结构，不是仓位——投资策略点评-20200907

9 月 7 日 A 股调整背后是北上继续兑现利润，而对流动性的担忧+部分行业的负面成为外资继续兑现利润的催化剂。在中国基本面经济复苏仍然领先全球的当下，外资周期性流入的趋势仍然存在。估值与盈利的赛跑成为当下资产价格的决定因素：顺周期特征是最好的进攻，也有最强的防守，我们建议投资者调结构，而不是降仓位，积极布局顺周期。

【中小盘】中小创业绩延续回暖趋势，定增融资渠道边际向好——中小盘策略专题-20200908

1、2020 上半年中小创延续回暖，疫情趋缓后二季度大幅反弹

2、创业板反弹力度呈现两极分化，中小板亏损公司增加拖累整体业绩

3、2020 上半年农林牧渔增速领跑，复产复工带动计算机等行业业绩修复

4、短期内并购市场热度有所回落，中小创定增融资渠道边际向好

行业公司

【商业贸易】跨境电商专题：东南亚蓝海千帆竞渡，社交单页电商轻舟御风——行业深度报告-20200908

全球疫情蔓延驱动消费需求向线上转移，我国跨境电商行业天时地利人和齐具，在需求与政策共振下蓬勃发展。

相较欧美而言，东南亚电商市场受益于经济高增长、互联网渗透率提升和人口年轻化等红利，更具增长潜力。区域差异大、用户年轻且喜爱社媒是东南亚市场的主要特点，前者加大了平台电商的盈利难度，后者奠定了社媒营销的发展基础。

从模式上看，跨境电商主要包括传统中心化平台电商（含平台和卖家）与新型社交电商两类。社媒繁荣和精准营销驱动下，社交单页电商崛起，后者基于“货找人”思维，依托社媒平台实现对高净值目标用户的触达转化，在东南亚市场展现出旺盛的生命力。

推荐标的：吉宏股份，东南亚电商市场的精准营销“带货人”。

【电子：北方华创（002371.SZ）】国内半导体设备布局最全龙头，前景可期——公司首次覆盖报告-20200908

公司作为国内泛半导体设备龙头公司，产品覆盖全面，市场空间广阔，自身技术实力强大，有望受益于半导体设备行业景气度回升及国产化替代趋势。公司真空设备及新能源设备受益于下游需求扩张，同时公司定增加强自身研发实力，产能扩张，未来增长可期。我们预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.85/1.11/1.40 元，当前股价对应 PE 200/153/122 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】调的是结构，不是仓位——投资策略点评-20200907

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

A 股调整背后：北上继续兑现利润

9 月 7 日 A 股迎来较大幅度的调整，所有行业无一“幸免”，但值得一提的是，9 月 7 日当日板块涨跌幅与 7 月 2 日以来北上累积收益率显著负相关，这意味：9 月 7 日当天跌幅较大的是前期北上累积浮盈较多的板块。结合 9 月 7 日当日北上持续净流出 A 股，我们认为，北上资金当日（9 月 7 日）仍在持续兑现前期浮盈较多板块的利润。

触发剂：流动性担忧+部分行业的负面消息

我们在周报《最好的进攻，最强的防守》中提到：北上交易盘自 7 月以来的累积收益率为 24.74%，短期兑现利润的动机仍较大。9 月 7 日当天的两个触发剂成为了北上持续兑现利润的理由：一、9 月 7 日当天，央行公开市场操作净投放 200 亿，但并未打消投资者对于货币政策收紧的担忧，债市利率仍在不断上行便是一个较好的印证，对流动性收紧的担忧成为了北上资金兑现利润的触发剂之一；二、周末（9 月 5 日至 9 月 6 日）部分行业出现了较大的利空消息，这使得这些行业基本面存在较大的不确定性，而这种不确定性很可能使得前期具有较大浮盈的北上投资者选择兑现。

外资周期性流入的趋势仍然存在

7-8 月北上仍净买入 A 股，而债券市场外资也因中美利差影响在不断增持。结构上看，在近期北上连续撤出 A 股期间，北上配置盘/交易盘对部分顺周期板块仍在净买入。这符合历史规律：外资周期性流入往往发生在中国基本面相对较好时期，最典型特征是“紧货币+宽信用”组合：中美利差扩大是表象，基本面的相对优势是背后的驱动力，其间外资相应的在各个市场对基本面进行复苏交易，在股票市场上也更偏好与经济周期相关性高的板块。我们认为在中国基本面经济复苏仍然领先全球的当下，外资周期性流入将会在较长时间持续。同时当下对于顺周期板块而言，北上短期兑现利润的压力可能小于其他板块。

估值与盈利的赛跑

投资者当下对市场的担忧集中在流动性收紧和风险偏好下行的估值层面；同时，经济复苏和分子端盈利修复又具备较强方向确定性——经济复苏甚至成为了担心流动性收紧的理由。估值与盈利的赛跑成为当下资产价格的决定因素。我们看到：2018 年以来，成长与价值板块的隐含长期增长率差异不断扩大，目前达到历史极值，而“短期”增长率若不能达成，将带来估值下调的压力，如果以 2020 年初的隐含“长期”增长率作为下调的参照，成长板块估值下调幅度将高于价值板块。这意味着：对于顺周期板块而言，若经济修复动能较强，盈利赛过估值，进攻可以“赢在周期”；若经济复苏动能弱，盈利不敌估值，周期板块盈利边际仍有变化，前期估值分化让周期板块估值本来较低，可以至少“立于不败”。我们根据当下资产中的隐含增长率同时结合半年报数据展现出的基本面趋势进行两类建议：进攻弹性与相对防守策略考虑估值不高，盈利有较大弹性（如建材、周期化工、工程机械），绝对防守策略考虑估值相关因素影响已经很小的行业，同时兼顾复苏下的盈利弹性（银行、房地产、建筑、采掘）。

风险提示：中美摩擦加剧；疫情超预期恶化；国内经济下行超预期；测算误差

【中小盘】中小创业绩延续回暖趋势，定增融资渠道边际向好——中小盘策略专题-20200908

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

2020 上半年中小创延续回暖，疫情趋缓后二季度大幅反弹

2020 年上半年中小创业绩整体延续 2019 年的回暖趋势。中小板 2020 年上半年实现归母净利润 1772.99 亿元，同比增长 9.06%；创业板实现归母净利润（剔除温氏股份、千山退，下同）681.10 亿元，同比增长 8.53%。其中，2020Q2 中小板与创业板业绩均率先于主板（主板非金融企业 2020Q2 业绩增速为-9.7%）实现反弹，增速由负转正，且归母净利润均刷新了近三年（2017 年至 2020 年）以来的单季度新高。中小板 2020Q2 单季度实现归母净利润 1169.08 亿元，同比增长 27.70%；而创业板则表现更优，2020Q2 单季度实现归母净利润 460.12 亿元，同比大幅增长 41.3%。分市值规模来看，中小创板块中大市值公司抗风险能力更强，并且在二季度疫情趋缓后，业绩反弹力度更大。500 亿元以上市值规模的公司有 53.00%在二季度的业绩增速达到了 50%以上。

创业板反弹力度呈现两极分化，中小板亏损公司增加拖累整体业绩

2020H1 创业板盈利持续向头部集中，前十大公司盈利占比增长至 27.53%（2019 年为 19.47%），并且在疫情之下出现了如英科医疗、华大基因等新晋公司。此外，二季度创业板反弹力度呈现两极分化，业绩同比增速达到 100%以上的公司有 180 家（占比 22.17%），而增速为-100%以下的公司也有 106 家（占比 13.1%）。中小板方面，2020H1 前十大盈利公司占比提升至 24.98%（2019 年为 23.59%）。同时，中小板亏损金额随亏损公司数量的增加而大幅增长，合计亏损金额达到 198.97 亿元，较 2019 年的 102.45 亿元大幅增长 94.21%，从而拖累板块整体业绩。

2020 上半年农林牧渔增速领跑，复产复工带动计算机等行业业绩修复

行业角度来看，2020 年上半年农林牧渔（剔除温氏股份）、电子、医药生物等行业净利润规模大的同时增速较快。从净利润规模来看，医药生物、电子、农林牧渔、化工、银行位居前五，合计实现净利润 1220.94 亿元，占中小创整体业绩的 50.61%。2020Q2 随着国内疫情的逐步缓和，各行业复产复工有序开展，其中此前受疫情冲击较大的计算机、建筑装饰等行业业绩大幅改善。同时，非银金融行业受益于二季度市场交投活跃度提升以及定增、IPO 等直接融资规模提升，驱动券商盈利能力同比大幅改善。

短期内并购市场热度有所回落，中小创定增融资渠道边际向好

受疫情因素影响，上半年中小创整体并购重组热度有所回落。中小板、创业板完成重大资产重组的公司数量分别为 9 家和 5 家；分别涉及金额 488.62 亿元、96.60 亿元。此外，医药生物行业并购热度显著升温，与机械设备、化工行业并购数量共同位居前列。定增市场方面，新政落地之后上市公司融资需求集中爆发。截至 8 月 31 日，新政之后中小板及创业板公司新发预案分别达到 169 例（+156.06%）和 235 例（+327.27%），分别涉及融资规模 2187.96 亿元（+228.17%）和 2080.48 亿元（+734.13%）。随着近期过会及批文速度的不断提升，中小创公司将持续受益于定增融资渠道的放开，进一步提升其内生增长动能。

风险提示：疫情在全球范围内持续扩散、并购重组及再融资政策变动风险等

行业公司

【商业贸易】跨境电商专题：东南亚蓝海千帆竞渡，社交单页电商轻舟御风——行业深度报告-20200908

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062

天时地利人和齐具，跨境电商行业乘风而起

天时：全球疫情蔓延驱动消费需求向线上转移，电商渗透率加速提升，高性价比商品需求旺盛；地利：强供应链奠定中国制造高性价比，跨境物流高效配送全球；人和：国内电商产业成熟、人才丰富。我国跨境电商行业天时地利人和齐具，叠加市场需求与政策共振，近年来实现蓬勃发展，其中出口 B2C 模式增速更高。

东南亚市场：年轻、差异化、社媒高渗透，电商洼地方兴未艾

我们认为，以东南亚为代表的新兴市场国家，受益于经济高增长、互联网渗透率提升和人口结构年轻化等红利，

孕育着比欧美更具潜力的电商市场。具体来看：东南亚地区 GDP 增速达到 5%-8%，随着互联网基础设施建设推进，电商规模持续增长，近 5 年复合增速达到 35%；但目前电商渗透率仍极低，平均仅有 2.5%，相较于中国（截至 2020 年 7 月电商渗透率为 25%）存在较大提升空间。东南亚地区的突出特征为地域割裂分散、各国宗教语言文化差异极大，同时低客单价与高物流成本的矛盾，客观上又增加了传统平台电商标准化经营模式的盈利难度，因此，入乡随俗精准定位选品和客户成为经营关键。从消费者画像看，东南亚国家人口结构年轻化特征显著，潜在电商消费群体数量庞大，同时青年人群已建立重度社媒使用习惯（东南亚地区日均社媒使用时长世界第一），也热衷交流分享，结合较低的流量成本（约为欧美 1/3），为社媒广告商品营销发展创造了条件。目前，Facebook 是东南亚地区最大的社媒平台（市场份额约 37%）。

跨境电商蓝海千帆竞渡，平台电商 VS 社交电商，百家争鸣、谁执牛耳？

跨境电商一般可分为平台和自营两种模式。具体看，平台通过搭建商城吸引卖家入驻，赚取广告费和佣金；自营商家则主要赚取购销差价。目前，Shopee（腾讯）和 Lazada（阿里）是东南亚跨境电商平台代表，但受限于低客单价与高物流成本，目前未实现盈利。第三方卖家模式则主要通过入驻电商平台完成产品销售，代表公司包括安克创新、泽宝技术，主打精品策略深度介入研发，锻造品牌价值。而在中心化平台电商之外，我们也观察到自建独立站/单页等新型电商模式的崛起，背后实质是社媒繁荣和精准营销驱动下，交易渠道的变革与延展。具体来看，自建独立站模式以 SHEIN 为代表，聚焦优势品类，深耕社媒营销与私域流量；自建单页模式则以吉客印为代表，基于“货找人”思维，依托社媒平台实现对高净值目标用户的精准营销触达和转化。选品灵活、转化率高、资产轻、库存小等优势，帮助社交单页电商模式在东南亚市场展现出旺盛的竞争力和生命力。

推荐标的：吉宏股份，东南亚电商市场的精准营销“带货人”

东南亚自建单页电商模式龙头，在供应链、营销和管理等方面核心竞争力突出，进一步打造 SaaS 系统向“卖水人”升级，有望持续受益东南亚电商市场红利。

风险提示：海外贸易限制、市场竞争激烈、政策变化风险等。

【电子：北方华创（002371.SZ）】国内半导体设备布局最全龙头，前景可期——公司首次覆盖报告-20200908

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

公司业务优势明显叠加行业景气上行，首次覆盖给予 “ 增持 ”评级

公司作为国内泛半导体设备龙头公司，产品覆盖全面，市场空间广阔，自身技术实力强大，有望受益于半导体设备行业景气度回升及国产化替代趋势。公司真空设备及新能源设备受益于下游需求扩张，同时公司定增加强自身研发实力，产能扩张，未来增长可期。我们预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.85/1.11/1.40 元，当前股价对应 PE 200/153/122 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

半导体设备市场广阔，国产替代带来发展机会

半导体专用设备在半导体产业链中的地位至关重要，集成电路制造工艺的技术进步，会推动半导体专用设备企业不断追求技术革新，持续加大投资。全球半导体行业规模稳定增长，同时半导体产业链不断向中国大陆转移，中国半导体设备市场规模快速发展。目前我国半导体设备国产替代率仍然较低，但国产设备厂商已经切入多个工艺制程且占据了一部分市场份额，未来国产化替代空间较大。信息技术驱动和政策支持进一步助力半导体设备的发展。半导体专用设备技术壁垒高且通过客户验证难度大，因此半导体设备格局马太效应明显，有利于行业龙头公司北方华创等。

公司半导体设备竞争优势明显，多元化布局前景可期

公司半导体设备产品覆盖范围广泛，且新产品储备充足，下游厂商投资扩产及国产化替代进行时，增长动力充足。短期从预收账款来看，在手订单充足，中长期公司定增投入高端集成电路设备研发及扩产，继续提升研发能力及产能，为未来增长储能。真空设备方面公司绑定隆基股份，有望受益于其产能扩张。公司新能源设备有望受新能

源汽车的产量增长拉动，同时定增加强精密元器件竞争力，市场份额有望不断提升，前景可期。

风险提示：下游晶圆厂资本开支不及预期风险，新产品研发不及预期风险，国产替代进程不及预期风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的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、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn