东吴证券晨会纪要

2020 年 08 月 14 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：放缓中有亮点、拖累下有支撑

7 月新增信贷投放低于预期且弱于季节性。7 月新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 631 亿元，不仅低于市场预期的 1.18 万亿，且如果从全年 20 万亿的新增信贷目标来看，当月 5.0%的投放占比也处于历史区间的下沿（图 1）。可见经历了上半年的快速扩张后，下半年信贷资金的可得性有所下降。从结构上看，7 月虽然短期贷款、票据融资、非银贷款同比少增，但居民和企业中长期贷款均同比多增依然是亮点（图 2），使得新增贷款中中长期贷款占比较去年同期上升 45 个百分点，较上月上升 46 个百分点。这表明当前基建和地产相关融资需求依然旺盛，前期宽货币向宽信用的传导仍在延续，也将继续支撑实体经济的复苏。

固收金工

固收点评：7 月金融数据点评：信贷社融增量不及预期，M2 增速小幅回落

8 月 11 日央行公布 7 月金融数据，点评如下：

信贷增量不及市场预期，企业短贷票融大幅下降。7 月人民币贷款增加 9927 亿元，信贷结构改善，增量不及预期。主要原因分别为：基建及房地产投资提速、企业中长期融资需求改善；货币政策宽松力度边际收紧、利率整体上行、金融监管趋严。

社融表现不及预期。7 月份社会融资规模增量 1.69 万亿。除特别国债外的其他政府债券发行量收缩，企业债券受发行成本上行的影响规模下降。未贴现银行承兑汇票在低基数影响下维持增幅，委托、信托贷款持续收缩。

M2 增速小幅回落。7 月 M2 余额 212.55 万亿,同比增长 10.7%。7 月信贷投放力度边际收紧，实体经济活力修复，M2 剪刀差收窄。

行业

医疗器械行业研究方法：百花齐放，国产器械迎来黄金时代

投资策略：重视医疗设备领域的迈瑞医疗、开立医疗等，体外诊断领域迈瑞医疗、安图生物、新产业等，心血管领域的微创医疗、乐普医疗、沛嘉医疗、 佰仁医疗等，骨科领域的威高股份、大博医疗、凯利泰、爱康医疗等，眼科领域的欧普康视、昊海生科等，血液净化领域的健帆生物、三鑫医疗等。

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；行业出现颠覆式的诊断或治疗方式；

蔚来 20Q2 财报点评：盈利改善大超预期，现金流首次转正

投资建议：

蔚来交付量及业绩持续超预期，继续强推宁德时代及欧洲电动车产业链，中游首推宁德、璞泰来、新宙邦、恩捷、当升、科达利，关注亿纬、比亚迪、天奈、天赐、星源等；核心零部件宏发、汇川、三花；上游资源华友、天齐，关注赣锋。

推荐个股及其他点评

广州酒家（603043）：微量常规减持无碍经营，龙头战略扩张持续

微量常规性减持无碍公司经营。餐饮 1H20 承压，期待政策+暑期消费复苏。持续受益宅经济，产能支撑打开长期成长空间。优质月饼产品需求旺盛，双节叠加待增长。

中国联通（600050）：业务调整效果初现，共建共享红利释放，看好未来业绩稳增

8 月 12 日，中国联通公布 2020 年中报，20 年 H1 实现营收 1383 亿元，同比上升 4.0%，高于行业平均的 3.2%。实现归母净利润 33.44 亿元，同比增长 10.9%；实现基本每股收益 0.108 元/股，同比增长 11.3%。公司主营业务收入结构不断优化，成本控制效益显著。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年的营业收入分别为 3044 亿元、3215 亿元以及 3485 亿元，归母净利润分别为 60.64 亿元、70.24 亿元以及 92.01 亿元，EPS 分别为 0.2 元、0.23 元以及 0.3 元，对应的 PE 分别为 26X/23X/17X，维持“买入”评级。

三花智控（002050）中报点评：新能源热管理高歌猛进、家电业务边际改善

预计 2020-22 年公司归母净利润分别 14.5 亿、18.8 亿、22.7 亿，同比分别+2.2%、+29.4%、+20.6%，对应现价 PE 分别 54 倍、42 倍、34 倍，目标价 26 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

鹏鼎控股（002938）：盈收表现亮眼，业务多点开花

事件：公司于 8 月 12 日发布 2020 年半年度报告，2020 年上半年实现营收 101.15 亿元，同比增长 8.31%；归母净利润 7.92 亿元，同比增长 29.92%；扣非归母净利润 7.58 亿元，同比增长 44.32%。

宏观策略

宏观点评：放缓中有亮点、拖累下有支撑

事件

央行公布 7 月金融数据，新增信贷 9927 亿，前值 1.81 万亿；社融增量 1.69 万亿，前值 3.43 万亿；社融存量同比 12.9%，前值 12.8%；M2 同比 10.7%，前值 11.1%。

观点

7 月新增信贷投放低于预期且弱于季节性。7 月新增人民币贷款 9927 亿元，同比少增 631 亿元，不仅低于市场预期的 1.18 万亿，且如果从全年 20 万亿的新增信贷目标来看，当月 5.0%的投放占比也处于历史区间的下沿（图 1）。可见经历了上半年的快速扩张后，下半年信贷资金的可得性有所下降。从结构上看，7 月虽然短期贷款、票据融资、非银贷款同比少增，但居民和企业中长期贷款均同比多增依然是亮点（图 2），使得新增贷款中中长期贷款占比较去年同期上升 45 个百分点，较上月上升 46 个百分点。这表明当前基建和地产相关融资需求依然旺盛，前期宽货币向宽信用的传导仍在延续，也将继续支撑实体经济的复苏。

M2 与 M1 增速差显著收窄。7 月 M2 同比回落 0.4 个百分点至 10.7%，但 M1 同比回升 0.4 个百分点至 6.9%；M2 与 M1 增速差在 7 月显著收窄，一方面反映出当前企业经营活力上升，另一方面也受到了商业银行结构性存款压降的影响。从存款来看，7 月金融机构新增人民币存款仅 803 亿，同比少增 5617 亿，其中除非银机构存款同比多增外，居民存款、企业存款，财政存款则同比均少增或多减，这也从一个侧面反映出货币活性的提升。

企业和政府债券融资拖累 7 月社融增量。7 月新增社融 1.69 万亿低于预期，同比多增 4068 亿，虽然仍延续了 3 月份以来的同比多增趋势，但相较于上半年的月均 1.04 万亿的增量明显放缓。仅就 7 月来看，主要支撑来自非标、银行信贷和股票融资，同比分别多增 3576、2135 和 622 亿元，而受债券利率上行和为特别国债发行让路的影响，企业债券净融资和政府债券同比分别少增 561 亿元和 968 亿元（图 3）。存量增速方面，7 月社融存量同比继续回升，同比 12.9%较前值加快 0.1 个百分点。

政府债券集中发行是后续三个月社融增量的主要贡献。3 月以来的社融趋势来看，银行信贷、企业债券融资扩张呈现趋势走弱的现象，而随着经济“V 型”复苏后半程在下半年的延续，政策重心对宽信用诉求的减弱，二者的收缩趋势预计在下半年延续。非标融资同比在今年以来持续改善，但 7 月份非标融资的支撑有去年低基数的原因，5 月以来先后对信托、结构性存款的监管下，可能对后续非标融资形成一定抑制。政府债券可能是三季度社融增量的主要支撑，在经历了 6、7 月份为特别国债的发行让路后，今年政府债券发行进度整体滞后去年同期，若按照财政部要求地方债在 10 月底发行完毕，则后续 3 个月地方债融资同比将多增 1.4 万亿（图 4）。

风险提示：监管政策影响超预期，地产政策调整超预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹）

固收金工

固收点评：7 月金融数据点评：信贷社融增量不及预期，M2 增速小幅回落

事件

数据公布：2020 年 8 月 11 日，央行公布 2020 年 7 月金融数据。7 月当月人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元。月末人民币贷款余额 166.19 万亿元，同比增长 13%，增速比上月末低 0.2 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。2020 年 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。7 月末社会融资规模存量为 273.33 万亿元，同比增长 12.9%。7 月末，广义货币(M2)余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。

观点

新增信贷：信贷增量不及市场预期，企业短贷票融大幅下降。2020 年 7 月当月人民币贷款增加 9927 亿元，同比少增 631 亿元。我们分析如下：分部门看，住户部门贷款增加 7578 亿元，同比多增 2499 亿元，其中短期贷款增加 1510 亿元，中长期贷款增加 6067 亿元；企（事）业单位贷款增加 2645 亿元，同比少增 329 亿元，其中短期贷款减少 2421 亿元，中长期贷款增加 5968 亿元，票据融资减少 1021 亿元。7 月实际信贷数值低于市场预期，中长期贷款新增 1.2 万亿，信贷结构改善。信贷结构改善的主要原因为基建及房地产投资提速，企业中长期融资需求改善；货币政策注重直达性，银行加大了对企业融资支持力度。信贷增速放缓主要原因为 7 月货币政策宽松力度边际收紧、7 月利率整体上行、金融监管趋严，以及季节性因素影响。从居民角度来看：7 月新增居民贷款 7578 亿元，同比多增 2499 亿元，环比少增 2237 亿元，中长贷占比上升，主要源于房地产销售好转支撑。从企业角度来看：企（事）业单位贷款增加 2645 亿元，同比少增 329 亿元，环比少增 6633 亿元，中长贷款占比上升，短贷及票融大幅下降。原因分别为国内生产活动恢复活力以及外需增强；监管政策趋严以及季节性影响。

社融：社融表现不及预期。7 月份社会融资规模增量为 1.69 万亿元，比上年同期多增 4068 亿元。初步统计，7 月末社会融资规模存量为 273.33 万亿元，同比增长 12.9%。从数值上来看，企业债券净融资 2383 亿元，同比少 561 亿元；政府债券净融资 5459 亿元，同比少 968 亿元。7 月非标融资减少 2649 亿元，同比少减 3576 亿元。从存量的拉动情况来看，7 月社融存量增速为 12.9%，与上增速基本持平。其中信贷 7 月对社融拉动达 9.06%，较 6 月上升 1.1 个百分点。同时 7 月企业债券对社融存量拉动达 2.59，较上月上升 0.62 个百分点。政府债券对社融存量拉动为 2.78%，较上月上升 0.27 个百分点。社融增量 1.69 万亿元，低于市场平均预期的 1.82 万亿。社融同比多增 4068 亿元，主要来自人民币贷款同比多增 2135 亿元，以及未贴现银行承兑汇票同比少减 3432 亿元。除特别国债外的其他政府债券发行量收缩，企业债券受发行成本上行的影响

请务必阅读正文之后的免责声明部分

规模下降。未贴现银行承兑汇票在去年同期低基数影响下维持增幅，委托贷款和信托贷款在资管新规整改延期一年的背景下持续收缩。股票融资则受到了市场行情火热等因素支撑在 7 月上升。

M2:增速小幅回落。2020 年 7 月末，广义货币(M2)余额 212.55 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.6 个百分点。宽信用的整体情况下，增速明显高于去年。环比方面，7 月资金利率有所上升，信贷投放力度边际收紧，政府债券和企业债券融资均有下降，显著拉低了 M2 增速。M2 剪刀差收窄，主要系实体经济活力修复，商品房销售同比回升的影响。

风险提示：美国大选之际国际形势复杂，海外疫情波动，监管政策收紧。

（证券分析师：李勇）

行业

医疗器械行业研究方法：百花齐放，国产器械迎来黄金时代

2019 年全球医疗器械 TOP20 公司中，全球医疗器械龙头美敦力以 289 亿美金收入高居第一位，最新市值高达 1300 亿美元，强生和雅培分别位居第二、三位，TOP10 医疗器械公司收入规模均超过 100 亿美元。从股价表现看，过去十年美股诞生了多个医疗器械牛股，爱德华作为深耕心脏瓣膜领域的细分龙头，2010 年以来股价实现了近 10 倍涨幅，市值接近 500 亿美元，德康医疗、精密科学作为过去十年医疗器械创新公司的代表，2010 年以来股价最高分别实现了超过 50 倍、30 倍涨幅。从估值上看，医疗器械公司高于药品公司，2015 年美敦力、史赛克、BD 医疗等器械估值长期处于 20-30 倍之间，同期辉瑞、默沙东等公司估值徘徊在 10-20 倍。

从全球医疗器械行业的发展历程看，医疗器械具有丰富的投资领域，各细分领域具有突出表现的个股，以美敦力和爱德华为代表的公司彰显了医疗器械公司的持续稳健的成长性，以德康医疗、精密科学为代表的公司凸显了器械公司同样具备业绩和股价的中短期爆发性。国内医疗器械行业正迎来黄金发展阶段，鉴于中国是一个巨大的潜在医疗器械消费市场，国内有望诞生一批类似于欧美发达国家的优秀医疗器械公司。

医疗设备：2019 年中国医疗设备市场规模达到 2336 亿元，2015 年至 2019 年均复合增长率为 17%，预计未来几年仍将保持 14%左右的年均增速。竞争格局方面，中高端医疗设备由外资占据主导地位，国产企业近年来技术强势崛起，未来替代空间较大。我们认为，医疗设备作为医疗机构的主要医疗性固定资产，随着国内医疗机构（包含民营医院、体检机构等）的持续建设以及基层医疗的加速配置，中国医疗设备行业有望中长期保持较高的景气度。

医用耗材：2019 年中国医疗耗材市场规模达到 3899 亿元，2015 年至 2019 年均复合增长率为 20%，预计未来几年仍将保持 15%左右的年均增速。我们认为，由于经济水平、诊疗理念等因素，中国治疗性耗材的渗透显著低于欧美发达国家，例如冠脉支架、心脏起搏器、骨科等，随着

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国人均收入水平的持续提升以及耗材治疗可及性的提高，国内医用治疗性耗材将长期保持较高景气度，同时国产企业加速崛起，国产替代进程有望加快。

投资逻辑：我们认为医疗器械的投资首先需要精选赛道，建议重视医学影像、体外诊断、心血管、骨科、眼科等最易诞生大市值、大牛股公司的细分领域，重点关注国产替代、术式升级两大行业逻辑：1）国产替代在长时间内将是主旋律，技术突破将为国内企业发展带来中长期发展空间；2）术式创新是小企业快速成长的重要着力点，同时也是大企业保持持续增长的主要推动力，国内企业在新技术应用方面已具备很强的能力，未来有望实现快速发展。

投资策略：重视医疗设备领域的迈瑞医疗、开立医疗等，体外诊断领域迈瑞医疗、安图生物、新产业等，心血管领域的微创医疗、乐普医疗、沛嘉医疗、 佰仁医疗等，骨科领域的威高股份、大博医疗、凯利泰、爱康医疗等，眼科领域的欧普康视、昊海生科等，血液净化领域的健帆生物、三鑫医疗等。

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；行业出现颠覆式的诊断或治疗方式；

（证券分析师：朱国广　研究助理：刘闯）

蔚来 20Q2 财报点评：盈利改善大超预期，现金流首次转正

投资要点

营收同环比大增，毛利率首次转正大超预期。蔚来 20Q2 营收 37.19 亿元，同比大幅上升 147%，环比增长 171%，净亏损 12.08 亿元，相比去年同期亏损大幅缩窄。得益于上半年销量逆势增长及单车成本的下降，汽车销售业务 20Q2 收入 34.86 亿元，同环比+146%/+178%，单车毛利率 9.68%，大超 5%的既定目标，下半年预计毛利率超过 10%；其他业务收入 2.33 亿元，同比+148%，环比+100%，毛利润-10%，同比改善明显。

Q2 销量破万创新高，自主需求显现：蔚来二季度共交付 1.03 万辆，同比+182%，环比+169%，超原目标 0.95-1.0 万辆，创历史新高。其中，ES8 二季度销 2263 辆，同环-25%/+1061%，ES6 二季度销 8068 辆，同环比+1126%/+121%，销量占比达 78%，贡献主要销量。20 年上半年蔚来累计销量 1.42 万辆，同比增长 89%。

单车收入环比略有提升，成本连续三个季度下行。20Q2 单车售价 33.74 万元/辆，同环比-18%/+3%，Q2 单车成本继续下降至 30.48 万元/辆，同环比-40%/-13%，成本下降主要原因在于：1）产销量增长，规模效应下江淮代工费下降，自产三电系统成本下降；2）对原材料供应商的议价能力提升。蔚来单车成本首次低于价格，毛利转正达 3.27 万元/辆，同环比+133%/+234%。

费用管控能力提升，20Q2 费用率明显下降。20Q2 研发费用 5.45 亿元，同比降 58%，环比增 4%，研发费用率 15%，同比降 72pct，环比 23pct；销售、管理费用 9.37 亿元，同比降 34%，环比增 10%，费用率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

25%，同比降 69pct，环比降 37pct。蔚来计划继续严格控费降本，每年研发费用控制在 30 亿以内，其中自动驾驶方面的研发投入占比将有所提升。

运营亏损进一步收窄，经营性现金流首次转正。20Q2 公司运营效率全面提升，运营亏损收窄至 11.6 亿元，同比下降 26%，环比下降 64%，主要得益于公司上半年汽车销量大幅增长，“直销+订单生产”的模式，使得公司回血迅速，运营能力明显改善，叠加信用期限的延长，经营性现金流首次实现转正。

投资建议

蔚来交付量及业绩持续超预期，继续强推宁德时代及欧洲电动车产业链，中游首推宁德、璞泰来、新宙邦、恩捷、当升、科达利，关注亿纬、比亚迪、天奈、天赐、星源等；核心零部件宏发、汇川、三花；上游资源华友、天齐，关注赣锋。

风险提示

政策不达预期，销量不达预期，价格降幅超预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

广州酒家（603043）：微量常规减持无碍经营，龙头战略扩张持续

事件：公司公告董事长徐伟兵及副董事长、总经理赵利平因个人资金需求拟未来 6 月内以集合竞价方式减持不超过 19.9 万/6 万股，合计不超过总股本 0.08%。

投资要点

微量常规性减持无碍公司经营。公司董事长徐伟兵先生（50 岁）、副董事长/总经理赵利平先生（49 岁）分别持公司 79.8 万股、52.9 万股，占比总股本 0.1976%、0.1310%。本次因个人资金需求拟在 6 月内以市场价分别减持不过 19.9 万/6 万股，合计约占总股本不超过 0.08%。董事长在公司 2017 年底上市以来从未进行减持；且从历史来看总经理赵利平该次为常规性减持行为且占比微量，将不影响公司经营及中长期成长逻辑。

餐饮 1H20 承压，期待政策+暑期消费复苏。公司餐饮主要目标客群包括家庭及商务宴请客户，由于业务 Q1 营收占比较大且 Q2 淡季复苏情况相对较弱，预计 20 上半年将录得净亏损。同时，8 月以来央行提出宽贷、降租等多项扶持政策激发餐饮企业活力，促其提质增效；政策支持叠加暑期消费需求爆发，餐饮业务将在下半年持续复苏。

持续受益宅经济，产能支撑打开长期成长空间。疫情下速冻食品需求激

请务必阅读正文之后的免责声明部分

增，20Q1 公司速冻营收 2.2 亿（+49.8%），单季收入达上年 40.5%。茂名、粮丰园两条速冻生产线疫后复工较早，预计 3 月底满产。预计上半年速冻收入增速约 30~40%。今年新增梅州基地一期产能也将以速冻为主，预计将于年底试产，产能长期支持充分，品牌消费者教育逐步完成，速冻营收有望持续高增长。

优质月饼产品需求旺盛，双节叠加待增长。得益供需共振，公司今年月饼销量或将有望超预期，从需求端看：月饼经销商预定情况良好，预计优势区域预收款增长较快。国人送礼、应节等消费需求仍然旺盛，叠加中秋、国庆双节临门，拉长消费时间窗口；B 端企业商务需求旺盛，今年有望对接更多团购客户，放量持续。从供给端看：疫情持续严重冲击中小厂商及境外月饼企业，供给收缩；公司得益于湘潭厂产能释放，供给充分。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年总营收 35.9、48.6、61.1 亿元，同比增速分别为 18.5%、35.5%、25.6%；预计公司 20-22 年归母净利润为 4.35、6.36、8.28 亿元，同比增速分别为 13.4%、46.1%、30.2%。当前股价对应动态 PE 为 39、27、21 倍，公司当前估值仍具较大提升空间，全国月饼龙头未来可期，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复带来宏观经济波动；月饼/速冻销售不及预期；食品安全风险。

（证券分析师：汤军）

中国联通（600050）：业务调整效果初现，共建共享红利释放，看好未来业绩稳增

投资要点

事件：8 月 12 日，中国联通公布 2020 年中报，20 年 H1 总营收 1504 亿元，同比上升 3.8%。实现归母净利润 33.44 亿元，同比增长 10.9%；实现基本每股收益 0.108 元/股，同比增长 11.3%。

主营业务收入结构不断优化，成本控制效益显著：中国联通从自身定位、发展策略、成本把控以及用户发展策略等角度相继发力，不断优化产品收入结构。从收入端角度来看，移动 ARPU 值和营业收入企稳回升，从单季度来看，Q2 实现移动主营业务收入 388 亿元，较 Q1 环比增长 2.91%；从月度数据来看，2020 年 6 月（YOY+1.6%）和 7 月（YOY+1.0%），移动主营业务收入同比实现止跌回升；Q2ARPU 值提升至 41.8 元，较 Q1 环比增加 4%。从成本端角度来看，2020 年 H1 销售费用下降 25.8 亿元，成本下降大于营收（H1 下降 21.8 亿元）下降；我们认为，随着 5G 网络的建设加快，网络基础设施完善，终端渗透率提高以及 5G 创新应用的落地，5G 用户的增长速度将在下半年加快，带动运营商 ARPU 和主营业务收入持续提升。

5G 网络建设稳步推进，共建共享优势显著：从资本开支支出进度来看，2020 年 H1 关于 5G 相关的资本开支约为 126 亿元，占年初资本开支规划(全年为 350 亿元)的 36%。频谱资源共享，加快基站建设的速度，节省投资成本，同时启用 2.1Ghz 频段，软件升级 4G 基站，在节省前期资本开支的基础上，减少后期铁塔使用费、网络维护费用和电费等运维成

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本。我们预计，在当前资本开支情况不变的情况下，中国联通的基站进度有望进一步提速。

紧抓 5G 机遇，加快创新业务培育：深耕 2C,加快拓展 2B 业务布局：2C 市场来讲，发力 5G 市场，配合 5G 网络建设和手机供应的进展，同时 5G 终端价格持续下降和普及，进行有节奏和有针对性推广 5G 套餐服务，加快 5G 用户拓展进度。创新业务方面，积极培育 5G+垂直行业应用创新发展，以“云+网+智慧应用”推进创新业务和基础业务融合发展。2020 年 H1 创业业务发展持续亮眼，产业互联网业务同比增长 36%，营收占比提高至 16%。其中 ICT 业务同比增长 39%；IDC 及云计算业务同比增长 29%；物联网业务及大数据同比分别增长 55%与 67%。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年的营业收入分别为 3044 亿元、3215 亿元以及 3485 亿元，归母净利润分别为 60.64 亿元、70.24 亿元以及 92.01 亿元，EPS 分别为 0.2 元、0.23 元以及 0.3 元，对应的 PE 分别为 26X/23X/17X，维持“买入”评级。

风险提示：运营商营收承压；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

三花智控（002050）中报点评：新能源热管理高歌猛进、家电业务边际改善

投资要点

中报营收同比-8.8%、利润同比-7.1%，Q2 略超预期。公司发布 2020 年半年报，报告期内实现营业收入 53.18 亿元，同比下降 8.80%；实现归属母公司净利润 6.43 亿元，同比下降 7.14%。其中 2020Q2 实现营业收入 28.35 亿元，同比下降 7.07%，环比增长 14.13%；实现归属母公司净利润 4.32 亿元，同比下降 0.50%。20H1 毛利率为 27.80%，同比下降 0.52pct，20Q2 毛利率 28.97%，同比下降 2.16pct；20H1 归母净利率为 12.10%，同比上升 0.22pct，20Q2 归母净利率 15.25%，同比上升 1.01pct。收入和利润情况符合预期。

汽零同比增长 24.3%，新能源高歌猛进、弥补传统汽零下滑。三花汽零 H1 共完成收入 9.5 亿元，同比+24.3%，其中传统车 4.1 亿，同比仅小幅回落 6.2%，占比 43%；新能源汽车 5.4 亿，同比大幅+64.8%，占比 57%、首次超过传统车收入规模；汽零业务盈利 1.7 亿，同比+7.6%。上半年三花大客户 TeslaModel3 销售 13.3 万辆、同比+22%，ModelY 开始起量，H1 销售 3021 辆；其他客户沃尔沃、蔚来等也快速增长，三花新能源汽车销量规模大幅提升、叠加组件化趋势下单车货值大幅上升，上半年新能源汽车产品出货数据亮眼，但组件化带来外采产品占比提升、毛利率小幅下降。展望下半年，Tesla 有望继续放量，上半年受停产影响，下半年环比有望继续大幅增长，其他车企蔚来、MEB、Volvo 等继续放量，同时热泵空调应用、组件化推进，高单车货值的车型如 ModelY、Polestar 等车型占比提升，新能源汽车产品有望继续高歌猛进。同时传统车业务下半年起有望从底部好转，全年汽零有望恢复 35-40%高增长。

家电业务在周期底部，能效升级推动下国内已进入高景气状态，海外预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计下半年好于上半年。三花家电业务 H1 完成销售额 43.7 亿，同比-13.8%；盈利 4.7 亿，同比-11.6%，分项来看空调业务小幅回落，受海外疫情影响微通道、亚威科业务回落幅度较大。7 月 1 日空调新能效标准实施后，不符合新标准的空调将不再生产，促进公司的拳头产品电子膨胀阀渗透率提升，估计 19 年电子膨胀阀渗透率 30%、20 年有望提升到 50%以上；同时行业普遍回暖，5-6 月疫情恢复后销售、接单情况回升，7 月以来销售旺盛，预计下半年好于上半年，海外疫情得到控制后亚威科、微通道等业务也有望逐步恢复。整体预判家电业务 H2 有望恢复增长。

盈利预测与投资评级：预计 2020-22 年公司归母净利润分别 14.5 亿、18.8 亿、22.7 亿，同比分别+2.2%、+29.4%、+20.6%，对应现价 PE 分别 54 倍、42 倍、34 倍，目标价 26 元，对应 21 年 50 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）

鹏鼎控股（002938）：盈收表现亮眼，业务多点开花

事件：公司于 8 月 12 日发布 2020 年半年度报告，2020 年上半年实现营收 101.15 亿元，同比增长 8.31%；归母净利润 7.92 亿元，同比增长 29.92%；扣非归母净利润 7.58 亿元，同比增长 44.32%。

投资要点

营收和利润持续提升：2020 年上半年营收增长较快，其中通讯用板业务实现营收 64.63 亿元，同比增长 1.47%；消费电子及计算机用板业务实现营收 36.47 亿元，同比增长 23.12%。两大业务销量提升，公司整体利润稳定增长，主要是因为新冠疫情下远程经济引起了平板电脑、笔记本电脑等消费电子销量显著增加，从而带动公司消费电子及计算机用板出货增长。

毛利率稳中有升，经营质量持续改善：2020 年上半年公司毛利率为 20.96%，比上年同期增加 1.01%。通讯用板业务、消费电子及计算机用板业务毛利率分别为 17.20%和 27.53%，比上年同期分别减少 1.87%和增加 5.72%，整体表现良好。费用方面，疫情期间产品运费增加使销售费用同比增加 38.47%，财务费用由于汇兑收益增加及利息支出减少同比减少 84.57%，研发费用同比减少 14.77%，主要系研发中使用模治具费用减少所致。现金流方面，经营活动现金流净额同比增加 26.75%，投资活动现金流净额同比增加 37.43%，筹资活动现金流净额同比增加 47.78%。

技术升级带来机遇，产品有望量价齐升：5G 时代带来新一轮技术升级，公司深耕印刷电路板，扩充产能，有望拓展市场份额。其中：1）FPC 业务：随着 5G 换机潮开启和可穿戴产品进一步渗透，未来 FPC 需求量将持续稳定提升。而手机轻薄化、5G 手机高频高速需求、摄像头升级等都需要更高水平的电路板支持，这又会带动 FPC 单机价值量增长。公司凭借产品优势、技术优势、客户优势，有望实现产品量价齐升，继续保持龙头地位，抢占更大市场份额。同时，汽车电子产品将成为公司新的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业绩增长点；2）HDI 和 SLP 业务：HDI 是主板的主流方案，而 SLP 则逐步渗透，公司积极布局主板赛道，推进 SLP 项目投产，将更深入受益于 5G 时代的主板升级；3）公司掌握 MiniLED 背光电路板技术，正在淮安园区进行相关产能布局，预计今年年底将投产，成为新的盈利点。

盈利预测与投资评级：公司作为 PCB 龙头，竞争优势明显，产品布局合理，未来继续加快推进产品研发、产能扩充和工业 4.0 目标实现，有望受益于行业景气迎来盈利高速增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 290.39/339.64/385.27 亿元，归母净利润分别为 32.27/39.15/45.08 亿元，EPS 分别为 1.40/1.69/1.95 元，当前股价对应 PE 分别为 33/27/24 倍，未来成长性良好，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动，汇率风险，贸易摩擦，行业竞争加剧。

（证券分析师：王平阳　研究助理：王少南）

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