新时代证券-研究所晨报（20200810）

● 总量研究

策略研究：震荡的末端

近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，这可能是震荡末端的信号。时间上，8 月中下旬再次开启上涨的概率较大。上涨的速度取决于库存周期的确定性和全球货币宽松后再通胀的速度。

● 公司研究

埃斯顿：并购落地+重磅定增，向世界机器人巨头进发

公司通过自主研发及并购，掌握机器人核心运动控制软硬件技术，成为国产机器人“真龙头”，模式极具稀缺性。随着并购落地+重磅定增，协同发展可期。扩张期盈利不佳，但并购整合后财务报表迎来修复。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.07/28.14/32.99 亿元，增速分别为 76.3%/12.3%/17.2%；EPS 分别为 0.18/0.20/0.26 元，对应市盈率 106、94、75 倍。目前埃斯顿估值上限在 150 倍 PE，维持“推荐”评级。

中芯国际：需求强劲推动 Q2 高增长，先进制程占比提升筑梦未来

公司发布 2020 年二季度财报，Q2 高增长，下游需求旺盛，产能利用率维持高位，看好下半年持续增长。先进制程占比提升有望带来跨越式发展。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年将实现营收 253.68/277.20/325.92 亿元。以最新股本计算，对应 EPS 分别为 0.25/0.26/0.30 元/股，对应 PB 分别为 6.4X/6.3X/6.1X。维持“强烈推荐”评级。

● 行业研究

2020 集成电路产业政策点评：新型举国体制，多维度政策支持本土集成电路产业全力发展

8 月 4 日，国务院发布《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》，政策力度空前、站位高远，生产型企业短期边际改善不大，利好全产业链长期发展。受益标的：晶圆制造龙头中芯国际、华虹半导体、华润微等。

证券行业 2020 年 1 至 7 月概况：券商板块及指数全面强劲上行，交投活跃大幅提振公司业绩

上市券商公布 7 月经营业绩，大部分公司单月营收、净利延续环比和同比大幅增长。短期观点上，板块仍具弹性和成长空间；长期观点上，针对证券行业的政策逐步回暖并日益激发行业活力。投资建议：维持行业“推荐”评级。受益标的：中信证券(600030.SH)、华泰证券（601688.SH）、中信建投（601066.SH）、海通证券（600837.SH）、招商证券（600999.SH）。

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	
国防军工	2.58%	非银金融	-2.5%
休闲服务	0.78%	电子	-2.36%
建筑材料	0.24%	计算机	-2.3%
家用电器	0.23%	通信	-1.85%
电气设备	-0.39%	采掘	-1.58%

相关报告

《震荡的末端》2020-07-12

《证券行业 2020 年 1 至 7 月概况》2020-08-08

《需求强劲推动 Q2 高增长，先进制程占比提升筑梦未来》2020-08-07

《并购落地+重磅定增，向世界机器人巨头进发》2020-08-07

《新型举国体制，多维度政策支持本土集成电路产业全力发展》2020-08-06

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：震荡的末端 3
2、 公司研究 3
2.1、 埃斯顿：并购落地+重磅定增，向世界机器人巨头进发 3
2.2、 中芯国际：需求强劲推动 Q2 高增长，先进制程占比提升筑梦未来 4
3、 行业研究 5
3.1、 2020 集成电路产业政策点评：新型举国体制，多维度政策支持本土集成电路产业全力发展 5
3.2、 证券行业 2020 年 1 至 7 月概况：券商板块及指数全面强劲上行，交投活跃大幅提振公司业绩 5

1、 总量研究

1.1、 策略研究：震荡的末端

近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，这可能是震荡末端的信号。时间上，8 月中下旬再次开启上涨的概率较大。上涨的速度取决于库存周期的确定性和全球货币宽松后再通胀的速度，虽然现在经济复苏的逻辑还有很大的不确定性，但是从投资的角度，这个时候在股市层面做多经济是最完美的。因为周期金融估值很便宜，货币政策很友好，做多经济是个看多期权，风险收益比较好。

（1）强势股走弱是震荡末端的信号。近期医药、电子等过去两年一直强势的板块有所调整，我们认为这是震荡末端的信号。过去 1 个季度，增量资金大幅增加，虽然周期和金融股开始有所表现，但是超额收益最稳的依然是消费。

7 月中旬以来的调整，没有实质的趋势性利空，背后主要是技术性调整。如果是技术性调整，则只需要各板块轮动调整，过去两年最强的医药和电子开始走弱可能是技术性调整末期的信号。

（2）新的主线可能正在酝酿。我们认为，技术性调整过后，市场可能会开启新的上涨主线，板块和逻辑将会和过去两年有很大的不同。回顾 2014 年增量资金入场后的市场，板块变化更快。2013 年全年每个季度都是成长领涨，但 2014 年 7 月份之后，几乎每个季度领涨的板块都会发生很大的变化，即使是成长内部，领涨的板块也会有频繁的变化。原因可能是，当增量资金很多的时候，一个板块逻辑一旦被挖掘出来后，会在短期内快速吸引大量的资金，从而在估值层面快速透支基本面的逻辑，即使是这个逻辑还没被完全证明是完美的。

过去的 1 个季度是增量资金进入的第一个季度（类似 2014 年 7-9 月），之前两年最强的板块依然会很强，但是随着增量资金继续进入，只靠过去两年的板块逻辑是不足以容纳如此巨大的增量资金的，板块逻辑需要扩散甚至转移。2014 年 10-12 月的风格剧烈切换，就是发生在增量资金进来的第二个季度。

（3）再次上涨的时间和速度。我们之前提示过，8 月中下旬后，随着中报明朗、经济淡季结束，技术性调整时间也将比较充分，股市将开启新一轮上涨。上涨的速度取决于新的板块逻辑能否形成和强度，我们认为新的逻辑可能是库存周期的开启，可能是全球货币宽松带来的再通胀开启。

虽然现在经济复苏的逻辑还有很大的不确定性，但是从投资的角度，这个时候在股市层面做多经济是最完美的。历史经验显示，股市表现最好的时候，一般不是经济最好的时候，而是经济下行的后期到经济复苏的初期和中期。这个时候虽然经济回升的不确定性很高，但是通胀往往很低，部分板块估值很便宜，货币政策很友好，做多经济是个看多期权，风险收益比较好。

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、 埃斯顿：并购落地+重磅定增，向世界机器人巨头进发

最像日本发那科，国产机器人“真龙头”，模式极具稀缺性。公司通过自主研发（持续 10%以上研发投入）及并购，掌握机器人核心运动控制软硬件技术，以此

为基础拓展本体及集成业务，打造全产业链一体化，发展模式最像全球机器人龙头日本发那科。

并购落地+重磅定增，协同发展可期。公司并购全球顶尖的焊接机器人德国 CLOOS 落地，技术、品牌、渠道、市场等多方面协同可期。另外近期发布 10 亿元定增预案，拟引入中国通用技术、国家制造业转型升级基金、小米产业基金三大重磅战略投资者，将为公司发展提供资金和产业两方面支持和协同。

运控解决方案持续增长可期，本体市占率不断提升。零部件：收购 TRIO 控制器+公司伺服系统打造运控完整解决方案是零部件业务增长新亮点，整体市场超 100 亿元，依靠技术优势及研发转化效率提升优势，持续增长可期；本体：疫情不改机器人市场复苏趋势，长期来看投资回收期缩短、机器换人提速。公司有望复制发那科当年市占率提升之路，抢占国产（超 5%中低端产能出清）及外资份额（库卡和安川份额收到冲击），预计 2024 年机器人收入空间可达 25 亿元。

扩张期盈利不佳，并购整合后财务报表迎来修复。2017-2019 年公司并购及研发扩张造成费用率远超行业，大大拖累利润。对比发那科快速扩张期，盈利、存货及应收周转基本一致，反映机器人企业快速扩张期正常财务表现。未来随着 1）技术整合吸收之后，研发中心及人员的高效精简；2）技术整合转化效率提高，单位研发费用支撑更大收入，预计费用率将不断降低，财务报表修复。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 25.07/28.14/32.99 亿元，增速分别为 76.3%/12.3%/17.2%；归母净利润分别为 1.52/1.71/2.15 亿元，增速分别为 130.9%、12.5%/16.1%；EPS 分别为 0.18/0.20/0.26 元，对应市盈率 106、94、75 倍，当前股价对应 2020-2022 年市盈率 106、94、75 倍。埃斯顿目前对应发那科第二估值阶段 50 倍 PE，考虑 A 股估值平均是日股估值 3 倍，目前埃斯顿估值上限在 150 倍 PE，维持“推荐”评级。

风险提示：市场复苏持续性、并购整合风险、市占率提升不达预期。

2.2、 中芯国际：需求强劲推动 Q2 高增长，先进制程占比提升筑梦未来

公司发布 2020 年二季度财报，Q2 高增长，维持“强烈推荐”评级。公司 2020Q2 业绩公告显示，公司第二季度实现营收 9.385 亿美元，同比增长 18.7%，环比增长 3.7%，实现净利润 1.38 亿美元，同比增长 644.2%，环比增长 115.0%。我们认为公司作为大陆晶圆代工龙头，凭借持续的高研发投入和资本开支，一直走在本土晶圆代工的前列，也是全球先进制程的少数玩家之一，随着产业资本和政策的大力支持以及本土供应链的协同配合，有望持续实现高于行业平均水平的增长。预计公司 2020-2022 年将实现营收 253.68/277.20/325.92 亿元；实现归母净利 18.44/19.70/22.66 亿元；以最新股本计算，对应 EPS 分别为 0.25/0.26/0.30 元/股，对应 PB 分别为 6.4X/6.3X/6.1X。考虑到公司未来的成长性和稀缺性，维持“强烈推荐”评级。

下游需求旺盛，产能利用率维持高位，看好下半年持续增长。二季度成熟技术应用平台需求旺盛，消费电子类收入增长显著，先进工艺业务稳步推进。Q2 消费电子收入占比 36.9%，环比提高 1.5%，汽车/工业 4.3%，环比提高 1.4%，产能利用率由 Q1 的 98.5%上升至 Q2 的 98.6%，收入结构的变化和产能利用率提升带动公司毛利率继续提高，Q2 毛利率 26.5%，较 Q1 提高 0.7%，较去年同期提高 7.4%。随着下半年进入消费电子旺季以及疫情得到进一步控制，下游需求将进一步增长，同时公司现在产能利用饱满，下半年资本开支预计超 40 亿美元，显著高于上半年的 21.2 亿美元，随着扩充产能将逐步释放，预计下半年收入继续增长。公司给予

2020Q3 业绩指引为收入环比增加 1%至 3%，毛利率位于 19%至 21%之间。

持续高研发投入，先进制程占比提升有望带来跨越式发展。作为大陆先进制程的追赶者，公司一直保持高水平的研发投入，2017-2019 年研发投入分别为 16.72%/19.42%/21.55%，大幅高于竞争对手，同时受益于资本的支持公司先进制程技术取得突破，并成长快速，14/28nm 制程营收占比呈现快速上升趋势，2020 年 Q2 占比 9.1%，较 Q1 提高 1.3%，较去年提高 5.3%。随着工艺的进一步成熟，先进制程占比将继续提高，展望未来三年，14nm 工艺成熟将为公司带来大量先进制程订单，同时 N+1 等更先进工艺也将逐步实现量产从而强化公司先进制程业务，公司有望实现跨越式发展。

风险提示：行业竞争加剧、先进制程研发不及预期、客户拓展不及预期。

3、 行业研究

3.1、 2020 集成电路产业政策点评：新型举国体制，多维度政策支持本土集成电路产业全力发展

8 月 4 日，国务院发布《关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》，从税收、投融资、人才、市场等多方位，对集成电路产业进行优惠和扶持。

回溯历史，此次政策力度空前、站位高远。从政策具体内容来看，对于先进制程，从过往最高 5 年免税变为 10 年免税，可谓力度空前。同时，优惠覆盖企业，从原先的集成电路生产企业，扩大至设计/软件、材料、设备到封测全产业链，且对存储器、化合物半导体类企业，作出专门的优惠安排。此外，2020 集成电路产业政策将集成电路产业的发展，从“战略新兴产业”上升至“新型举国体制”的战略高度。毫无疑问，集成电路产业，将是未来国家级科技战略体系的重要一环。

政策影响：生产型企业短期边际改善不大，利好全产业链长期发展。目前国产半导体代工企业，制程进入 28nm 以下区间的仅中芯国际一家，目前其 14nm 和 28nm 项目营收占比不足 5%，加之中芯国际等晶圆制造企业之前已经在享受五年免税的政策，因此短期对生产型企业利润影响不大。但此次将半导体设计，设备，材料，封测等领域也纳入税收减免的范围，全产业链的税费减免将显著优化整个产业链公司的盈利能力。

从中长期看，此次政策的广覆盖将降低产业整体税收负担，投融资政策在内的多种政策“组合拳”将在未来十年，给予产业中的企业充分的发展扶持。那些具有核心技术的细分龙头，将享受政策和市场的双重利好。

受益标的：晶圆制造龙头中芯国际、华虹半导体、华润微等，设计龙头韦尔股份、兆易创新、卓胜微、圣邦股份等，设备企业中微公司、北方华创，至纯科技，材料企业沪硅产业、安集科技，晶瑞股份等，封测企业长电科技、华天科技，通富微电等。

风险提示：政策实际力度不及预期，中美科技摩擦加剧。

3.2、 证券行业 2020 年 1 至 7 月概况：券商板块及指数全面强劲上行，交投活跃大幅提振公司业绩

行业简介：上市券商公布 7 月经营业绩，大部分公司单月营收、净利延续环比

和同比大幅增长。年内累计经营成果延续改善，大部分公司受益于交易、投资以及融资市场的改观，实现业绩的同比持续增长。

2020 年 7 月，沪深股票市场日均成交金额为 13,084.73 亿元，同比上升 230.00%、环比上升 81.03%。2020 年前 7 个月，两市总成交金额同比增长 51.64%。截至 2020 年 7 月 31 日，沪深两市融资融券余额达 14,248.62 亿元，同比增长 56.82%，环比增长 22.44%，较 2019 年末增长 39.79%，连续 8 个月保持在万亿规模以上。

2020 年前 7 个月，累计 IPO 金额为 2,396.35 亿元，同比增加 128.40%；累计增发募集资金金额为 4,243.54 亿元，同比增加 3.70%；累计可转债募集资金金额为 1,131.69 亿元，同比减少 29.61%。

短期观点：板块 PB 估值在超过 2 倍后有所调整，目前仍处于历史正常中枢水平；结合当前政策环境、业务发展预期、市场环境等因素，板块仍具弹性和成长空间。

长期观点：证券行业对政策和市场整体环境较为敏感。经历了前期去杠杆和金融统一监管的整治，自 2018 年 10 月起，针对证券行业的政策逐步回暖并日益激发行业活力，资本市场在服务实体经济和对外开放中的地位得到强化；证券公司也将在直接融资、要素配置、价格发现、交易流通等方面发挥专业化、市场化的中介和服务作用。

投资建议：随着资本市场优化、流动性宽松传导、市场的活跃和指数修复，以及行业改善对业绩的支撑，证券板块具备投资机会。维持行业“推荐”评级。受益标的：中信证券(600030.SH)、华泰证券（601688.SH）、中信建投（601066.SH）、海通证券（600837.SH）、招商证券（600999.SH）。

风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。宏观及行业政策带来的影响及不确定性。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

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/