证券研究报告
2020 年 07 月 29 日 星期三

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：助力内循环，国改三年行动加码在即

行业与公司

- 京新药业（002020）：定增预案落地，重点布局神经介入治疗领域
- 贵州茅台（600519）：行稳致远，直营占比持续提升
- 水井坊（600779）：库存清理告一段落，静待市场恢复

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,568.26	0.88	11.51
上证综指	3,227.96	0.71	5.83
深证成指	13,147.35	1.31	26.04
中小板指	8,753.00	1.63	31.97
创业板指	2,666.52	1.32	48.30
道琼斯工业	26,379.28	-0.77	-7.57
标普 500	3,218.44	-0.65	-0.38
纳斯达克	10,402.09	-1.27	15.93
伦敦富时 100	6,129.26	0.40	-18.74
日经 225	22,657.38	-0.26	-4.22
香港恒生	24,772.76	0.69	-12.12

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,264.00	-29.00
NYMEX 原油	40.38	0.56
COMEX 黄金	1787	7.70
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	564.2	3.00
DCE 焦炭	1871.5	-1.00
SHFE 螺纹钢	3619	46.00
CBOT 黄豆	896.6	-2.40
CBOT 小麦	492	-6.40
CBOT 玉米	343	-6.40

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	93.757	0.1082
美元/人民币	7.0566	-0.0144
欧元/人民币	7.9405	-0.0025
欧元/美元	1.12504	0.0016
美元/日元	107.449	-0.442
英镑/美元	1.24741	0.0077
美元/港币	7.7506	0.0003

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：助力内循环，国改三年行动加码在即**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251911】

事件： 国改的新时期已经到来，我们将其作为“内循环”系列研究报告的首期选题推出，希望其中的前瞻性研究能对投资有所助益。

点评： 目前，国有企业改革处于 2013 年以来的第五阶段，《国企改革三年行动方案（2020—2022 年）》的相关政策预计 10 月底前出台，今年作为国企改革三年行动启动之年，国企混改、重组整合、国资监管体制改革等方面都将进入快速推进和实质进展的新时期。

本次国改将服务于构建经济“内循环”为主的现代化经济体系，先进制造与技术服务、医药生物健康、新材料、新能源、数字创意等产业将是国有资本的重点投向，产能严重过剩行业的煤电钢类企业将进行合并重组。

重点关注新国改为经济“内循环”带来的三大作用：一是资本生产率的提升对本轮经济复苏的拉动；二是国企退出非主责主业，为其他市场主体腾出市场空间；三是，关系国家安全和国民经济命脉的重点行业和关键领域的集中度将会提升。

风险提示：下半年疫情二次爆发的风险，中美摩擦升级的风险，经济复苏或不及预期。

行业与公司

- **京新药业（002020）：定增预案落地，重点布局神经介入治疗领域**

【医药生物组 陈进 S1250517100002 021-68416017】

事件： 公司 7 月 27 日发布非公开发行预案修订稿，拟非公开发行不超过 5 亿元，不超过 5482 万股。本次非公开发行对象为京新控股，定价为 9.12 元/股。

点评： 京新控股全额认购，看好未来公司发展前景。本次定增对象由京新控股和第三期员工持股计划修改为京新控股，以现金方式认购，用于固体制剂产能建设。京新控股是发行人第二大股东，也是控股股东和实际控制人吕钢先生控股的企业。本次发行价格为 9.12 元/股。本次非公开发行完成后，京新控股及其一致行动人合计持有公司股份数量占公司总股本（发行后）的比例将超过 30%，京新控股承诺在本次非公开发行结束日起 36 个月内不转让其认购的本次非公开发行的股票，以满足豁免要约收购的要求。公司自 2018 年 5 月份以来，公司累计回购占总股本近 10%的股份，充分体现公司管理层对公司未来发展的高度自信。

仿制药业务持续发展，不断加码创新药与创新器械的研发，加快创新转型步伐。公司现有仿制药业务不断增加新产品申报与获批数量，充实壮大现有仿制药产品线，新获批品种将受益于仿制药集采政策；仿制药出口也在加速推进，目前两个产品已获得 FDA 的 ANDA 批文。在创新领域，公司布局了多个创新药与创新器械产品。目前，在研创新药品种已达 7 个，其中 5 个为精神神经类的创新药物，心脑血管与消化系统

类各 1 个；器械类在研 2 个，均为心脑血管创新器械产品。用于治疗失眠的精神类药物 EVT201 胶囊已进入 III 期临床试验，该品种是对现有（非）苯二氮卓类镇静催眠药物的重大升级产品，预计将于 2022H1 获批，将成为该领域。

引进全球创新取栓支架产品，重点布局神经介入治疗领域。公司引进以色列 Perflow 公司的具有全球创新新神经介入治疗产品 Stream TM，该产品已在欧洲上市销售。StreamTM 具有突破性的优势，采用的是生物编织技术，达到直径灵活可变控效果；结合独特显影技术实时对手术操作全程监控，可实现一次性血栓抓取并降低取栓过程中栓子脱落造成二次血栓的风险，提升治愈率及愈后效果，是对美敦力、强生、史赛克等国内外品牌取栓产品的重大革新，是一款全球创新的独特产品。公司已在国内开展 StreamTM 产品的临床试验，预计 2022H1 获批上市，有望成为国内百亿级神经介入治疗市场的重要参与者。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.63 元、0.75 元、0.96 元，对应 2020 年 20 倍 PE，低于行业可比公司平均 34 倍 PE 估值。公司有多个创新药与器械研发进入中后期，治疗失眠障碍创新药 EVT201 胶囊进入 III 期临床，具有全球创新的重磅神经介入治疗取栓支架产品进入临床，预计 2 年内获批上市，实现创新转型，大幅提高公司盈利能力。我们认为公司 30-40 倍 PE 较为合理，但短期业绩受瑞舒伐他汀钙集采丢标影响，给予公司 30 倍 PE，对应目标价 18.90 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：仿制药集采降价、创新药与器械研发低于预期。

- **贵州茅台（600519）：行稳致远，直营占比持续提升**

【食品饮料组 朱会振 S1250513110001 023-63786049】

事件： 公司 2020 年上半年实现收入 440 亿元，同比+11.3%，归母净利润 226 亿元，同比+13.3%；其中 20Q2 实现收入 196 亿元，同比+9.6%，实现归母净利润 95 亿元，同比+8.9%；符合市场预期。同时，报告期内完成基酒 4.8 万吨，其中茅台酒 3.7 万吨。

点评： 茅台酒稳健增长，直销占比快速提升。上半年茅台酒收入 393 亿元，同比+12.8%（其中 20Q2 同比+11.4%）；系列酒收入 46.5 亿元，同比-0.1%（其中 20Q2 同比-1.7%）；茅台酒继续保持良好增长态势，系列酒因疫情冲击基本与去年持平。从销售渠道来看，直销实现收入 51.5 亿元，同比+221.5%，占比 11.7%，较去年同期大幅上升 7.6 个百分点；同时环比增长显著，较一季度提升 3.8 个百分点，主因为公司加大对直营、KA 商超、电商等渠道投放量。上半年估计茅台酒报表确认量在 1.8 万吨左右，其中 Q2 为 8000 吨左右。

现金流健康增长，疫情不改强劲盈利能力。上半年销售商品现金流入 464 亿元，同比+7.2%，在疫情期间继续保持稳健增长；同时，预收账款 105.7 亿元，同比-13.8%，环比+37.1%，环比改善明显。公司毛利率同比下降 0.4 个百分点至 91.5%，税金率上升 0.7 个百分点至 12.7%；费用率下降 2.7 个百分点，其中销售费用率下降 2.4 个百分点至 2.6%。公司上半年净利率达 54.5%，同比上升 0.8 个百分点，疫情冲击不改公司强劲的盈利能力。

批价一骑绝尘，终端复苏+直营比例提升，全年目标完成无虞。1、节后疫情冲击导致茅台批价一度跌破 2000 元大关，随着疫情控制和餐饮恢复，批价持续上行，目前站稳 2500 元高位。2、当前完成年初目标情况良好，顺利实现时间过半，任务过半，公司业绩确定性和稳健性在疫情压力测试中得到进一步确认，随着 Q3 终端消费持续复苏，系列酒大概率恢复正增长，业绩弹性较大。3、预计 Q3 直销占比将进一步提升，吨价更高的非标产品投放力度加大，二者间接实现吨价提升，全年目标完成无虞。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年公司收入分别为 1011 亿元、1219 亿元、1381 亿元，归母净利润分别为 476 亿元、587 亿元、670 亿元，对应动态估值分别为 44 倍、36 倍、31 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情或对白酒产生较大冲击；经济大幅下滑风险。

- **水井坊（600779）：库存清理告一段落，静待市场恢复**

【食品饮料组 朱会振 S1250513110001 023-63786049】

事件： 公司 2020 年上半年实现收入 8.0 亿元，同比-52.4%，实现归母净利润 1.0 亿元，同比-69.6%；其中 20Q2 收入 0.75 亿元，同比-90.1%，实现归母净利润-0.88 亿元，同比-172.6%，低于市场预期。

点评： 疫情冲击下需求锐减，20H1 消化库存为主。上半年疫情冲击下消费场景停滞，公司控制发货节奏为渠道解压，二者共同作用导致业绩大幅下滑。量价来看，成品酒销量为 2367 吨，同比-43.2%，销量下滑是营收锐减的主要原因；吨单价为 34.0 万元，同比-14.1%，高档酒降幅大于中档酒。所有区域均出现明显下滑，其中中部和西部区域营收增速同比分别为-62%、-58%；东部、南部和北部区域营收下降幅度均在 40%-50%之间，公司核心产品八号和井台处于次高端核心价格带 300-500 元，受疫情影响较大。

费用率上升，盈利能力下降。20H1 公司整体费用率上升 12.5 个百分点至 51.5%，主要是营收大幅下降带来的低基数效应；其中销售费用率同比上升 4.6 个百分点，受疫情影响，上半年公司减少市场投入和产出效率较低支出，销售费用金额减少 2.5 亿元；管理费用率上升 8.8 个百分点，主因为数字化转型相关投入增加及相应的折旧摊销增加。公司毛利率基本保持不变，净利率下降 7.3 个百分点至 12.8%，拆分来看，生产中断、疫情捐赠、疫情对经营影响分别导致净利率下降-1%、1%、-5%。

渠道库存恢复健康，20Q3 有望成业绩拐点。公司 2-6 月控制发货节奏，大力去渠道库存，当前渠道库存已恢复至 18 年年中的较低水平，下半年可轻装上阵。随着疫情逐渐控制，餐饮端等消费场景稳步复苏，公司 7 月份最新发货和核心门店 5.0 签约情况均超越本月预期进度，终端动销持续环比改善。三季度为白酒消费旺季，婚宴等集中在下半年补办，公司 Q3 业绩有望大幅改善，中性偏乐观预计春节前能恢复正常水平。此外，疫情对白酒消费仍属于一次性冲击，中长期消费升级的趋势不变，此外疫情加快白酒行业洗牌，公司作为名优白酒将有望受益于市场份额集中度的提升。

盈利预测与投资建议。基于疫情对公司的影响，下调 2020-2022 年收入分别至 27.2 亿元、35.7 亿元、45.1 亿元，归母净利润分别至 5.7 亿元、8.4 亿元、11.3 亿元，对

应动态估值分别为 55 倍、38 倍、28 倍。虽然疫情短期对白酒板块，尤其是次高端板块产生较大压力，但中长期来看，白酒板块消费升级的趋势未变，消费者对名酒的需求未变，维持“买入”评级。

风险提示：疫情对行业影响或超出预期，宏观经济大幅下滑风险。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-07-02	11,903.15	6,242.48	5,660.67	11,550.11	1,174.51	1,046.02	128.50	353.04	38.23
2020-07-01	11,762.77	6,177.88	5,584.89	11,421.61	1,036.89	929.02	107.87	341.16	38.38
2020-06-30	11,637.68	6,117.66	5,520.02	11,313.74	863.43	741.78	121.65	323.94	36.34
2020-06-29	11,502.48	6,057.47	5,445.02	11,192.09	707.50	620.63	86.88	310.39	35.74
2020-06-24	11,416.25	6,017.08	5,399.17	11,105.22	687.07	737.77	-50.70	311.03	35.38

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 7 月 29 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
华丰股份	605100			20200729	20200729		
天正电气	605066			20200729	20200729		
冠盛股份	605088	4,000	15.57	20200805	20200805		
沪光股份	605333	4,010	5.3	20200806	20200806		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 7 月 29 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
300482	万孚生物	2020-07-27	7.56	0.02%	0.02%	股权激励限售流通
603887	城地股份	2020-07-27	381.02	1.42%	1.01%	股权激励限售流通
603429	集友股份	2020-07-27	2,603.90	7.51%	6.85%	增发 A 股法人配售上市
002860	星 帅 尔	2020-07-27	41.65	0.21%	0.21%	股权激励限售流通
300658	延江股份	2020-07-27	50.25	0.34%	0.33%	股权激励限售流通
300680	隆盛科技	2020-07-27	4,987.46	64.86%	37.29%	发行前股份限售流通
603383	顶点软件	2020-07-27	96.61	0.58%	0.57%	股权激励限售流通
300388	国祯环保	2020-07-27	10,979.00	19.27%	16.16%	增发 A 股法人配售上市
300474	景 嘉 微	2020-07-27	128.20	0.48%	0.43%	股权激励限售流通
603283	赛腾股份	2020-07-27	727.27	17.42%	4.13%	增发 A 股法人配售上市
600487	亨通光电	2020-07-28	4,336.04	2.33%	2.22%	增发 A 股法人配售上市
300542	新晨科技	2020-07-28	102.09	0.34%	0.34%	股权激励限售流通
603063	禾望电气	2020-07-28	16,470.00	63.46%	38.24%	发行前股份限售流通

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
603679	华体科技	2020-07-29	35.40	0.25%	0.25%	股权激励限售流通
603603	博天环境	2020-07-29	450.38	1.79%	1.08%	增发 A 股法人配售上市
603613	国联股份	2020-07-30	6,914.96	135.44%	33.87%	发行前股份限售流通
300232	洲明科技	2020-07-30	569.85	0.61%	0.58%	延长限售锁定期流通
300480	光力科技	2020-07-31	979.05	4.09%	3.93%	增发 A 股法人配售上市
300227	光 韵 达	2020-07-31	4,953.14	12.37%	11.01%	增发 A 股法人配售上市
603233	大 参 林	2020-07-31	52,393.97	395.72%	79.83%	发行前股份限售流通

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 7 月 29 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn