新时代证券-研究所晨报（20200903）

● 总量研究

策略研究：真正的风格切换

关于风格切换的讨论是当下的焦点。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会开始有绝对收益。站在当下时点来看，现在出现更大级别风格切换的概率更高，建议增配金融周期，这里的机会估计是季度级别的。这一变化的推动力有两点：1.从持续披露的经济数据来看，之前的经济回升可以用疫情后经济反弹来解释，但如果经济继续回升，则库存周期等长期逻辑可能会被证实。2.目前处于增量资金大幅进场的第二个季度，2014 年 Q4 大级别风格切换就是发生在增量资金进来的第二个季度。背后原因是增量资金刚进来是，定价的话语权依然是存量资金，风格只会扰动，不会完全变化，但随着增量资金增多，风格可能发生季度级别以上的变化。

● 公司研究

景旺电子：疫情下逆势增长，客户多领域导入铸就长期成长

公司发布 20H1 中报，整体业绩向好。计算机需求接棒通信，汽车电子需求崛起对冲疫情影响。公司积极迎合客户并拓展新产品线，积累大批优质客户未来成长有保障。1）公司高阶产品储备充足：贴近市场与客户，横向发展高密度互连、高速多层、高频、高散热、多层软板和软硬结合等产品，不断提升高多层、高阶 HDI、SLP 的产能。2）客户优良且新项目导入覆盖广。公司已积累大批优质客户，包括一众手机头部厂商等国内外知名企业。

盈利预测评级：我们看好公司优良管理能力带来的较强盈利能力，以及 FPC 在智能设备领域的广泛渗透。预计公司 2020-2022 年的营收分别为 78、94、114 亿元，归母净利润分别为 11、13、16 亿元，对应 EPS 分别为 1.29、1.53、1.88 元，8 月 28 日股价下的 PE 分别为 26、22、18 倍，维持“强烈推荐”评级。

中国中免：离岛免税和日上直邮高增长，全年机场租金有望下调

事件：中国中免发布中报业绩。疫情对业绩影响较大，但 Q2 已实现恢复性增长。离岛免税和日上直邮增长迅速，机场免税承压。谨慎计提机场租金 50 亿元，全年机场租金有望下调。政策红利带动公司增长加速，业绩长牛，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测评级：基于离岛免税及日上直邮业务高增长，我们进一步上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年实现营收 549.36 亿元、957.79 亿元、1260.97 亿元，同比增长 14.53%、74.35%、31.65%；归母净利润分别为 42.67 亿元、95.73 亿元、132.28 亿元，同比增长-7.83%、124.36%、38.18%；对应 PE 分别为 101、45、32。公司免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，未来仍有较大市值增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
休闲服务	2.02%	有色金属	-1.79%
商业贸易	1.37%	国防军工	-1.43%
传媒	1.27%	采掘	-0.83%
通信	1.2%	综合	-0.75%
机械设备	1.09%	建筑材料	-0.62%

相关报告

《真正的风格切换》2020-09-02

《疫情下逆势增长，客户多领域导入铸就长期成长》2020-09-01

《离岛免税和日上直邮高增长，全年机场租金有望下调》2020-09-01

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：真正的风格切换 3
2、 公司研究 4
2.1、 景旺电子：疫情下逆势增长，客户多领域导入铸就长期成长 4
2.2、 中国中免：离岛免税和日上直邮高增长，全年机场租金有望下调 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：真正的风格切换

关于风格切换的讨论是当下的焦点。我们在 5-6 月份观察到增量资金进场后，强调消费可能会适度泡沫化，周期股可能会开始有绝对收益。站在当下时点来看，现在出现更大级别风格切换的概率更高，建议增配金融周期，这里的机会估计是季度级别的。这一变化的推动力有两点：1.从持续披露的经济数据来看，之前的经济回升可以用疫情后经济反弹来解释，但如果经济继续回升，则库存周期等长期逻辑可能会被证实。2.目前处于增量资金大幅进场的第二个季度，2014 年 Q4 大级别风格切换就是发生在增量资金进来的第二个季度。背后原因是增量资金刚进来是，定价的话语权依然是存量资金，风格只会扰动，不会完全变化，但随着增量资金增多，风格可能发生季度级别以上的变化。

我们统计了 2000 年以来的 4 轮大级别主线行情，比较了其中月度、季度及季度以上级别的风格回撤或切换，总结出了以下框架：（1）估值差异度过大，是风格切换的必要条件：绝大部分主线板块在发生月度级别以上的回撤时，其与大盘的估值差异度的历史分位数都突破了 90%。

（2）如果基本面、政策面、资金面等三个维度能发生共振，则风格切换的级别可能会是季度级别以上的，非常值得积极参与：在估值差异度较高时，我们还需要通过观察基本面、政策面和资金面三个维度的边际变化来判断大级别风格回撤或风格切换发生的概率。我们不可能等到基本面完全走坏后再减仓出逃也不会因为某个维度的一个小利好就判断某个板块将会有大级别的行情。这些维度的边际变化需要是一些具有领先意义的指标，然后通过后续的传导路径去进一步验证其持续性。特别是政策是有时滞性的，从政策吹风到政策落地实施，再到影响实体经济相关行业的景气度，最后影响相关上市公司股价的涨跌，这个时间周期可能会比较长。我们需要在第一个环节出现苗头时，关注传导路径上的相关指标去验证这个逻辑是否成立。

（3）其中一个维度产生变化会导致月度级别的补涨，两个维度共振会导致季度以上级别的风格变化：在判断是否即将发生风格回撤后，还需要判断风格回撤发生的级别。我们发现，当估值差异度较高时，基本面、政策面和资金面这三个维度若只有其中一个维度发生边际变化时，通常会发生月度级别的回撤，若其中一个维度的边际变化引起其他维度的共振时则会导致季度或季度以上级别的回撤。

对当下的判断：真正的风格切换正在酝酿。站在当下看未来，由于基本面和资金面的共振作用，真正的季度级别的风格切换正在酝酿中，持续的时间短则一个季度，长的话可能会有两个季度。现在与之前一个季度最大的变化在于：1.经济的边际变化正在逐步验证经济状态由疫情之后的超跌反弹转变为库存周期回升的长期逻辑。2.北向资金开始减持消费（食品饮料），增配金融地产等低估值板块，7 月金融类 ETF 的发行量也出现了上涨。3.目前正处于增量资金加速进场的第二个季度。我们认为这种基本面和资金维度的共振作用将在未来一个季度中引发市场真正的风格切换。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 景旺电子：疫情下逆势增长，客户多领域导入铸就长期成长

公司发布 20H1 中报，整体业绩向好。公司业绩实现逆势增长：20H1 实现营收 31.39 亿元，同比增长 10.07%；实现归母净利润 4.78 亿元，同比增长 12.06%，20H1 营收和归母净利润依然维持常速增长，其中归母净利率同比增长超上年同期 3.02pct。其中，Q2 单季度实现营收 17 亿元，同比增长 10.74%，环比增长 18.2%；实现归母净利润 2.56 亿元，同比增长 5.66%，环比增长 15.68%。公司 20H1 毛利率为 30.21%，较上年同期略有上升，同比增加 1.69pct。

计算机需求接棒通信，汽车电子需求崛起对冲疫情影响。20H1 硬板实现营收 21.08 亿元，同比增长 14.81%。需求提升主要来自三个方面：1）宅经济的崛起使计算机及周边产品的需求增加；2）公司成为通讯领域重要客户核心供应商使得通讯设备领域收入增长；3）公司积极做好汽车领域客户的维护和深挖，并不断开拓国内、韩国、日本汽车市场，20H1 汽车电子领域实现营收 6.83 亿元，同比增长 16.97%。软板方面，20H1 实现营收 9.66 亿元，同比增长仅为 0.66%，主要系部分国内手机客户海外市场受疫情影响以及 5G 手机普及速度不及预期。

公司积极迎合客户并拓展新产品线，积累大批优质客户未来成长有保障。1）公司高阶产品储备充足：贴近市场与客户，横向发展高密度互连、高速多层、高频、高散热、多层软板和软硬结合等产品，不断提升高多层、高阶 HDI、SLP 的产能。去年珠海景旺柔性为公司带来损失 1.22 亿元，今年良率明显提升，20H1 实现净利润 467 万元，扭亏为盈。年产能 60 万平方米的 HDI（含 SLP）项目和年产能 120 万平方米的 HLC 项目，其主体厂房的建设已完成 90%，部分单体工程已经进入装修施工阶段。2）客户优良且新项目导入覆盖广：截止报告期末，公司拥有客户 951 家，报告期新增 157 家，同时正在逐步导入国际 5G 基础设施建设、伺服器、高端消费电子、无线耳机等领域客户，为 HDI（含 SLP）和 HLC 项目做好客户储备。公司已积累大批优质客户，包括一众手机头部厂商等国内外知名企业。

盈利预测、估值与评级：我们看好公司优良管理能力带来的较强盈利能力，以及 FPC 在智能设备领域的广泛渗透。预计公司 2020-2022 年的营收分别为 78、94、114 亿元，归母净利润分别为 11、13、16 亿元，对应 EPS 分别为 1.29、1.53、1.88 元，8 月 28 日股价下的 PE 分别为 26、22、18 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：中美贸易摩擦影响通讯需求，产能建设和客户拓展低于预期。

2.2、 中国中免：离岛免税和日上直邮高增长，全年机场租金有望下调

事件：中国中免发布中报业绩。公司发布 2020 半年度报告。2020 年上半年，公司实现营业收入 193.09 亿元，同比下降 22.02%。实现归母净利润 9.31 亿元，同比下降 71.73%。

疫情对业绩影响较大，但 Q2 已实现恢复性增长。面对疫情影响，公司上半年大力拓展线上业务，深挖海南市场潜力，整合离岛免税业务，较好地扭转了业务停摆的被动局面。从二季度起，公司主营业务呈现快速回升的态势。Q2 公司实现营收 116.73 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比增长 7.9%；扣非净利润 9 亿元，同比下降 1.3%。

离岛免税和日上直邮增长迅速，机场免税承压。随着国内疫情防控向好，境外

消费回流以及促销力度大，公司离岛免税业务逆势增长。三亚店收入 59.77 亿元增 12.16%；归母净利润 5.95 亿元降 28.5%。海免公司收入 30.31 亿元增 136.35%；其归母净利润为 1.45 亿元。上半年，受机场出入境客流量下降的影响，日上上海收入 68.67 亿元降 11.20%；归母净利润 0.56 亿元降 83%；北京机场免税店收入 18.50 亿元降 57.61%；日上中国归母净利润-3.15 亿元降 385%。但日上上海为对冲疫情影响，自 2020 年 4 月起开展的日上直邮业务实现了迅猛发展，月均销售预估约 15 亿元。

谨慎计提机场租金 50 亿元，全年机场租金有望下调。2020H1 基于谨慎原则公司计提机场租金约 50 亿元。我们预估，上半年上海计提租金 21 亿元；北京机场计提租金 19 亿元，合计 40 亿元，剩余机场口岸等约 10 亿元。但中期期末公司有 69 亿元其他应付款可以推测，机场租金未完全实际支付。公司也仍在与机场方进行谈判，考虑疫情不可抗力等因素影响，我们预计全年来看，机场保底租金仍有望下调。

盈利预测、估值与评级：政策红利带动公司增长加速，业绩长牛，维持“强烈推荐”评级。基于离岛免税及日上直邮业务高增长，我们进一步上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年实现营收 549.36 亿元、957.79 亿元、1260.97 亿元，同比增长 14.53%、74.35%、31.65%；归母净利润分别为 42.67 亿元、95.73 亿元、132.28 亿元，同比增长-7.83%、124.36%、38.18%；对应 PE 分别为 101、45、32。公司免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，未来仍有较大市值增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/