东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 18 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：更高频的数据来了！——实时跟踪美国就业与消费

从结构上看，消费的复苏领先于就业，这主要是因为在经历衰退后企业不愿立即提高劳动力支出，而是选择在员工减少的情况下通过提高效率来满足需求。

固收金工

固收周报：一周策略：政策引导经济表现持续向好，国际形势仍存不确定性（2020 年第 31 期）

股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。近期新基建试点，风电、光伏发电平价、集成电路产业发展等政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。投资者谨慎选择高估值主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。利率债：疫情二次爆发，地缘政治不确定性因素影响。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

行业

银行行业点评：首份银行中报如何？聚焦资产质量波动

事件：上市银行首份中报披露，江苏银行盈利增长 3.49%，相比一季度 12.8%的高增速明显降速，二季度单季下滑 5.1%，业绩符合理性投资者预期。

观点：随着中报披露，我们继续强调前期判断：①银行股中报盈利同比下滑，但降幅位于合理范围内；②银行股财务报告滞后，市场预期已经先行触底，当前时点建议积极增持，看好中报落地后估值回升，实现绝对收益。

环保工程及服务行业周报：社融增速放缓供应端改善逻辑不变，首部以“垃圾分类”命名地方性法规审议通过

央行公布 7 月社融数据，7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，比上年同期多 4068 亿元，略低于市场预期。7 月末社会融资规模存量为 273.33 万亿元，同比增长 12.9%，与上月增速基本持平。易刚在国常会和陆家嘴论坛的讲话中提出预计全年社融新增近 30 万亿，截至 7 月已实现 22.02 万亿的投放，预计下半年还将投放 7.98 万亿。预计下半年社融增量维持增长势头，增速低于上半年。环保行业供应端改善逻辑不变。

推荐个股及其他点评

双箭股份（002381）：业绩符合预期，扩产提速迎需求复苏

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.66 亿元和 4.53 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.89 元和 1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X。维持“买入”评级。

风险提示：新增产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价

格大幅波动

上海新阳（300236）：业务主线基本明晰，募投项目值得关注

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 0.82 亿元、1.25 亿元和 1.80 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.43 元和 0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 216X、142X 和 99X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度低于预期；客户认证进度低于预期。

崇达技术（002815）：Q2 业绩稳步向上，受益 5G 加速推进，看好未来业绩增量

8 月 14 日，崇达科技公布中报业绩，2020 年上半年，公司实现营业收入 21.68 亿元，同比增长 17.08%;实现归属于上市公司的净利润 2.70 亿元，同比增长 1.81%。2020H1，在全球疫情、中美贸易摩擦背景下，公司积极调整发展策略，内销、中大批量、高端产品市场成效显著，业绩保持良好增长态势。

我们持续看好崇达技术未来发展，预计 2020-2022 年营业收入分别为 45.79 亿元、59.57 亿元、72.45 亿元，实现归母净利润 4.88 亿元，6.46 亿元、9.03 亿元，对应 EPS 为 0.55 元、0.73 元、1.02 元，对应 PE 估值分 36/27/20X，维持“买入”评级。

富满电子（300671）：电源管理 IC 领导厂商，快充与 Mini LED 加速崛起

公司深耕电源管理芯片和 LED 显示驱动芯片市场，得益于完善的产品布局和突出的产品竞争力，公司在电源管理和 LED 芯片等领域不断巩固优势地位，市占率稳步提升。

瀚蓝环境（600323）：固废业务营收高增 52.93%，Q2 单季度业绩增速环比提升 42.73pct 大幅改善

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 0.02%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增长 0.86%；加权平均 ROE 同比降低 0.77pct，至 6.79%。

星源材质（300568）中报点评：隔膜新产能放量，拐点将临

2020H1 归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%，符合预期：2020 年 H1 公司营收 3.41 亿元，同比减少 3.4%；归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%。

隔膜出货量大幅提升、熔喷布产能释放，带动 20Q2 业绩环比回升：20Q2 公司实现营收 2.16 亿元，同比增加 13.18%，环比增长 73.36%；归母净利润 0.55 亿元，同比减少 41.97%，环比增长 247.74%。

湿法隔膜产能释放，客户拓展稳步推进，预计全年出货量近 6 亿平：上半年公司隔膜产能 7.3 亿平，在建产能 12.4 亿平，产量 2.8 亿平，产能利用率 75%；下半年国内外订单同步爬坡，预计全年出货量近 6 亿平左右，同比增 70%。

信捷电气（603416）中报点评：中报靓丽，盈利能力改善超预期

中报营收同比+63%、利润+99%，超市场预期。20H1 公司实现营业收入 4.97 亿元，同比+62.53%；实现归属母公司净利润 1.43 亿元，同比增长 99.06%。20H1 毛利率为 44.40%，同比上升 5.77pct，毛利率改善来自产品迭代、成本优化，以及需求旺盛、产品议价能力相对强。整体来看业绩增长、毛利率大幅提升，超预期。

东吴证券晨会纪要

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：更高频的数据来了！——实时跟踪美国就业与消费

观点

随着财政刺激法案谈判陷入僵局，市场对于当前美国经济复苏的分歧加大。如何有效研判美国经济复苏的前景？此前纽约储备银行公布了反映美国经济综合情况的 WEI 周度经济指数作为跟踪季度 GDP 的高频数据。但我们知道，作为一个服务业占据绝对主导地位的经济体，就业和消费的变化对美国经济修复的可持续性更具参考性。鉴于此，OpportunityInsightsEconomicTracker 平台利用信用卡处理商、工资发放公司和金融服务公司的大数据，通过构建消费、就业等关键指标，在更高频（日度、周度）的基础上对消费和就业这些关键的经济领域进行实时跟踪。

消费支出（日度）由 AffinitySolutionsInc 通过收集消费者的信用卡和借记卡支出的匿名数据来构建，在对原始数据进行清理、取七日移动平均和季节调整后，将其与新冠疫情爆发前的消费（1 月 4 日至 31 日调整后的均值）进行比较，且可从不同地区、行业、收入水平等层面揭示新冠疫情对消费的冲击。我们发现该高频数据领先于美国经济分析局发布的月度个人消费支出和 MonthlyRetailTradeSurvey 发布的月度零售数据，将该高频数据转换为月度数据后，三者高度相关（图 1）。

职位发布数量由 BurningGlass 从近四万个在线资源中进行搜集统计，该数据每周公布一次，覆盖了澳大利亚、加拿大、新西兰、新加坡、英国和美国，并可根据不同地区、行业、职业进行细分统计。我们以美国为例，将该周度高频数据与美国劳工部发布的月度新增非农就业人口以及失业率的数据进行拟合，发现均较为吻合，说明该周度数据对于美国就业的增长具有较好的预测能力。（图 2、图 3）

由于消费和就业的变化揭示了美国经济增长的内生动能。观察以上两个高频数据可以发现，美国经济自 6 月中下旬起消费端的修复略有放缓（图 4），而就业端的修复速度在放缓后又有所回升。具体而言，从消费端看，收入越高的群体消费支出恢复得越慢（图 5）；杂货食品类消费复苏最快，艺术、娱乐和休闲类消费持续低迷（图 6）。从就业端看，我们参考芝加哥大学 JonathanI.Dingel&BrentNeiman 的最新研究将各职业按照居家办公的便利程度分成两类，可以看出不易居家办公的职业恢复相对较快，但与易居家办公职业的差别不大（图 7）。从结构上看，消费的复苏领先于就业，这主要是因为在经历衰退后企业不愿立即提高劳动力支出，而是选择在员工减少的情况下通过提高效率来满足需求。

风险提示：美国疫情持续超预期爆发，高频数据出现偏离

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收金工

固收周报：一周策略：政策引导经济表现持续向好，国际形势仍存不确定性（2020 年第 31 期）

观点

专题：美国 7 月非农超预期，节奏放缓趋势向好：美国 7 月非农就业人数季调后增加 176.3 万人，预期增加 160.0 万人；失业率为 10.2%。同时 ADP 就业人数增加 16.7 万人，前值也由 306.5 万人大幅修正为增加 431.4 万人。

利率债：1 年期国债收益率为 2.2744%，较上周上行 5.19BP。10 年期国债收益率 2.9369%，较上周下行 5.49BP。展望后期：本周债市收益率短端上行可能与 4000 亿 MLF 到期等因素有关，长端收益率回落可能与海外疫情严峻、中美摩擦等负面因素的影响有关。从基本面来看，我国 7 月份“三驾马车”中投资和出口的复苏态势较好，消费依旧疲软，海外疫情反复加大了我国经济发展的不确定性，因此适度宽松的货币政策基调在短期内不会发生太大变化。

信用债：一级市场的发行只数于上周小幅度回落后又呈现上升态势，总发行量和总偿还量继续呈现小幅上升态势，净融资额则保持小幅下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，初步判断为前段时间交易量大幅下降后的正常反弹，符合均值回归预判。信用利差方面，除 7 年期外的其余期限各类信用债的信用利差主要呈缩小趋势。分行业看，本周除工业、公共事业外的其他行业债券交易量均呈现缩小态势，工业行业交易量逼近 2000 亿大关。

可转债：（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 900 亿元，但后续仍有 1500 亿元 MLF 到期，央行将视情况续做，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。国务院加大对稳外贸稳外资工作，加大降税减费、出口信贷等政策支持力度。国际形势日趋复杂，应做好长期持久战准备。（2）投资策略：股市波动剧烈，板块轮动明显，国内复苏态势良好，机会大于风险。近期新基建试点，风电、光伏发电平价、集成电路产业发展等政策出台，长期利于科技、新基建、半导体等板块向好，代表标的有中天转债、隆 20 转债等。投资者谨慎选择高估值主题，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）美国通胀预期回升，存在中长期均值复归路径:美国通胀预期已经回升至历史常态区域的下限约 1.6%，趋势上或延续均值复归路径。什么型态？（a）次贷危机中复归路径呈现“W 型”，本次至今呈现“V 型”；（b）次贷危机中从跌破 1.6%到触底经历 51 天，本次危机中从跌破 1.6%到触底仅经历 27 天，本次危机中通胀预期失速较快；（c）次贷危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%经历 231 天，本次危机中从跌破 1.6%到回升至 1.6%仅经历 166 天，本次危机中通胀预期回升较快；（d）次贷危机中从跌破 1.6%到稳定站上 2%点位需要 388 天，比例外推后预估本次危机后续通胀预期的回升路径，稳定站上 2%点位或需要 129 天，预估将在 11 月底。平准通胀率精度如何？我们观察到：平准通胀率低估期、高估期轮替规律，即“收缩期低估，扩张期高估”。未来通胀率如何思考？基于前述的分析，我们认为当前对未来 5-10 年平均通胀率的预估 1.31%-1.46%大概率存在低估，未来 CPI 大概率需要跨过均值并维持一段

请务必阅读正文之后的免责声明部分

时间;（2）大类资产表现：日经、铜、加拿大元、美债收益率走高；美元、黄金、白银走低，美收益率曲线边际趋陡。股市：日本>美>英；债市：利率债>信用债；汇市：加拿大元>欧元>瑞士法郎>英镑>人民币>美元>日元>；大宗：天然气>铜>原油>黄金>白银。

风险提示：利率债：疫情二次爆发，地缘政治不确定性因素影响。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险。海外：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

银行行业点评：首份银行中报如何？聚焦资产质量波动

事件：上市银行首份中报披露，江苏银行盈利增长 3.49%，相比一季度 12.8%的高增速明显降速，二季度单季下滑 5.1%，业绩符合理性投资者预期。

观点：随着中报披露，我们继续强调前期判断：①银行股中报盈利同比下滑，但降幅位于合理范围内；②银行股财务报告滞后，市场预期已经先行触底，当前时点建议积极增持，看好中报落地后估值回升，实现绝对收益。

投资要点

江苏银行信用减值大幅上升拖累盈利，未来新生成不良仍可能有压力。

①市场目前最关注银行资产质量，江苏银行 6 月末不良率小幅降低 1BP 至 1.37%，不良贷款余额 156.2 亿元，比期初增加 12.63 亿元。此外，上半年核销贷款 32.16 亿元，意味着新生成不良贷款超过 44.79 亿元（由于未考虑清收等其它处置金额，实际新生成不良贷款金额会更高），由此测算，年化不良贷款新生成率超过 0.86%，而该指标 2018、2019 年、2019H1 分别为 0.71%、0.68%、0.62%，资产质量压力已有所显现。我们判断，今年商业银行新生成不良贷款率、核销处置金额都会明显增长，造成盈利波动。同时，逾期贷款比例上升 3BP 至 1.52%，和不良率的剪刀差有所扩张，更前瞻反映出未来资产质量潜在压力，这也是未雨绸缪高额计提减值的原因。

②从拨备计提角度，由于上半年不良贷款核销及处置力度相当大，因而也需要重新高额计提减值以维持拨备覆盖率充足。上半年江苏银行拨备减值计提 82.11 亿元，测算年化信用成本上升至 1.45%，是造成二季度盈利下滑的主因，计提后拨备覆盖率达到 246.82%，较年初提升 14pct。我们判断，目前银行资产质量压力尚未充分暴露，未来半年内新生成不良资产预计仍将上行，不良率与拨备覆盖率指标将进一步平衡。

③其他财务指标方面，江苏银行净息差优异，上半年同比提升 27BP 至 2.1%，信贷规模增长与利差逆势扩张推动利息净收入高增长 42.8%，利差表现得益于负债成本下行。不过，对于大部分银行而言，预计净息差仍将进一步收窄，主要源于贷款利率下行及负债成本刚性，但银行净息差的韧性总体上优于市场预期。非利息收入下滑 15.5%，主要源于公允价值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

波动，预计受债市波动影响。此外，成本收入比同比降低 1.53pct，费用节约一定程度上稳定了盈利，预计今年全行业仍将继续控制费用成本。

预计银行业中报及三季报仍处于下滑阶段，信用减值成本将保持高位。

①行业层面，我们仍然判断很多银行股中报盈利将同比下滑，根据银保监会披露的行业数据，国有大行、股份行、城商行及农商行 2020H1 盈利分别同比下滑 12%、8.5%、2.1%、11.4%。预期信用损失体系下，银行盈利下滑符合宏观环境，下半年以来监管层也频繁提到未来潜在信用风险压力，市场对不良率上行也已经充分预期，同时海外大型银行二季度也继续大幅增提拨备减值以应对“可能的最差情形”。据此判断，银行中报及三季报盈利都将受到信用减值成本的拖累，继续维持下滑状态。

②展望全年，监管层近期提及今年银行业可能处置不良贷款达到 3.4 万亿，较 2019 年 2.3 万亿明显提高。我们基于银保监会披露的商业银行口径数据建立预测模型，假设新生成不良率达到 2.46%，同时维持年末不良率 2%、拨备覆盖率 178.5%，则预测全年商业银行可能计提信用减值 2.91 万亿，全年盈利可能下滑 16.75%，不过市场对此已有预期。

投资角度，市场预期触底+做实资产质量，当前时点反而是布局良机。

尽管盈利仍处于下滑区间，但我们强调当前时点已是银行股最好的布局时点，估值向下空间有限，中报落地后预计估值开始修复。判断依据：①自去年四季度以来，市场对银行“让利”预期持续悲观，本次中报利润下滑将正式兑现预期，同时考虑到银行财务报告明显滞后于实体经济基本面，随着近期经济复苏，我们认为对银行的悲观预期正在改善。②银行盈利下滑很大程度上源于计提拨备、做实资产质量，对于投资者而言，信用风险的不确定

性是压制银行股估值的最主要因素，而高额计提拨备后，抵御坏账能力大幅提高，能够缓解对银行资产端不确定性的担忧。③参考海外，由于海外银行采用 CECL 预期减值模型且资产规模增速低于国内银行，因此一季度起盈利已经开始大幅下滑，且二季度加速恶化，部分银行暂停分红，但可以看到市场估值已提前反映，对二季度财务表现的反映明显钝化。

投资建议：建议当前时点积极布局核心银行股，看好中报落地后银行股估值修复，重点推荐招商银行/宁波银行/平安银行。

风险提示：1）银行利润持续、大幅下滑超预期；2）宏观经济走势不及预期造成银行资产质量承压；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云）

环保工程及服务行业周报：社融增速放缓供应端改善逻辑不变，首部以“垃圾分类”命名地方性法规审议通过

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

社融增速放缓，环保供应端改善逻辑不变。央行公布 7 月社融数据，7 月社会融资规模增量为 1.69 万亿元，比上年同期多 4068 亿元，略低于市场预期。7 月末社会融资规模存量为 273.33 万亿元，同比增长 12.9%，与上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月增速基本持平。易刚在国常会和陆家嘴论坛的讲话中提出预计全年社融新增近 30 万亿，截至 7 月已实现 22.02 万亿的投放，预计下半年还将投放 7.98 万亿。预计下半年社融增量维持增长势头，增速低于上半年。环保行业供应端改善逻辑不变。

国内首部以“垃圾分类”命名的省级地方性法规审议通过。《河北省城乡生活垃圾分类管理条例》近日审议通过并将于 2021 年 1 月 1 日起实施。《条例》1）明确生活垃圾分类标准：按照住建部发布的国家标准，设区的市、县(市、区)人民政府要制定、公布分地域、场所、单位的具体分类目录和配套的投放规范。2）对源头减量做出具体要求：《条例》对源头减量做出了具体要求，从源头上减少生活垃圾。3）建立全过程生活垃圾分类处理体系：在分类投放环节，单位、家庭和个人应当按照规定将生活垃圾分类投放至指定地点或者收集容器、设施，鼓励家庭设置专用容器(袋)分类收集厨余垃圾和其他垃圾。垃圾分类法规落地，明确政府、企业、市民等各类主体责任，促进以法治思维和法治方式推动生活垃圾分类。

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。

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：玉禾田事件点评：中标 7.94 亿赣县环卫农村一体化 PPP 项目，环卫市场有望加速拓展；行业点评:国家绿色发展基金入驻国家环境治理新体系，行业商业模式迎变革点;龙马环卫深度报告：环服现市场份额&盈利双拐点，装备现金流利润率改善迎高质量增长;盈峰环境深度报告：环卫真实机械化水平提升空间大，装备龙头拓智慧环卫服务露峥嵘。

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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推荐个股及其他点评

双箭股份（002381）：业绩符合预期，扩产提速迎需求复苏

事件：公司发布 2020 年半年度业绩，报告期内，公司实现营业收入 81,367.34 万元，同比增长 13.32%，营业利润 17,502.64 万元，同比增长 18.68%，利润总额 17,661.30 万元，同比增长 19.11%；归属于上市公司股东的净利润 14,616.48 万元，同比增长 19.29%。

投资要点

工业输送带领军企业，业绩持续快速增长：公司专业从事橡胶输送带系列产品的研发、生产和销售三十余年，在橡胶工业协会下属行业中连续九年位列“中国输送带十强企业”之首，产品被广泛应用于电力、港口、冶金、矿产、建材等多个行业。报告期内，公司的输送带营业收入为 7.94 亿元，同比增加 14.02%，毛利率同比上升 1.44 个百分点，整体来看，上半年随着国内复工复产的推进，市场需求逐步回升，公司业绩取得了快速增长。

市占率有望进一步提高，长距离输送带迎发展新机遇：公司的“年产 1000 万平方米高强力输送带项目”已于 2020 年 5 月投入生产，进一步扩大了输送带产能，大大缓解了公司前期产能不足的局面。同时，公司于 2020 年 4 月以人民币 6,000 万元收购浙江环能传动科技有限公司 80%股权，在一定程度上提升了公司输送带产能，市场占有率有望持续提高。另外，随着我国机动车排放监管力度的提高，重污染柴油货车的监管日益严格，公司以长距离输送带为代表的产品或将迎来新的发展机遇。

轻资产布局养老产业，积极树立产业标杆：公司积极按照“坚持轻资产，做大养老产业，打造医养结合知名品牌”的战略构想，推动公司以轻资产养老模式进行对外扩张，在保证服务质量优质稳定的基础上继续加大市场开拓力度。报告期内，桐乡和济颐养院（福利中心总部）、桐乡和济颐养院（凤鸣分院）、苏州红日、和济盛源门诊部营业收入稳步增长；桐乡和济颐养院有限公司与桐乡市第一人民医院达成医疗技术合作协议，建立全面的合作伙伴关系；桐乡和济颐养院下属洲泉护理院亦已开始试营业，公司在养老服务上的“医养结合”模式正逐步推进。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.03 亿元、3.66 亿元和 4.53 亿元，EPS 分别为 0.74 元、0.89 元和 1.10 元，当前股价对应 PE 分别为 15X、12X 和 10X。维持“买入”评级。

风险提示：新增产能进度低于预期，市场需求下降，原材料价格大幅波动

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

上海新阳（300236）：业务主线基本明晰，募投项目值得关注

事件：上海新阳发布中报，报告期内，实现主营收入 3.00 亿元，同比增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长 8.26%。归母净利润 0.26 亿元，同比下滑 90.64%。扣非归母净利润 0.25 亿元，同比增长 80.52%。同时，公司计划募集资金 15 亿元，用于光刻胶以及合肥高纯化学品基地的建设。

投资要点

Q2 季度扣非归母净利润同比、环比改善明显。2020 年中报业绩大幅下滑，主要由于 2019 年中报存在 3.05 亿元的非经常性损益；2020 年 Q2 季度的扣非归母净利润为 0.16 亿元，同比增长 100.43%，环比增长 66.08%，主要是由于公司的电镀液、清洗液等高纯化学品业务在中芯国际等用户取得突破。

战略意图逐步明朗，产品得到业内认可。上市之初，公司就将业务方向聚焦在铜互连、电镀液、清洗液、光刻胶以及部分研磨液等领域。相关业务属于半导体材料领域技术壁垒最高的业务方向，大部分业务国内较少竞争，或者没有企业取得技术突破。时至今日，公司电镀液已经放量、清洗液开始起量，更多其他产品处于突破的关键时点。公司的努力也得到了中芯国际等巨头的认可，战略配售的额度较大。

光刻胶业务值得期待。公司目前在光刻胶领域的业务覆盖 I 线、KrF 厚膜、ArF 干法以及 ArF 湿法光刻胶。从公司的团队配置，设备就位，以及研发进展看，我们认为公司有可能是国内率先在 KrF、ArF 领域取得突破的企业之一。公司也将 KrF 厚膜光刻胶、ArF 干法光刻胶列为募投项目，彰显了公司的信心。同时，为了更好推进 ArF 湿法光刻胶的研发同时控制风险，公司调整了芯刻微的股权结构，研发过程中的风险主要由大股东承担，一旦实现突破，上市公司将重新控股芯刻微。

切入抛光液领域。公司与大股东控股公司上海晖研签订《战略合作协议》，合作开发抛光液业务，抛光液属于体量较大的半导体材料，安集微电子在这个领域有一定的领先优势。公司此前研发的铜制程清洗液和安集微电子的业务属于错位竞争，预计抛光液业务同样属于错位竞争的情形。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利分别为 0.82 亿元、1.25 亿元和 1.80 亿元，EPS 分别为 0.28 元、0.43 元和 0.62 元，当前股价对应 PE 分别为 216X、142X 和 99X，维持“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度低于预期；客户认证进度低于预期。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

崇达技术（002815）：Q2 业绩稳步向上，受益 5G 加速推进，看好未来业绩增量

投资要点

事件：8 月 14 日，崇达科技公布中报业绩，2020 年上半年，公司实现营业收入 21.68 亿元，同比增长 17.08%;实现归母净利润 2.70 亿元，同比增长 1.81%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业绩增速回暖，持续看好未来 5G 业绩增量：2020H1，在全球疫情、中美贸易摩擦背景下，公司积极调整发展策略，内销、中大批量、高端产品市场成效显著，业绩保持良好增长态势。从收入端角度来看，2020H1 营业收入及归母净利润为 21.68 亿元（YOY+17.08%）、2.70 亿元（YOY+1.81%），其中 Q2 营业收入和归母净利润分别为 12.35 亿元和 1.44 亿元，同比增长 30.62%、2.00%。

PCB 全系列产品布局，夯实大客户布局：产品布局方面，2019 年公司相继收购三德冠 20%、普诺威 40%、大连电子 20%的股权，将产品扩展至 FPC、IC 载板领域，实现 PCB 全系列产品的覆盖。2020H1 公司大批量销售面积占比提升至 54.08%，YOY+46.14%。营销布局方面，公司积极强化国内大客户战略，最大程度降低中美贸易摩擦影响。通信行业产品应用占比达到 35%，已与多家国际大客户建立稳定业务关系，进入其超算、5G 基站产品核心供应商。我们认为，随公司大客户战略及全系列产品布局稳步推进，业绩将充分受益 PCB 市场高景气度实现跃迁。

受益 5G 加速推进，高端 PCB 领跑未来增长：5G 产品方面，受益 5G 基建与大客户策略加速推进，2020H1 中兴 5G 相关产品订单增长迅速；高频 PCB 产品 YOY+4487.94%，取得突破性进展。高端 PCB 产品方面，HDI 等高端产品布局成效显著：2020H1HDI 产品销售面积 YOY+40.23%。综上，我们看好未来公司持续受益高端 PCB 市场需求高增长趋势驱动业绩长效稳增。

研发投入继续加码，储备核心优势：公司研发投入继续增加，2020 年上半年发生研发支出 1.38 亿元，YOY+28.39%，未来将继续加大 5G 相关产品的研发投入，尤其在通信传输网、核心网、数据中心等方面的应用领域，进一步提高公司整体的研发实力，从而提升公司的产品竞争力，为 5G 基站的高密度高速多层板相关产品的大批量生产做好技术和大客户储备。

盈利预测与投资评级：我们持续看好崇达技术未来发展，预计 2020-2022 年营业收入分别为 45.79 亿元、59.57 亿元、72.45 亿元，实现归母净利润 4.88 亿元，6.46 亿元、9.03 亿元，对应 EPS 为 0.55 元、0.73 元、1.02 元，对应 PE 估值分 36/27/20X，维持“买入”评级。

风险提示：5G 订单不及预期；产能释放不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

富满电子（300671）：电源管理 IC 领导厂商，快充与 Mini LED 加速崛起

投资要点

富满电子是国内稀缺的模拟 IC 公司：公司深耕电源管理芯片和 LED 显示驱动芯片市场，得益于完善的产品布局和突出的产品竞争力，公司在电源管理和 LED 芯片等领域不断巩固优势地位，市占率稳步提升。随着快充与小间距&MiniLED 驱动 IC 的快速放量，公司盈利能力显著增强，2020H1 业绩增长 76%-101%，高速增长势头开始显现。

电源管理 IC：AC/DC 芯片布局十年，快充 IC 国内领先。全球电源管理 IC 市场规模超 250 亿美元，未来几年仍将保持高速增长趋势。公司在 AC-DC、PD、整流等 IC 领域具有全面布局，同时具有“设计+封测”一体化供应能力。近期公司在快充 IC 领域率先突破，技术实力国内领先，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

积累了众多优质客户资源，相关产品呈现快速放量趋势，有望充分受益电源管理芯片市场的发展。

小间距&MiniLED 显示驱动 IC：实现重大突破，加速增长显现。小间距和 MiniLED 引领 LED 显示技术迭代，LED 显示市场持续增长，带动 LED 控制驱动芯片需求显著提升。公司掌握 LED 控制驱动核心科技，产品布局日趋完善，LED 控制驱动芯片已进入了多家知名 LED 上市公司的供应链体系，市场份额不断提升。同时，公司已在小间距&MiniLED 控制驱动核心技术领域取得突破，未来，新品放量有望快速增厚公司业绩。

积极布局 MOSFET 领域，有望充分受益功率半导体国产替代。中国是全球功率半导体最大单一市场，国产替代势在必行。MOSFET 芯片是功率半导体器件及模组最大的细分市场，替代空间广阔，且市场规模未来有望保持持续增长。公司在 MOSFET 领域产品布局的深入，公司有望实现 MOFET 芯片产品的进一步扩产升级，充分受益功率半导体的国产替代进程。

盈利预测与投资评级：公司深耕电源管理芯片、LED 控制驱动芯片和 MOSFET 芯片市场，产品竞争力突出，市场优势地位显著，市场份额持续提升，有望充分受益应用市场对相关产品的需求增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 7.82、10.97、15.39 亿元，增长 30.7%、40.2%、40.4%；2020-2022 年归母净利润分别为 0.98、2.05、3.10 亿元，增长 166.3%、108.6%、51.3%，实现 EPS 为 0.62、1.30、1.96 元，对应 PE 为 79、38、25 倍。参考可比公司估值，给予公司 2021 年 75 倍目标 PE，目标价 97.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

瀚蓝环境（600323）：固废业务营收高增 52.93%，Q2 单季度业绩增速环比提升 42.73pct 大幅改善

投资要点

事件：2020 年上半年公司实现营业收入 31.36 亿元，同比增长 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同比增长 0.02%；扣非归母净利润 4.51 亿元，同比增长 0.86%；加权平均 ROE 同比降低 0.77pct，至 6.79%。

并购国源&项目投产带动固废处理营收高增 52.93%，分版块毛利率下降整体持平。20H1 公司实现营收 31.36 亿元，同增 17.43%；归母净利润 4.61 亿元，同增 0.02%；整体毛利率 29.57%，同减 0.22pct。分业务来看，固废业务营收 16.80 亿元，同增 52.93%，毛利率 19.79%，同降 20.34pct；燃气业务营收 8.29 亿元，同减 10.54%，毛利率 11.82%，同降 6.34pct；供水业务实现营收 6.27 亿元，同增 48.75%。

2020Q2 业绩增速环比 Q1 改善显著，环比提升 42.73pct。20Q2 单季度实现营收 17.25 亿元，同增 21.75%；归母净利润 3.25 亿元，同增 16.98%，Q2 单季度归母净利润增速环比 Q1 归母净利润增速-25.75%提升 42.73pct 改善显著，预计下半年疫情影响减弱，业绩有望加速回暖。

垃圾焚烧已投产规模达 15900 吨/日，在建产能占已投运规模 83%。报告期内，公司新中标垃圾焚烧产能 2700 吨/日，已投运产能 15900 吨/日（不含顺德项目），在建产能达 13200 吨/日，占已投运规模的 83%，预计下半

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年仍有 8050 吨/日项目投产。此外公司积极拓展市政垃圾、工业危废、农业有机垃圾、环卫保洁等固废上下游项目，进一步夯实“大固废”纵横一体化业务格局。

经营性现金流净额同比增加 33.68%，收现比提升 2.14pct。1）20H1 公司经营活动现金流净额 5.52 亿元，同增 33.68%，收现比提高 2.14pct 至 17.61%；2）投资活动现金流净额-16.83 亿元，同减 3.4%；3）筹资活动现金流净额 12.8 亿元，同减 0.67%。

优秀整合能力助力份额扩张，固废产业园降本增效实现异地复制。大固废佼佼者优秀整合得到验证，并购创冠中国后 ROE 从 15 年的 9.81%稳步提升 4.8pct 至 19 年的 14.61%，强整合能力提升盈利助力份额扩张。宏观政策积极鼓励固废综合环保产业园模式，公司已形成纵横一体化的大固废全产业链布局，并打造了国内首个固废全产业链综合园区——南海固废处理环保产业园，具备社会综合成本最小化的优势，契合“无废城市”发展理念，具有先发优势。综合产业园可通过能源协同、环保设施协同、处理处置协同三大优势，实现降本增效，现已在顺德、开平等多省市成功移植推广，积累了成功经验，未来复制推广可期。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.34、1.68、2.00 元，对应 21、17、14 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，现金回款风险

（证券分析师：袁理）

星源材质（300568）中报点评：隔膜新产能放量，拐点将临

投资要点

2020H1 归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%，符合预期：2020 年 H1 公司营收 3.41 亿元，同比减少 3.4%；归母净利润 0.71 亿元，同比减少 58.4%；其中 0.17 亿元非经常损益主要为政府补贴，对应扣非净利润 0.54 亿元，同比减少 40.3%；20H1 毛利率为 45%，同比减少 7.25pct；净利率为 19.2%，同比减少 29.31pct，主要系 19 年上半年非经常性损益影响较大。公司 20H1 计提信用减值损失 0.06 亿。

隔膜出货量大幅提升、熔喷布产能释放，带动 20Q2 业绩环比回升：20Q2 公司实现营收 2.16 亿元，同比增加 13.18%，环比增长 73.36%；归母净利润 0.55 亿元，同比减少 41.97%，环比增长 247.74%，扣非归母净利润 0.43 亿元，同比减少 19.42%，环比增长 288.79%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 45.94%，同比减少 8.56pct，环比增长 2.57pct；净利率 23.05%，同比减少 27.87pct，环比增长 11pct；Q2 扣非净利率 19.85%，同比下降 8.03pct，环比提升 11pct。公司 3 月底熔喷布产能投产，2Q 价格处于高位，预计贡献大部分利润。

湿法隔膜产能释放，客户拓展稳步推进，预计全年出货量近 6 亿平：公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕，20H1 均基地均开始贡献贡献收入，其中常州星源收入 1.06 亿，环比 19H2 增长 110%，江苏星源收入 0.49 亿，初具规模。合肥基地排产收缩，上半年收入 0.27 亿，同比下滑 62%，亏损 0.13 亿，环比持平。公司湿法基膜成本产能合计 4.7 亿平，基本投产，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 3.6 亿，且常州基地已开始向宁德、村田、Saft 供货，预计下半年有望向三星、lg 批量供货。干法隔膜方面，公司深圳基地近 2 亿平产

请务必阅读正文之后的免责声明部分

能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能大部分已投产。涂覆方面，公司江苏基地将分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已开始向亿纬、比亚迪等供货。上半年公司隔膜产能 7.3 亿平，在建产能 12.4 亿平，产量 2.8 亿平，产能利用率 75%；下半年国内外订单同步爬坡，预计全年出货量近 6 亿平左右，同比增 70%，且新产线设计成本更低，订单稳定运行有望提升公司盈利能力。

20Q2 研发费用大幅提升，管理费用控制良好。2020 年 H1 公司三费合计 0.81 亿元，同比增长 7.23%，费用率为 23.81%，同比增长 2.36pct。20Q2 三费合计 0.42 亿元，同比增长 8.4%，环比增长 7.8%，费用率 19.5%，同比下降 0.86pct，环比下降 11.85pct。其中 20Q2 销售费用 735 万元，销售费用率 3.4%，同比降低 0.78pct；管理费用 0.15 亿元，管理费用率 6.85%，同比下降 0.47pct，财务费用 502 万元，财务费用率 2.32%，同比下降 3.41pct；研发费用 0.15 亿元，同环比增长 153%/159%，研发费用率 6.9%，同比增 3.8pct。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 1.4/2.1/3.1 亿元，同比分别增长 2%/53%/47%；EPS 分别为 0.31/0.47/0.69 元；对应现价 PE 分别为 58/38/26 倍，给予 21 年 50xPE，对应目标价 23.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不达预期，产能投放不及预期，竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

信捷电气（603416）中报点评：中报靓丽，盈利能力改善超预期

投资要点

中报营收同比+63%、利润+99%，超市场预期。20H1 公司实现营业收入 4.97 亿元，同比+62.53%；实现归属母公司净利润 1.43 亿元，同比增长 99.06%。20H1 毛利率为 44.40%，同比上升 5.77pct，毛利率改善来自产品迭代、成本优化，以及需求旺盛、产品议价能力相对强。整体来看业绩增长、毛利率大幅提升，超预期。

疫情经济贡献部分增量。20Q1 疫情爆发后口罩机解决方案需求旺盛，往年国内全年口罩机需求仅有几千万的市场，今年我们预计将达到 10 亿左右的量级。口罩机解决方案市场以内资为主，信捷是国内少数能提供 N95 口罩整线解决方案（PLC+伺服+HMI）的厂商，市占率居前。我们估计信捷 H1 口罩机销售金额约 1~1.5 亿，贡献 30%~50%的收入增速，拉动了 PLC、伺服的销售，扣除疫情经济影响后主业增速在 20%左右。下半年预计仍有部分外销的高端口罩机设备销售。

PLC 销售同比增长 72%，产品性能迭代、产品优化，巩固内资龙头地位。先进制造业高增长的拉动下，国内小型 PLC 上半年销售额 26 亿、同比+5.7%；信捷 PLC 份额扩张、口罩机贡献增量，PLC 上半年完成销售 2.39 亿，同比+72%，毛利率达到 60.6%（19A 毛利率 54.6%）。产品层面，20 年公司继续优化 XS3 系列 PLC 性能、不断研发 EtherCAT 总线式 PLCXDH 系列的各项功能，提升产品力、巩固品牌优势和市场份额。后续行业回暖、进口替代加速，叠加公司自身的产品迭代，信捷 PLC 有望继续稳健增长。

伺服同比+73%，PLC 带动伺服策略落地。作为先进制造的重要零部件，国内上半年伺服销售 80.3 亿、同比+10.6%；公司继续推进 PLC 带动伺服销售战略，20H1 伺服系统销售 1.54 亿、同比+73%，市占率继续提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产品层面不断迭代拳头产品 DS5L1 性能、同时研发新一代直流伺服驱动器 DF3 系列、布局物流行业，全新设计 MS6 系列电机，不断提升产品竞争力；同时编码器自制率继续提升，产品成本也不断优化。20 年电子等先进制造行业在技术和产品迭代背景下，设备需求复苏明显，同时新产品+解决方案有望拓展能力边际，市占率有望进一步提升，伺服销售有望持续高增。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 2.84 亿、3.50 亿、4.32 亿，同比分别+73.5%、+23.4%、+23.4%，对应现价 PE 分别 31 倍、25 倍、21 倍，给予目标价 80.8 元，对应 20 年 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，竞争加剧

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

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