# 东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 25 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

## 宏观策略

**策略专题：如果拜登获胜，美国股市会如何？**

拜登的加税计划主要将把针对国内收入的企业税率从 21%提高到 28%，把最高个人所得税率从 37%恢复到 39.6%。其影响可能有：

1. 2021 年标普 500EPS 增速预计下降 12%。
2. 对科技、金融和材料行业影响最大。
3. 美元短期有可能走强。

拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？

1. 今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大。
2. 拜登的其他政策主张对行业表现的实质性影响尚未体现。
3. 拜登获胜不会影响美国市场的长期发展。

## 固收金工

**固收周报：债市资金维持净流入态势，股市资金震荡——股债资金流向双周报**

全球股债市场资金流向概述：近两周内（8 月 6 日-8 月 19 日），债券市场资金净流入幅度较大，股票市场整体维持震荡趋势，主要原因系就业数据改善后市场回调，但市场情绪保持谨慎。

全球债市整体资金流向：债券市场整体延续今年 4 月以来资金净流入的趋势。

全球股市整体资金流向：8 月 12 日周股市资金出现净流入，8 月 19 日周资金小幅净流出。

发达、新兴经济体股债市场资金流向概览：近两周债市均出现净流入，发达经济体股市资金流出，新兴经济体股市资金出现净流入。

## 行业

**创新药企业投资策略分析：创新药的快时代**

建议个股：除传统药企龙头恒瑞医药、贝达药业、中国生物制药、石药集团、翰森制药外，建议关注 A 股 Biotech 公司：百奥泰、神州细胞、微芯生物，港股 Biotech 公司：信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、基石药业、康方生物、康宁杰瑞、诺诚健华、开拓药业、亚盛医药，以及创新药产业链上游的服务公司药石科技、成都先导、维亚生物和药明康德。

**环保工程及服务行业周报：工信部发布新能源车准入新规，湖北省强调重振补齐城市设施和生态环境短板**

工信部发布新能源车准入新规 9 月 1 日起正式实施。近日，工信部正式发布修改后的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》。《规定》删除了包括第五条以及《新能源汽车生产企业准入审查要求》等附件中有关“设计开发能力”的相关内容；将新能源汽车生产企业停止生产的时间由 12 个月调整为 24 个月；删除了有关新能源汽车生产企业申请准入的过渡期临时条款。规定规范了新能源汽车生产企业准入条款和流程，有助于规范新能源汽车生产活动，促进并加快新能源汽车产业可持续



请务必阅读正文之后的免责声明部分

发展。

## 推荐个股及其他点评

**恒立液压（601100）：2020H1 业绩超预期，后续增长动力持续**

事件：公司 2020H1 实现营收 34.6 亿（同比+23.8%）；归母净利润 9.9 亿(同比+47.0%)，扣非归母净利 9.3 亿(同比+46.8%)。其中 Q2 单季实现营收 20.9 亿（同比+70.8%），归母净利润 6.4 亿（同比+85.5%），业绩超预期。

**深圳燃气（601139）：20Q2 业绩增速环比上升 32.7pct，天然气批发带动量利齐升**

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 63.73 亿元，同比减少 3.2%；归母净利润 6.58 亿元，同比增长 10.68%；扣非归母净利润 6.03 亿元，同比增长 4.79%；加权平均 ROE 同比提高 0.31pct，至 5.8%。

**盈峰环境（000967）：环服订单行业第一&龙头出击新能源装备再度领跑，业务拆分结构优化聚焦“智慧环卫”**

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 56.19 亿元，同比减少 8.1%；归母净利润 5.27 亿元，同比减少 17.13%；扣非归母净利润 5.47 亿元，同比减少 2.7%；加权平均 ROE 同比降低 0.96pct，至 3.34%。

**科大讯飞（002230）：Q2 扭亏为盈，订单高增奠定全年良好增长势头**

事件：公司 2020 年 H1 实现营收 43.49 亿元，同比+2.86%，归母净利润 2.58 亿元，同比+36.285，扣非净利润 0.07 亿元，同比-76.53%。

## 宏观策略

**策略专题：如果拜登获胜，美国股市会如何？**

事件

市场的普遍预期是拜登即将出任下一届美国总统，他的上任会给美国资本市场带来怎样的影响？

观点

拜登加税政策的影响

拜登的加税计划主要将把针对国内收入的企业税率从 21%提高到 28%，把最高个人所得税率从 37％恢复到 39.6％。其影响可能有：

1.2021 年标普 500EPS 增速预计下降 12%：拜登的加税计划将把 2017 年特朗普 TCJA 从 35%降至 21%的税率重新提高一半。2018 年美国企业超过一半的 EPS 增长都来自于 TCJA 减税的影响。预计拜登的加税政策将会使 2021 财年标普 500 的 EPS 增速与目前预期相比将降低约 12%。

2.对科技、金融和材料行业影响最大：根据标普 500 的官方统计和对于各行业 2017-2018 年期间 EPS 增长情况的分析，对于税收变化最为敏感的行业是科技、金融和材料。然而到目前为止，还没有看到这些行业的股价对拜登获胜概率的上升作出任何反应。2017 年在特朗普减税计划真正实施之前，pricein 政策的情况也并不明显。目前为止，疫情和美国财政刺激带来的影响仍然主导着美国市场，而加税政策如果真正实施，对市场涨幅的实质性影响预计在 2021 年体现。

3.美元短期有可能走强：参考减税后的经验，在 2017 年 11 月 2 日特朗普签署 TCJA 后，美元快速下跌，直到 2018 年 2 月才开始反弹回升。布什在 2004 年签署减税的 HomelandInvestmentAct 后，情况也十分类似。其中原因可能包括减税政策提升美国的财政赤字，引发市场担忧，同时，美国税改除了利好美国经济，也在短期内营造出一种全球经济景气度上行、从而带动其他市场的资产价格上升的情绪。反过来看，如果拜登推行加税政策，由于赤字减少，在实施初期美元有可能走强，尽管长期美元仍然有走软风险。

拜登如果获胜，会对美国资本市场产生影响吗？

1.今年以来拜登的支持率上升与股市走势的相关性不大：3 月美股下跌主要是疫情导致的，不是拜登支持率上升的后果。但是由于拜登获胜还未成定局，市场可能还没有 pricein 拜登上任的影响。

2.拜登的其他政策主张对行业表现的实质性影响尚未体现：拜登支持医药和新能源行业发展，但这些政策预期还没有体现在股价表现中。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.拜登获胜不会影响美国市场的长期发展：尽管我们对明年美国权益市场的表现较为谨慎，但是也认为美国的长期绝对竞争力不会减弱。长期来看美股的业绩增长和收益相对大多数其他资产类别仍有较强的吸引力。比如，1977 年以来，美国资本利得税和个人所得税上调后，居民权益资产配置占可支配收入的比例反而有所增加。

风险提示：拜登未能获胜，本篇报告基本假设失效。税收计划推出时间晚于预期，2021 年美国企业 EPS 未受影响。划推出时间晚于预期，2021 年美国企业 EPS 未受影响。

（证券分析师：陈李　研究助理：冯涵若）

## 固收金工

**固收周报：债市资金维持净流入态势，股市资金震荡——股债资金流向双周报**

观点

全球股债市场资金流向概述：近两周内（8 月 6 日-8 月 19 日），债券市场资金净流入幅度较大，股票市场整体维持震荡趋势，主要原因系就业数据改善后市场回调，但市场情绪保持谨慎。 全球债市整体资金流向：债券市场整体延续今年 4 月以来资金净流入的趋势。主要原因在于：（1）全球疫情蔓延趋势仍在持续，主要经济体经济复苏放缓；（2）国际政治格局不确定性仍存，中美冲突持续，市场预期各国货币政策仍将继续转向宽松，且短期内实体经济仍低迷，构成通胀下行与经济下行的衰退局面，利好债市。

全球股市整体资金流向：8 月 12 日周股市资金出现净流入，8 月 19 日周资金小幅净流出。从市场上来看，（1）美国等主要经济体疫情出现稳定或好转趋势，劳动力市场数据及通胀指标小幅反弹，8 月 12 日周公布的美国非农就业数据同比跌幅收窄，带动市场情绪转好，股市资金流入系对此前预期进行回调；（2）尽管就业数据有所改善，美国就业幅度缓慢，且失业人数存量大，就业情况的改善对于货币政策依赖性高，市场预期相对保守，股市资金维持震荡态势。

发达、新兴经济体股债市场资金流向概览：近两周债市均出现净流入，发达经济体股市资金流出，新兴经济体股市资金出现净流入。具体而言近两周累计：（1）股市方面：新兴净流入约 19.5 亿美元，发达净流入约 39.4 亿美元，发达净流出约为新兴 2 倍；（2）债市方面：新兴净流入约 251.5 亿美元，发达净流入约 25.2 亿美元，发达净流入约为新兴 10 倍；（3）整体而言，资金从股到债，发达经济体债市迎来资金净流入。

全球各主要经济体股债市场资金流向概览：首先，美国债券市场连续两周出现大量资金净流入，股票市场资金净

流出。我们认为主要同（1）美国虽就业数据有所改善，但就业数据增幅放缓，失业人数存量大，就业改善态势尚不明朗，仍依赖货币政策的进一步支撑；（2）美国大选将近，市场不确定性较大，投资者态度保持谨慎，资金流入债市其次，主要发达国家债券市场出现资金净流入，符合



请务必阅读正文之后的免责声明部分

整体债券市场走势，股市资金小幅下挫。值得关注的是（1）近一周欧洲、日本出现新增人数增多、社区性感染等事件，疫情转向严峻，市场避险情绪上升；（2）香港债券市场资金震荡明显，近一周股市、债市资金流入有所回升，主要系疫情基本得到控制，市场情绪转好。再次，除美国外，中、印、巴等发展中经济体股票市场整体小幅回升，债市整体资金净流入。值得关注的是（1）印度疫情蔓延及中印关系恶化等环境因素已部分被市场消化，近一周内股市、债市资金小幅回升；（2）巴西近两周债市资金持续净流入，而股市资金有所回升，尽管外债高筑等风险犹存，其疫情出现一定好转迹象，市场悲观情绪得

到缓解；（3）中国在 8 月 12 日周股市资金净流出，主要系中美冲突加剧，股市撤出资金部分回流债市，而近一周在政策利好加持下股市、债市资金均实现净流入。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期

（证券分析师：李勇）

## 行业

**创新药企业投资策略分析：创新药的快时代**

1、2015 年药政改革以来，相关政策愈发与国际接轨，国内创新药的竞争环境更加开放、竞争方式也由以往后端的商业化推广往前端的靶点选择、分子设计、临床开发等环节转移。创新药可及性的三个维度注册准入、院内准入和支付准入都有了较大的改观，虽然中国已是世界第二大医药市场，但是中国人均医疗支出与发达国家存在巨大差异，从医保支付体系的定位决定了中长期我国创新药的主流研发思路仍将以降低用药费用、提升可及性为导向。

2、国内的支付环境以及药企的临床试验开展能力，当下并不具备 First-in-class 的研发土壤，Me-too/better 类创新药才更符合中国国情，为了避免“关门效应”的产生，Fast-Follow-On 是近 5 年内的核心研发策略，该策略的三个关键环节为靶点&分子选择、适应症选择、临床试验设计。

3、靶点选择侧重跟随海外已经或即将验证的药物作用机制（MOA）；分子选择侧重差异化开发增效减毒的新分子如双抗、ADC、工程化改造的下一代抗体药物等；适应症选择应结合本土情况针对国内未满足的临床需求进行后续研究；临床试验设计强调借助 biomarker 或寻找特定的合适人群，组织新型的适应性试验设计，尽快以有条件上市或突破性治疗加速上市速度、提高研发成功率。经过 Fast-Follow-On 的精心布局，才能保证管线中的药品“又快又大”，防止被先发者“关在门外”。根据上述研发策略，我们建议选择管线中快速跟进海外已验证的 MOA 并迅速铺开适应症的企业，或临床晚期品种布局国内未满足的临床需求的企业，或差异化研发增效减毒新分子的企业。同时，也应积极关注创新药产业链上游专注药物发现的服务型企业。

4、估值方面，近十年美国 Biotech 公司指数大幅跑赢传统的药企指数，原因是一方面 Biotech 公司的创新药是从 0→1 的成长过程，因此业绩增长显得非常迅猛，另一方面是这些公司所拥有的技术或药品代表了行业



请务必阅读正文之后的免责声明部分

发展的趋势因此整体走势更强。美国 Biotech 公司 PS 估值一般在 5 左右或更高（按销售峰值计算）。我们认为 Biotech 公司的估值体系不同于传统药企，可以采用销售峰值估值法或 PS 进行估值，由于国内创新药行业发展方兴未艾，头部 Biotech 可以给予更高的 PS（7-8）。

5、建议个股：除传统药企龙头恒瑞医药、贝达药业、中国生物制药、石药集团、翰森制药外，建议关注 A 股 Biotech 公司：百奥泰、神州细胞、微芯生物，港股 Biotech 公司：信达生物、君实生物、百济神州、复宏汉霖、基石药业、康方生物、康宁杰瑞、诺诚健华、开拓药业、亚盛医药，以及创新药产业链上游的服务公司药石科技、成都先导、维亚生物和药明康德。

6、风险提示：宏观经济增速或不及预期；行业政策如带量采购或超预期；行业出现颠覆式诊断和治疗方式

（证券分析师：朱国广　研究助理：柴博）

**环保工程及服务行业周报：工信部发布新能源车准入新规，湖北省强调重振补齐城市设施和生态环境短板**

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

工信部发布新能源车准入新规 9 月 1 日起正式实施。近日，工信部正式发布修改后的《新能源汽车生产企业及产品准入管理规定》。《规定》删除了包括第五条以及《新能源汽车生产企业准入审查要求》等附件中有关“设计开发能力”的相关内容；将新能源汽车生产企业停止生产的时间由 12 个月调整为 24 个月；删除了有关新能源汽车生产企业申请准入的过渡期临时条款。规定规范了新能源汽车生产企业准入条款和流程，有助于规范新能源汽车生产活动，促进并加快新能源汽车产业可持续发展。

湖北省指出疫后重振补齐城市设施和生态环境短板，加大有效投资推动高质量发展。湖北省印发《湖北省疫后重振补短板强功能“十大工程”三年行动方案(2020—2022 年)》。1）城市补短板：三年内拟实施项目 1423 个，总投资 2296 亿元，补齐污水处理、生活垃圾收集处理、供水供气等短板。2）生态环境补短板：三年内拟实施项目 419 个，总投资 1744 亿元。到 2022 年底，健全全省医疗废物和危险废物的收集、转运、处置和利用体系，建立循环型全生命周期绿色产业链。有效投资投向城市设施建设、生态环境等重点领域，在非常时期补短板稳增长，推动湖北疫后重振和高质量发展。

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。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：玉禾田中报点评:归母净利润大幅增长156.26%，环卫服务贡献主增长；瀚蓝环境中报点评：固废营收高增52.93%，Q2单季度业绩增速环比提升42.73pct大幅改善；龙马环卫中报点评：环服营收高增首超环卫装备，Q2单季净利润首破亿盈利能力持续提升；龙净环保点评：业绩降幅收窄订单环比改善，运营业务占比提升业务稳定性加强

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）

## 推荐个股及其他点评

**恒立液压（601100）：2020H1业绩超预期，后续增长动力持续**

事件：公司2020H1实现营收34.6亿（同比+23.8%）；归母净利润9.9亿（同比+47.0%），扣非归母净利9.3亿（同比+46.8%）。其中Q2单季实现营收20.9亿（同比+70.5%），归母净利润6.4亿（同比+85.5%），业绩超预期。

投资要点

收入端：挖机油缸业务持续增长，中大挖泵阀开始全面放量

挖机油缸收入14.3亿，同比+16%，在2019年高基数下仍保持较快增长。2020年1-6月我国挖掘机销量为17.0万台，同比增长24%，其中公司销售挖机油缸33.0万只，同比+27%。疫情后短期需求回补等因素拉动下游挖机销量持续超预期，公司挖机油缸业务H1实现超预期增长。7、8月份公司挖机油缸排产分别同比+70%/+29%，我们预计下半年工程机械行业景气持续，公司挖机油缸出货量将维持增长。

非标油缸收入5.8亿，同比-9%。非标油缸收入下滑，除受非标产线被挖机油缸占用产能影响外，以起重系列油缸产品为代表的出口业务受到海外疫情影响较大。

子公司液压科技（主营液压泵阀）泵阀销量大幅增长，收入同比增长86%达11.9亿，海外疫情影响下公司挖机泵阀进口替代加速，市场份额大幅提升，上半年所有产线均超负荷运转。此外，高空作业平台、汽车吊、



请务必阅读正文之后的免责声明部分

旋挖钻等非挖机领域泵阀系统也实现全面量产。

铸件产出量 2.6 万吨，同比+45%，其中外销占比 45%，外销客户中风电、工程机械增速较快。铸件二期产能利用率已逐步提升，目前约 70%左右，随着疫情过后调试人员陆续进场，产能将进一步释放。

利润端：规模效应+产品结构优化，盈利能力超预期提升

H1 综合毛利率 42%，同比+4.8pct；净利率 29%，同比+4.5pct；加权 ROE17.0%，同比+2.4pct。我们判断盈利能力超预期提升主要系：1）挖机油缸、泵阀销量大增带来规模效应和产品结构优化；2）液压科技进行大规模成本优化，同时通过提升车间自动化和智能化大幅提升生产效率；3）期间费用率同比-2.1pct 下滑至 6.5%，其中销售费用率 1.6%，管理费用（含研发费用）率 6.0%，财务费用率-1.0%，分别同比-0.1pct，-1.5pct，-0.5pct。我们认为，后续随着中大挖泵阀的继续放量，公司盈利能力有望进一步提升。

挖机景气延续+泵阀加速渗透+辅助业务增强，后续增长动力持续

在国内疫情影响下，房地产、基建的推动因素有望进一步延续，叠加更新需求+人工替代趋势，我们预计下游工程机械景气度有望持续，未来三年挖机油缸每年的市场规模在 40 亿以上。公司在挖机油缸领域市占率稳定在 50%左右，预计公司挖机油缸业务将受益于行业需求持续，保持平稳增长。

目前公司小挖泵阀已批量供应三一、柳工、徐工等大型国内品牌，国内市占率 30%以上，2020 年公司增加小挖泵阀产能一倍以上，有望进一步促进小挖泵阀份额提升；上半年中大挖泵阀订单实现了翻倍，在海外疫情影响下，中大挖泵阀国产渗透有望进一步提速。挖机景气度延续+小挖泵阀产能提升+中大挖泵阀渗透提速，公司挖机泵阀业务增长性最为突出。

此外，非标挖机泵阀方面，恒立闭式液压系统实现了在高空作业平台领域全面批量化配套，工业泵阀系统也首次实现在汽车吊、旋挖钻领域的全面量产。马达方面，公司 6-50T 级回转马达已为主机厂规模化配套。辅助业务有望进一步平滑公司业绩，对冲周期波动。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 18.2/21.8/25.3 亿，对应 PE 分别为 45/38/33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期下行风险；贸易战升级影响海外经营风险；海外疫情持续；泵阀业务研发销售不及预期风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

**深圳燃气（601139）：20Q2 业绩增速环比上升 32.7pct，天然气批发带动量利齐升**

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 63.73 亿元，同比减少 3.2%；归母净利润 6.58 亿元，同比增长 10.68%；扣非归母净利润 6.03 亿元，同比



请务必阅读正文之后的免责声明部分

增长 4.79%；加权平均 ROE 同比提高 0.31pct，至 5.8%。

业绩同增 10.68%，天然气批发贡献主增长。综合毛利率达 22.48%，同升 2.09pct；分业务来看，1）管道燃气营收 39.20 亿元，同减 3.07%，毛利率同升 0.94pct 至 21.81%；2）天然气批发营收 5.23 亿元，同增 134.47%，毛利率同升 29.58pct 至 32.72%；3）石油气批发营收 6.22 亿元，同减 40.92%，毛利率同降 11.23pct 至-10.32%；4）瓶装石油气营收 2.38 亿元，同减 1.55%，毛利率同降 2.48pct 至 37.14%；5）燃气工程及材料营收 7.80 亿元，同减 15.77%，毛利率同升 4.15pct 至 40.20%。

20H1 电厂售气量同增 19.06%，天然气批发气量高增 212.54%。20H1 公司天然气销售量 16.53 亿方，同增 17.48%。其中，管道天然气 14.12 亿方，同增 6.16%；天然气批发 2.42 亿方，同增 212.54%。1）深圳地区，管道天然气售气量 8.84 亿方，同增 0.80%，其中电厂天然气销售量为 3.81 亿方，同增 19.06%（考虑唯美电厂并购加回抵扣销量，实际电厂售气量增长近 50%）。2）非深圳地区，管道天然气销售 5.27 亿方，同增 16.46%。

疫情影响减弱，20Q2 业绩增速环比上升 32.7pct。Q2 单季归母净利润 4.41 亿元，同增 23.79%，环比 Q1 归母净利润增速-8.91%提升 32.7pct。

期间费用率上升 1.62pct 至 12.59%。2020H1 期间费用率上升 1.62pct 至 12.59%。其中，销售、管理、研发、财务费用率分别上升 1.23pct、上升 0.26pct、上升 0.07pct、上升 0.12pct 至 8.31%、2.65%、1.3%、1.63%。

经营活动净现金流同增 26.74%。2020H1，1）经营活动现金流净额 8.7 亿元，同增 26.74%；2）投资活动现金流净额-0.28 亿元，同增 92.11%；3）筹资活动现金流净额 0.11 亿元，同增 102.36%。

海气供应能力占比近半，显著降低成本促量利齐升，业绩弹性近 50%。年周转量 10 亿 m3 的 LNG 接收站已于 19 年 8 月顺利试投产，保守测算接收站满产情况下气源成本为 1.71 元/m3，电厂毛利率提升 8.6pct 达到行业平均水平，大幅提升电厂发电积极性。而用气成本下降幅度更大，预计电厂毛差（含税）从 0.18 元/m3 增至 0.39 元/m3。LNG 贸易批发业务价差（不含税）高达 1.07 元/m3，预计可新增净利润 3.21 亿元。综合考虑电厂&贸易业务带来的量利齐升，合计贡献净利润 5.03 亿元，占 19 年公司归母净利润的 47.54%，业绩弹性显著。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.45、0.58、0.66 元，对应 18、14、12 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：LNG/LPG/管道天然气价格波动风险，下游客户售气量不达预期，项目投产不达预期，汇率波动风险

（证券分析师：袁理）

**盈峰环境（000967）：环服订单行业第一&龙头出击新能源装备再度领跑，业务拆分结构优化聚焦“智慧环卫”**

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 56.19 亿元，同比减少 8.1%；归母净利润 5.27 亿元，同比减少 17.13%；扣非归母净利润 5.47 亿元，同比减少 2.7%；加权平均 ROE 同比降低 0.96pct，至 3.34%。

聚焦智慧环卫非核心业务剥离，同口径下收入业绩无惧疫情保持稳定。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

20H1 公司实现营业收入 56.19 亿元，同减 8.10%；扣非归母净利润 5.47 亿元，同减 2.70%，主要系环卫装备业务受疫情影响以及合并报表范围变动的影响。采用同一口径下的公司范围，公司 2020 年上半年收入业绩无惧疫情影响，营业收入同增 0.89%，扣非净利润同增 3.78%。

环卫服务营收大增 251%持续加速，环卫服务占比&毛利率迎双升。1）环卫服务营业收入 8.02 亿元，同增 250.97%，收入占比达 14.27%，同增 10.54pct。环卫服务毛利率 21.90%，同增 12.78pct；2）环卫装备受疫情影响营业收入 29.78 亿元，同减 14.04%。智慧环卫收入结构加速转型，20H1 环卫装备/环卫服务收入比达 3.71，较 2019 年环卫装备/环卫服务收入比 7.02 水平明显下降，环卫服务收入贡献持续提升。

装备龙头地位稳固，出击新能源环卫装备再度领跑。20H1 公司销售环卫装备 8100 辆，销售金额行业第一；销售中高端产品 4257 台，市占率达 29%，中高端市场份额行业第一；新能源环卫装备实现营业收入 4.30 亿元，同增 36.34%，销量 571 辆，同增 40.99%，新能源环卫装备市占率达 33.39%，新能源装备销售金额行业第一。装备行业绝对龙头出击新能源领域再度领跑行业。

新增订单年化金额/总金额行业双第一，斩获体量最大订单龙头地位初现。20H1 公司新增合同年化金额/总金额 8.41 亿/101.54 亿。新增合同年化金额&总金额行业双第一。公司斩获深圳宝安区新安、福永和福海街道环卫 PPP 项目露峥嵘，项目在体量上创下行业记录。公司环卫服务拿单能力得到反复验证，环卫服务龙头地位初现。

风机业务分拆上市，持续聚焦“智慧环卫”。公司拟分拆上专股份 A 股上市。此次拆分上市成功，上市公司与上专股份将聚焦各自核心主营领域，主业结构清晰，业务构架理顺。1）上市公司持续聚焦“智慧环卫”：20H1 公司智慧环卫收入/毛利占比达 67.27%/77.93%，较 18 年提升 5.90pct/3.76pct。风机业务拆分将促进上市公司进一步聚焦核心主业；2）资本市场助力，风机业务竞争力提升促资产高质量发展。

灵活调整股权激励业绩考察指标，有效激励促核心主业发展。公司对第三期股权激励计划以净利润为业绩考核指标的标准进行了灵活调整，业绩考核标准将参考 20、21 年环保产业营业收入，此次调整 1）新设立指标将充分反应公司主营业务增长情况；2）充分调动核心主业员工积极性，促进公司核心主业的发展，实现公司对于核心主业的聚焦。

盈利预测：根据公司 20 年中报披露的经营情况，假设公司 15 亿可转债于 2021 年全部转股，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.49/0.53/0.64 元，对应 19/17/14 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，装备销售不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

**科大讯飞（002230）：Q2 扭亏为盈，订单高增奠定全年良好增长势头**

事件：公司 2020 年 H1 实现营收 43.49 亿元，同比+2.86%，归母净利润 2.58 亿元，同比+36.285，扣非净利润 0.07 亿元，同比-76.53%。

投资要点

Q2 净利润扭亏为盈：Q2 实现营收 29.40 亿元，同比+29.54%，归母净利润和扣非净利润分别由 Q1 的-1.31 亿元-1.34 亿元增长至 Q2 的 3.89 亿元



请务必阅读正文之后的免责声明部分

和 1.41 亿元，Q2 单季度归母净利润和扣非净利润均扭亏为盈。

教育、医疗赛道逆势增长，订单高增奠定全年良好增长势头：上半年疫情较大程度延缓了部分项目的实施、交付、验收、招标等相关工作，智慧城市、智慧政法业务出现不同程度下滑，但智慧教育、智慧医疗两大战略赛道依然表现抢眼。教育赛道上半年实现营收 13.97 亿元，同比增长 34.31%；疫情期间，“停课不停学”覆盖全国 21 省 6500 余所中小学 1500 万师生，累计访问量超 21 亿次。医疗赛道收入 7442.71 万元，同比大幅增长 664.83%，“智医助理”辅助诊疗系统开始实现“安徽模式”的全国推广阶段，目前西藏、北京、浙江等全国 11 个省市近百个区县、超 2000 个乡镇级医疗机构、超 20000 个村级医疗机构投入使用，日均提供超 30 万条辅诊建议，累计服务数亿人次。随着 3 月初网上招标开始逐步实施，公司人工智能核心技术驱动的各项业务加速落地，承担公司营销任务的销委会 3 月新增中标合同金额较去年同期增长 91%，上半年新增中标合同金额较去年同期增长 119%。此外，受本次疫情影响，各行各业快速形成了各类线上业务的应用习惯，对接更多的快速增长机会。预计公司全年的经营会继续保持良好增长势头。

C 端营收占比提升：消费者业务上，公司进一步丰富“AI+硬件”产品品类，扩大用户群体覆盖。C 端产品在“618 大促”中斩获京东、天猫、苏宁易购三大平台 22 项第一，核心品类连续多年保持销售额第一，在疫情影响下整体销售额累计同比增长超 40%。通过产品创新让广大用户更简单真实地感受到人工智能技术进步带来的便利和价值。报告期内，ToC 业务实现营收 16.35 亿，在整体营收占比进一步提升至 37.59%；实现毛利 7.82 亿，毛利占比达 39.24%。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 11.21/14.63/18.91 亿元，摊薄 EPS 分别为 0.51/0.67/0.86 元，现价对应 PE75/57/44 倍。疫情凸显人工智能+互联网与教育、医疗深度结合的刚需，同时人工智能作为新基建重要内容之一，叠加公司继续推进 2.0 战略，有望保持快速增长态势。维持“买入”评级。

风险提示：平台进展低于预期；各行业业务进展低于预期。

（证券分析师：郝彪）



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