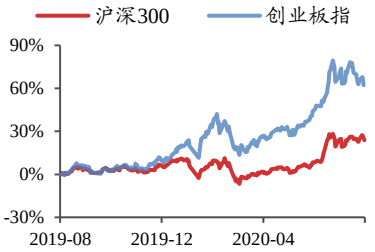
2020 年 08 月 21 日

开源晨会 0821

——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(%)
传媒	0.06
电子	-0.23
纺织服装	-0.32
钢铁	-0.5
计算机	-0.56

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-3.7
有色金属	-2.1
电气设备	-2.04
汽车	-1.97
农林牧渔	-1.88

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】如何交易“潜在的”欧洲复苏——投资策略专题-20200819

2020 年 7 月出口的持续超预期不能单纯地理解为防疫物资的持续高增长，而是随着欧洲、日韩以及东盟等地区的疫情得到逐步控制之后，真正意义上的外需改善。

【宏观】“每周三问”系列（五）美国大选，需要知道的三个核心问题——宏观经济点评-20200820

在在任总统谋求连任的大选年中，主要资产价格的走势存在一定规律。

【宏观】财政积极发力，支出明显加快——宏观经济点评-20200819

财政收入延续修复趋势，增速进一步上升；股市和土地市场，提振税收收入。

【固定收益】太阳转债：短期景气之“瑕”，不掩公司之“瑜”——固收专题-20200820

太阳转债：当前处于优于正股的价格区间。

【固定收益】园林环保综合性企业——文科转债申购价值分析——事件点评-20200820

预计文科转债转股溢价率在 8%-12%区间，上市首日价格 107.63-111.61 元。

【固定收益】碳四产业链龙头企业——齐翔转 2 申购价值分析——事件点评-20200819

预计齐翔转 2 转股溢价率在 13%-17%区间，上市首日价格 114.79-118.85 元。

行业公司

【机械军工：科沃斯(603486.SH)】2020Q2 收入改善显著，净利率如期继续提升——公司信息更新报告-20200820

2020H1，公司实现营收 24.02 亿元（-1.05%），归母净利润 1.32 亿元（+0.47%）。

【机械军工：景嘉微(300474.SZ)】2020H1 业绩稳健增长，有望持续受益 GPU 国产化——公司信息更新报告-20200820

我们维持预测 2020/2021/2022 年 EPS 为 0.90/1.25/1.60 元。

【食品饮料：桃李面包(603866.SH)】业绩符合预期，2020Q3 有望改善——公司信息更新报告-20200820

我们认为上半年公司市场开拓和渠道下沉工作有序推进，强化公司的竞争优势。

【石油化工：万华化学(600309.SH)】Q2 迎环比改善，多元发展助力公司开启腾飞新篇章——公司信息更新报告-20200820

我们维持公司 2020-2022 年归母净利润为 81.07、121.86、148.19 亿元，EPS 分别为 2.58、3.88、4.72 元/股，维持“买入”评级。

【医药：东富龙(300171.SZ)】中报业绩高速增长，制药设备龙头前景广阔——公司信息更新报告-20200819

我们维持盈利预测不变，预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.99、3.72 和 4.52 亿元，EPS 分别为 0.48、0.59 和 0.72 元，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】如何交易“潜在的”欧洲复苏——投资策略专题-20200819

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

出口中出现新的变化

自 2020 年 3 月之后我国贸易差额以及出口同比增速开始出现向上拐点，迅速从疫情的负面影响中修复，2020 年 7 月贸易顺差达到了 623.30 亿美元，出口同比增速为 7.2%，持续回升。不可否认的是防疫物资贡献了我国出口的大部分增长，然而我们需要看到防疫物资占出口金额的比重在 5 月达到高点后大幅下降，因此 7 月出口的持续超预期不能单纯地理解为防疫物资的持续高增长，而是随着欧洲、日韩以及东盟等地区的疫情得到逐步控制之后，真正意义上的外需改善。我们可以从出口地区和对应的疫情防控情况来看，欧洲、东盟等疫情控制较好的地区出口同比正增长，而美国则更多地由于疫情反复，我国 1-7 月对美国出口仍处于负增长。

欧洲经济复苏确定性更强，后续我国对欧出口改善将更为明显

出口地区结构上，欧美此消彼长。欧美占我国出口金额的比例稳定在 35%左右，然而具体到欧盟还是美国，则与欧美之间经济的相对强弱存在明显的相关性。典型的时期便是 2001 年互联网泡沫之后我国出口到欧盟的占比大幅提升，同样地在 2008 年金融危机之后出现了欧盟出口占比首次超越美国的情形，并一直延续到 2012 年上半年。另外，近期美元指数大幅走弱背后其实体现的是欧洲经济复苏相比于美国而言更为确定。另一个可以找到印证的视角是，7 月中旬以来花旗美国经济意外指数和欧洲经济意外指数走势出现分歧，美国因疫情反复面临经济再度停滞的风险。相反欧洲疫情进入尾声，经济数据表现亮眼。7 月各项 PMI 数据均站上荣枯线，投资者信心指数继续好转。

对欧出口改善对行业的影响测算

我国对欧盟出口相对于欧盟名义 GDP 同比增速的弹性约为 4.5。从总量上看，在悲观、中性以及乐观假设下，2020 年下半年我国对欧盟出口同比增速的变化区间为[-10.35%，7.65%]。从行业结构上看，2019 年我国全部公司对欧出口商品中主要以电子/计算机、机械设备、纺织服装以及轻工行业为主，合计占比高达 69.71%；2019 年我国企业营业收入来自欧盟地区的占比最高的行业是医疗器械、轻工制造、商业贸易、纺织服装以及计算机/电子/电气设备。经过我们的测算，在乐观情形下有色金属、纺织服装以及计算机/电子/电气设备净利润改善排名靠前，商业贸易、采掘、医疗器械和食品饮料排名靠后。

如何提升对欧洲复苏的风险敞口

欧洲复苏动能需要持续观察，我们认为主要有两条明确的投资主线：从历史行业数据与财务数据推演角度，直接受益于我国对欧出口改善的行业，如纺织服装、有色金属、计算机/电子/电气设备（我们梳理了其中有一定业务占比的公司）；间接受益于上述行业营业收入增长带来的原材料需求：化工中以涤纶为代表的化纤企业；从贸易的总量逻辑出发，集装箱航运从需求端边际受益，并与行业当下供需格局的改善形成共振，支撑行业景气的持续向上。

风险提示：欧洲疫情恶化；测算误差；我国经济超预期恶化

【宏观】“每周三问”系列（五）美国大选，需要知道的三个核心问题——宏观经济点评-20200820

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008

一问：美国大选最新舆情如何，与选举结果的关系？

政治立场上，美国各州可分为传统红州、蓝州及摇摆州；其中，传统红州、蓝州分别主要支持共和党、民主党，摇摆州则支持不定。最新民调显示，特朗普、拜登各自在红州、蓝州优势明显。主要摇摆州中，4 月至 7 月，伴随

疫情扩散及种族矛盾激化，特朗普支持率大幅下滑，较拜登差距越拉越大；8 月以来，特朗普通过对外施压、转移矛盾等提升了自身支持率，但还落后拜登 4 个百分点以上。

美国大选采取选举人团制度，各州选民普选选出选举人团，后者随后投票确定新任总统。选举人团共 538 张票，获 270 张票即胜选；若无一竞选人获 270 张票，则将由众议院选出总统。回溯历史，因红蓝州支持的对象基本不变，决定大选结果的往往是摇摆州选情。从目前摇摆州民调来看，拜登胜选概率大于特朗普。不过，因影响投票的因素较多，美国历史上曾出现过民调与大选结果不一致的情况。

二问：展望美国大选时间表，特朗普在重要时点的可能应对策略？

9 月开始，美国大选将进入最终冲刺阶段。其中，9 月至 10 月，拜登和特朗普将举行 3 场总统辩论赛；11 月 3 日，美国将举行大选投票。之后，若对部分州选举结果存疑，拜登和特朗普可在 12 月 8 日前上诉、申请重新计票。12 月 14 日，选举人团将投票、正式确定总统。2021 年 1 月 20 日，特朗普将结束这一任期。

9 月至 10 月，特朗普需牢牢抓住 3 场总统辩论赛的机会，以吸引更多选民支持。若选情依然落后，特朗普在 11 月 3 日大选投票前，可借助党派力量让部分州调整投票方式，并通过控制投票站点设置等、加大反对他的选民的投票难度。大选投票后，特朗普若输掉选举，可在部分选情胶着的州申请重新计票；在立法机构由共和党主导的州，还可尝试拖延选举人确认，将大选结果决定权推向众议院。

三问：美国大选不同的选举结果，对市场的影响如何？

美国 1952 年以来已举行 17 次大选，有 11 次是在任总统谋求连任。其中，7 位在任总统连任成功，3 位总统连任失败。连任成功的总统中，2004 年的小布什为险胜，其他总统均为大胜。而连任失败总统中，1980 年的卡特和 1992 年的老布什均为大败，1976 年的福特为惜败。虽然目前舆情显示，拜登胜选概率相对较大；但这并不代表特朗普败局已定，后者通过辩论赛等翻盘的可能性不容忽视。

回溯历届美国大选前后的市场表现，在在任总统谋求连任的大选年中，主要资产价格的走势存在一定规律。其中，若临近大选投票日的选情胶着，以美股为代表的风险资产在投票前的表现一般相对较弱。与美股表现相反的是，大选投票前的选情越胶着，以黄金和长端美债为代表的避险资产在投票前的表现一般越强势。

风险提示：选情持续落后下，特朗普在大选投票前对外推行极端政策。

【宏观】财政积极发力，支出明显加快——宏观经济点评-20200819

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

财政收入延续修复趋势，增速进一步上升；股市和土地市场，提振税收收入

财政收入延续修复趋势，增速进一步上升。7 月财政收入同比增长 4.3%、延续正增长，增速提高 1.1 个百分点。其中，税收收入同比增长 5.7%、增速回落 3.2 个百分点；非税收入同比下降 5.8%，降幅收窄 11 个百分点，对财政收入的拖累明显减弱。1-7 月财政收入同比下降 8.7%，降幅收窄 2.1 个百分点、延续修复趋势。

印花税和土地相关税收增长明显，或受股市和土地市场提振。分税种来看，7 月印花税收入同比增长 201 亿元、增幅 96.6%，是 7 月税收增长的最大拉动项，主要受 7 月以来股市成交量放大的影响。此外，耕地占用税、契税、土地增值税等，同比分别增长 48.5%、21.8%、21.5%，受到 7 月土地成交高景气的显著支撑。

财政积极发力、支出明显加快，其中社保就业、城乡社区事务等支出大幅反弹

财政积极发力，支出明显加快。7 月财政支出同比增长 18.5%，增速较 6 月大幅抬升 32.8 个百分点。1-7 月累计，支出同比下降 3.2%，降幅收窄 2.6 个百分点；累计赤字 1.88 万亿元、同比扩大约 6400 亿元。“以收定支”背景下，收入端的持续改善，有利于支出扩张；政府性基金调入、政府债支出等，或可能形成支撑。

社保就业、城乡社区事务等支出大幅反弹。7 月支出分项中，社保就业、城乡社区、卫生健康支出，分别同比增长 87.9%、75%和 55.4%，较上月增速大幅反弹。1-7 月累计，债务付息支出增长 11.3%，高于其他主要支出项，呈现明显刚性；社保就业支出增长 8.9%，保就业作为“六保”之首，是财政的重点支出方向。

政府性基金收入保持较高增速，广义财政支出显著回升、但进度仍慢于往年

政府性基金收入保持较高增速，卖地收入支撑明显。7 月政府性基金收入同比增长 11.3%，土地出让收入同比增长 13.2%，连续 3 个月保持两位数增长。当月支出同比增长 6.5%，较 6 月回落 37.2 个百分点，降幅较大。1-7 月累计，政府性基金收入同比增长 1.2%、上升 2.2 个百分点；支出同比增长 19.2%，下降 2.5 个百分点。政府性基金和一般财政支出的背离，或与政府性基金调入一般财政有关。

广义财政支出显著回升、进度仍慢于往年。7 月，广义财政（一般财政+政府性基金）收入同比增长 6.3%，提高 0.8 个百分点，延续修复趋势；支出同比增长 14.5%，提高 15.3 个百分点、大幅反弹。1-7 月累计，支出同比增长 2.2%，提高 1.7 个百分点；预算的支出进度为 49.9%，比过去 3 年（2017 年-2019 年）平均进度慢 5.6 个百分点。

2020 年下半年，广义财政支出增速或明显抬升，经济行为和信用环境修复或将延续

伴随财政收入平稳修复、政府债支出加快落地，2020 年下半年广义财政支出增速或明显抬升，政策呈现较强延续性。考虑政府债支出进度、财政盘活比例等可能拖累因素，中性情境下，2020 年全年广义财政支出增速或在 5-10%左右。随着广义财政支出加快、财政存款投放，及基建等对需求的拉动，经济行为和信用环境修复或将延续。

风险提示：宏观经济或财政政策出现超预期变化。

【固定收益】太阳转债：短期景气之“瑕”，不掩公司之“瑜”——固收专题-20200820

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

主打文化用纸的多元化跨国经营公司

公司主要产品包括文化用纸（2019 年收入占比 48%，下同）、牛皮箱板纸（15%）、溶解浆（16%）、化机浆（7%）等，拥有山东、广西、老挝三大生产基地。2012 年公司提出 “四三三”发展战略，致力于构建纸产品占 40%、生物质新材料占 30%、快消品占 30%的多元化业务体系。对公司股价复盘可以发现，公司股价与纸价、纸-浆价差的走势方向趋同，可见作为文化纸龙头，主力产品价格以及利润水平的变化对公司影响较大。

纸价、销量、原材料价格为分析公司主营业务表现的核心变量

纸价主要由行业供给和需求的边际变化决定，销量主要由产能的边际增减决定，原材料则受浆价以及自供比例的共同影响。1）文化纸：行业供需相对稳定，浆价预计维持底部震荡，公司今明两年（2020 年与 2021 年）计划投产 100 万吨；2）牛皮箱板纸：行业未来两年（2021 年与 2022 年）新增供给较多而需求受宏观经济影响较大；外废进口日益趋严，国废价格抬升，公司老挝项目直接使用低价的外废，本部生产的自供浆比例约 70%，成本优势突出；3）溶解浆：供给收缩、需求疲软，价格跌至历史低位，后续景气度的恢复需等待下游纺织服装行业的复苏。

自供浆比例行业领先且不断提高，驱动盈利能力上行

纸制品营业成本中，原材料占比约 80%-85%，且自制浆成本显著低于外购浆。目前公司文化用纸、牛皮箱板纸的原材料自供比例分别约 40%、70%，均高于行业平均；未来随着广西以及老挝项目的投产，浆自给率有望进一步提高。同时，公司逐步扩大在老挝的林地建设面积，短期内实现每年新增 1 万公顷左右的种植计划，并在可预见的未来逐步加大种植力度，有助于对抗外购木片价格上涨的风险。

太阳转债：当前处于优于正股的价格区间

太阳转债于 2018 年 1 月上市，期限 5 年，发行规模 12 亿元，信用评级为主体 AA+/债项 AA+。转债估值随正

股表现波动范围较大，上市至今转股溢价率在 0%至 60%之间变化。截至最新收盘日，太阳转债转换价值 149.71 元，转股溢价率 4.11%。在这样的价位下，若正股价格上行，转债价格将趋于与正股同步变动；若正股出现调整，转债大概率优先体现为估值提升，体现出转债的防御属性。因此当前太阳转债处于优于正股的价格区间。

风险提示：公司计划投产不达预期的风险；下游需求复苏不达预期的风险；海外项目不确定性带来的风险。

【固定收益】园林环保综合性企业——文科转债申购价值分析——事件点评-20200820

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

园林环保综合性企业

公司是一家园林环保综合型企业，主营业务为生态工程施工、景观设计、园林养护、绿化苗木种植等，其中生态工程施工业务是公司营业收入的主要来源。2019 年，生态工程施工业务收入占公司总营收的 95.89%，景观设计收入占总营收的 3.57%、园林养护收入占总营收的 0.54%。

品牌优势助力开拓市场、跨区域布局实现风险分散

公司所处的园林工程行业是典型的“大行业、小公司”竞争格局。近年来行业下游需求不断增长，行业未来的发展空间较大。公司深耕行业二十余年，在设计、服务等方面处于行业领先地位，未来有望凭借品牌和客户优势获得超行业增长。跨区域经营是公司实现可持续发展、业务规模稳定增长的重要保障，设计施工一体化有利于公司整体工程的安排和调度，从而更好地发挥协同效应。

预计上市价格中枢约 109.62 元

预计文科转债转股溢价率在 8%-12%区间，上市首日价格 107.63-111.61 元，价格中枢 109.62 元。

预计中签率约 0.0049%，建议积极申购

前三大股东为深圳市文科控股有限公司、李从文、赵文凤，持股比例 20.77%、16.45%、6.04%。前十大股东合计持股 56.81%，股权结构比较集中。假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 5.7 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.8 亿元。

假设文科转债网上申购 770 万户，按照打满计算中签率在 0.0049%左右，建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；订单数量不及预期

【固定收益】碳四产业链龙头企业——齐翔转 2 申购价值分析——事件点评-20200819

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

碳四产业链龙头企业

公司主要从事化工制造板块和供应链管理板块业务。目前已形成碳四丁烯、异丁烯、丁烷和异丁烷组分综合利用四条产品线。供应链管理板块作为公司的新兴业务，已成为公司化工制造外的第二大板块。公司主要产品有甲乙酮、丁二烯、顺酐等，实现了碳四各组分的充分利用。根据 2019 年年报，公司供应链管理业务收入占总收入的 67.9%，顺酐类收入占比 18.3%，甲乙酮类收入占比 8.2%。

甲乙酮出口潜力较大，丙烯可能为新增长点，产品技术业内领先

近年我国甲乙酮国内表观消费量表现疲软，但出口量增长迅速。中国海关数据显示，甲乙酮的净出口量从 2010 年的 1.18 万吨迅速增长到 2019 年的 16.79 万吨，公司作为国内甲乙酮产能最大的企业将在出口增长中率先受益。同时公司积极布局丙烯产业，于 2019 年投资 37.55 亿元建设 30 万吨/年丙烷脱氢项目。近年来我国丙烯需求保持较

快增长态势，根据卓创资讯的数据统计，2018 年我国丙烯表观消费量达 3334 万吨，相比 2014 年涨幅达 54.73%。同时公司具有技术先进，产品品质领先的优势，甲乙酮产品的品质高于 ASTM 标准以及国内行业标准的企业标准，处于业内领先地位。

预计上市价格中枢约 116.82 元

预计齐翔转 2 转股溢价率在 13%-17%区间，上市首日价格 114.79-118.85 元，价格中枢 116.82 元。

预计中签率约 0.0138%，建议积极申购

第一大股东为淄博齐翔石油化工集团有限公司，持股比例 56.03%。前十大股东合计持股 67.26%，股权结构较集中。控股股东淄博齐翔石油化工集团有限公司将认购优先配售份额，认购金额不低于 17 亿元。假设原股东有 65%参与配售，则预计获配 19.435 亿元面值转债，留给市场的规模约为 10.465 亿元。假设齐翔转 2 网上申购 760 万户，按照打满计算中签率在 0.0138%左右，建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；需求不及预期；产品盈利下滑

行业公司

【机械军工：科沃斯(603486.SH)】2020Q2 收入改善显著，净利率如期继续提升——公司信息更新报告-20200820

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

2020Q2 收入改善显著，拉动 2020H1 整体业绩改善

2020H1，公司实现营收 24.02 亿元（-1.05%），归母净利润 1.32 亿元（+0.47%），扣非归母净利润 0.93 亿元（-25.46%），EPS 为 0.24（+4.35%）。2020H1 公司收入跌幅收窄、利润转为正增长，主要系 2020Q2 国内疫情日益好转。2020Q2 收入为 14.39 亿元（+22%），归母净利润为 0.92 亿元（+49.63%），主要系科沃斯、添可自有品牌业务同比均增长。2019 年股权激励计划发布，调动积极性迸发经营活力。此次激励计划涉及对象共 298 人，拟授予限制性股票数量约 671.76 万股，占总股本约 1.20%。考虑公司战略调整后业绩继续恢复，上调 2020-2022 年净利润预测为 3.89/6.29/8.29 亿元（原值 3.71/5.98/7.87 亿元），对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.69/1.12/1.47 元，当前股价对应 PE 为 55.8/34.5/26.2 倍。考虑公司调整期后收入有望继续恢复增长及净利率仍有提升空间，维持“买入”评级。

2020H1 自有品牌业务表现较好，添可品牌放量增速亮眼

分业务看：2020H1，服务机器人、清洁类小家电代工业务分别实现营收 0.06 亿元（-83.65%）、5.63 亿元（-6.05%）；科沃斯服务机器人、添可智能电器自有品牌业务分别实现营收 15.37 亿元（-6.15%）、2.22 亿元（+131.03%）。其中，自有品牌业务表现较好，尤其添可品牌放量，拉动整体业绩改善。

自有品牌拉动 2020H1 毛利率显著增长，战略调整后 2020H1 净利率如期回升

1）毛利率：自有品牌占比提升拉动 2020H1 毛利率显著增长。公司 2020H1 毛利率为 40.15%，同比增长 2.88pct。其中，科沃斯、添可自有品牌业务合计占比达 73.24%，同比提升 1.81pct，自有品牌业务占比提升推动整体毛利率显著提升。2）净利率：公司战略调整后 2020H1 净利率如期回升。公司 2020H1 净利率为 5.54%，同比提升 0.12pct，相比 2019 年底提升 3.26pct。随着公司主动收缩代工业务、退出低端产品等战略调整基本完成，公司在 2020H1 的净利率如期回升，战略调整成果显现。2020H1 公司全局规划类扫地机器人占比超过 80%，同比增加 26pct。

风险提示：国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

【机械军工：景嘉微(300474.SZ)】2020H1 业绩稳健增长，有望持续受益 GPU 国产化——公司信息更新报告-20200820

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

图形显控业务稳定增长，雷达及芯片业务快速/高速增长，维持“增持”评级

图形显控业务稳定增长，小型专用化雷达和芯片业务大幅增长，看好 2020 年全年业绩增长前景。我们维持预测 2020/2021/2022 年 EPS 为 0.90/1.25/1.60 元，当前股价对应 PE 为 92/66/52 倍，维持“增持”评级。

2020H1 营收、归母净利润稳健增长，小型专用化雷达、芯片产品表现亮眼

2020H1 实现 1)营收 3.1 亿元（+20.4%），主要系图形显控产品销售稳定增加，小型专用化雷达和芯片产品销售大幅增长所致；2)归母净利润 0.9 亿元（+16.1%），增速略低于营收增速的主要原因：a.毛利率为 69.8%（-5.4pct），主要系产品销售结构变化所致；b.研发费用率为 23.5%（+1.6pct），主要系研发投入增加所致；3)其他费用率方面：a.销售费用率为 3.7%（-2.1pct），主要系差旅费、业务招待费、广告费等减少所致；b.管理费用率为 9.7%（-2.0pct），主要系办公费、工资、差旅费、装修费、咨询费、修理费等减少所致；c.财务费用率为-4.9%（-0.1pct），主要系利息收入增加所致；4）资产负债表方面：预付款项较期初增加 130.6%，主要系预付供应商货款增加所致，反映公司在手订单充足。

图形显控拓展军民应用，芯片业务受益 GPU 国产化，有望持续驱动业绩增长

图形显控产品在军用机载显控系统中占据较大份额，将持续受益于先进军用飞机加速列装；图形显控系统在舰艇中能辅助协作指挥决策，横向拓展应用空间大，有望受益于海军舰艇持续列装及存量舰艇升级显控系统；JM7200 芯片已进入党政计算机市场，预期将持续受益于国产替代，并在民用计算机市场继续突破。

小型专用化雷达向系统级产品升级，有望保持高速增长

公司已开发出多种小型专用化雷达产品，包括空中防撞雷达核心组件、主动防护雷达系统以及弹载雷达微波射频前端核心组成等，需求空间广阔。公司基于技术先发优势，积极研发系统级产品，业务规模有望保持高速增长。

风险提示：军品列装不及预期、民品市场开拓不及预期、研发进度不及预期等。

【食品饮料：桃李面包(603866.SH)】业绩符合预期，2020Q3 有望改善——公司信息更新报告-20200820

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

2020Q2 业绩符合预期

2020H1 公司营收 27.4 亿元、增 7.1%；归母净利润 4.2 亿元、增 37.5%。2020 Q2 单季收入 14.2 亿，同比持平，扣非前后归母净利润 2.2 亿、2.1 亿元，增 22.3%、增 15%。维持预计 2020-2022 年归母净利分别 8.6、9.9、12.0 亿，EPS 为 1.31、1.49、1.83 元，对应现价 PE 分别为 49、43、35 倍，维持“买入”评级。

2020Q2 面包收入增速放缓受多项短期因素影响

2020Q2 面包业务环比放缓主因在于：（1）2020 年二季度大中专院校大多处于封校状态，学校渠道需求大幅减少。（2）2020 年二季度防疫形势好转，商超渠道客流量环比下滑，对主食产品囤货需求有所下降。（3）连锁面包坊、早餐店陆续复工，也替代部分短保面包的需求。（4）黑龙江、北京地区是相对成熟的区域，疫情反复对经营带来负面影响。（5）2019Q2 基数较高影响较大。整体来看 2020 年二季度增速放缓主要是短期因素影响，2020Q2 醇熟明星产品及新品表现较好，同时公司积极加大华南华东新兴市场开拓，加快东北渠道下沉，渠道优势继续夯实。

2020Q2 净利率提升主因促销减少、毛利率提升所致

2020Q2 净利率 15.8%，同比提升 2.9pct，提升幅度相对 2020 年一季度有所收窄。净利率提升主要受益于：1）2020 年二季度销售费用的投放及买赠活动仍然相对较少，毛利率提升 1.72 pct，2020 年上半年广告及宣传费用下降 20%带动 2020Q2 单季销售费用率下降 0.7pct。2）国家阶段性减免社保费用对利润带来正面贡献。

疫情影响偏短期，长期格局有望改善

我们认为上半年公司市场开拓和渠道下沉工作有序推进，强化公司的竞争优势。2020 年下半年大中专院校即将正常复课，2020 年二季度需求的负面影响有望消除，预计 2020 年三季度收入增速有望恢复常态水平。中长期看，中央工厂+短保的模式竞争优势明显，受疫情影响连锁面包坊面临更大的经营困难，行业将加速向中央工厂+短保模式倾斜，而公司作为短保全国性龙头，有望持续受益格局改善。

风险提示：全国化扩张放缓风险、投资分散风险、竞争加剧风险

【石油化工：万华化学(600309.SH)】Q2 迎环比改善，多元发展助力公司开启腾飞新篇章——公司信息更新报告-20200820

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

公司业绩低点已过，长期趋势持续向好，维持“买入”评级

8 月 19 日，公司发布《2020 年半年度报告》，2020 年 H1 公司实现营收 309.07 亿元（同比-2.00%），归母净利润 28.35 亿元（同比-49.56%）。2020 年 H1，公司受到新冠疫情和原油价格大幅下跌等因素的影响，公司产品销量下滑、MDI 等主营产品价格下降是影响公司业绩的主因。伴随着疫情缓和、下游需求回暖，公司业绩低点已过，长期趋势向好。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润为 81.07、121.86、148.19 亿元，EPS 分别为 2.58、3.88、4.72 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 26.2、17.4、14.3 倍。我们认为公司作为 MDI 行业龙头，向新材料领域持续加码，多元发展将助力公司向全球综合性化工巨头迈进，维持“买入”评级。

公司三大业务板块环比改善明显，主营产品 MDI、TDI 格局继续向好

Q2 各业务板块产销情况得以明显改善，归母净利润环比增长 5.9%。根据经营数据，Q2 聚氨酯、石化、新材料的产销比分别为 104.13%、385.22%、102.80%，较 Q1 实现较大幅度改善，尤其是新材料业务上半年的销量已实现同比增长 27.9%；Q2 石化和新材料板块的销售均价分别环比下滑 24.0%、9.3%，聚氨酯板块销售均价提升 3.7%。石化板块销量较高、销售均价环比大幅下降是由于销量包含了 LPG 贸易量所导致。近期，海外多套 MDI/TDI 装置宣布不可抗力，据百川盈孚数据，聚合 MDI 和 TDI 华东市场价较 7 月末已分别上涨 20%和 37%。我们看好随着“金九银十”旺季到来，MDI/TDI 行业格局持续向好。

新材料业务不断加码，多元化发展助力化工巨头迈上新台阶

乙烯项目预计将于 9 月投产，万华福建产业园已正式开工；此外，根据项目备案和环评公示，公司将在眉山基地建设年产 1 万吨锂电池三元材料项目和年产 6 万吨生物降解聚酯项目，将在烟台建设 1.5~2 万吨抛光液和 60 万片抛光垫项目。我们认为，公司向新材料领域拓展的战略逐步落地，对于拓展公司长期成长空间具有重要意义，多元化发展将助力化工巨头迈上新台阶，开启腾飞新篇章。

风险提示：产能投放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑等

【医药：东富龙(300171.SZ)】中报业绩高速增长，制药设备龙头前景广阔——公司信息更新报告-20200819

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 王斌（分析师）证书编号：S0790520070005

中报业绩高速增长，维持“买入”评级

8 月 19 日晚公司发布 2020 年半年报，实现营业收入 11.89 亿元（+28.41%），归母净利润 1.72 亿元（+350.16%），扣非后归母净利润 1.36 亿元（+859.23%），经营活动产生的现金流量净额 2.87 亿元（+210.94%）。公司产品线已经由传统的注射剂设备延伸到原料药、口服固体制剂、生物工程系统等多个新领域，逐步转型成为综合性制药装备服务商。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020 年至 2022 年归母净利润分别为 2.99、3.72 和 4.52 亿元，EPS 分别

为 0.48、0.59 和 0.72 元，维持“买入”评级。

核心品种平稳增长，多个新产品快速放量

分产品来看，2020 年上半年核心产品注射剂单机及系统实现收入 5.67 亿元，同比增长 25.48%；受益于国内生物药行业的高景气度，生物工程单机及系统实现收入 5701 万元，同比增长 217.21%；原料药单机及系统实现收入 1.29 亿元，同比 120.74%。子公司东富龙医疗实现营业收入 5340 万元，同比增长 176%，净利润 2353 万元，与 2019 年同期相比增加 2455 万元，成功扭亏为盈，主要由于疫情拉动消毒机/消毒机器人需求高速增长。分地区来看，国内业务实现营业收入 9.88 亿元，同比增长 38%，表明国内医药设备需求旺盛，行业景气度处于较高水平。国外业务实现营业收入 2.01 亿元，同比下滑 4%，推测是由于疫情使国际项目交付/收入确认受到影响，导致收入略有下滑。

毛利率有所提升，费用管控效果显著，经营效率持续提升

2020 年上半年公司整体毛利率为 36.75%，与 2019 年同期相比增加 4.27 个百分点，主要受益于公司改革优化业务流程，加强成本管理以及高端化、智能化的系统产品收入占比提升。销售费用率为 5.53%，同比下降 1.38 个百分点；管理费用率为 10.42%，同比下降 4.90 个百分点，表明公司费用管控效果显著，经营效率持续提升。

风险提示：国外疫情持续蔓延导致海外业务拓展、收入确认受到不利影响；国内医药制造业增速下滑，制药设备需求减少。

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