东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 29 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

策略专题：二季度基金持仓行为分析

事件

2020 年上半年公募基金新增规模迎来爆发式增长：2020 年上半年偏股主动型基金（普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金）共发行 199 只，发行规模达 5177 亿份，平均每一只基金发行份额达到 27.39 亿份。与去年同期相比发行只数同比增加 43%，发行规模同比增长 380%。（2019 年上半年发行偏股型 139 只，总规模达 1080 亿份）。在这其中受到 2 月市场强劲反弹的利好，2 月发行份额达到 1369 亿份的高峰。

固收金工

固收点评：生产销售恢复增速持续加快，企业盈利维持向好态势

2020 年 7 月 27 日，国家统计局公布 2020 年 1-6 月工业企业利润：2020 年 1-6 月，全国规模以上工业企业利润总额 25114.9 亿元，（可比口径）同比增速收于-12.8%。随着生产需求的加快恢复，成本端压力下降，库存持续减少，企业经营逐渐好转，工业企业利润降幅再次收窄。

行业

汽车行业深度报告：座舱第三屏 HUD，赋能驾驶新体验

2025 年 245 亿 HUD 行业市场红利受益者：1）国内老牌汽车电子制造业龙头，HUD 行业领先企业【华阳集团】。2）供给 HUD 光学反射成像专用汽车前挡风玻璃专利到期，成本下将，HUD 量产，ARHUD 发展有望拓宽市场，量价齐升，受益标的【福耀玻璃】。

推荐个股及其他点评

爱博医疗（688050）：眼科器械的创新型企业

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 2.44 亿，3.51 亿和 4.61 亿元，归母净利润分别为 1.12 亿、1.52 亿和 1.98 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07 元、1.45 元和 1.89 元。发行价对应估值分别为 31X、23X 和 18X。考虑到公司人工晶状体受益于行业持续增长和带量采购，预计仍将保持高速增长；公司角膜塑形镜处于放量增长前期，后续增长空间大，建议投资者积极关注。

昂利康（002940）：业绩符合预期，两大核心品种增长强劲

公司公布 2020 年半年报：实现收入 6.08 亿元，同比下降 18.73%；实现归母净利润 8507 万元，同比增长 30.46%；实现扣非归母净利润 6495 万元，同比增长 10.12%；实现经营性现金流净额 1.02 亿元，同比增长 4.84%。

思源电气（002028）中报点评：盈利大幅改善、外延继续开拓

中报营收同比+21.5%、利润同比+139.8%。2020 年半年报，实现营业收入 29.31 亿元，同比+21.52%；实现归属母公司净利润 4.61 亿元，同比+139.79%。公司预计 Q1-3 盈利 7-9 亿，同比

+70.6%~119.3%。

宏观策略

策略专题：二季度基金持仓行为分析

事件

2020 年上半年公募基金新增规模迎来爆发式增长：2020 年上半年偏股主动型基金（普通股票型基金、偏股混合型基金和灵活配置型基金）共发行 199 只，发行规模达 5177 亿份，平均每一只基金发行份额达到 27.39 亿份。与去年同期相比发行只数同比增加 43%，发行规模同比增长 380%。（2019 年上半年发行偏股型 139 只，总规模达 1080 亿份）。在这其中受到 2 月市场强劲反弹的利好，2 月发行份额达到 1369 亿份的高峰。

观点

上半年偏股主动型基金的收益维持高位：偏股主动型基金从 20 年 1 月至 20 年 6 月底的收益中位数达到 18%，受到牛市行情启动的影响，自 20 年 1 月至 7 月 24 号收益中位数达到 27.4%，逼近去年全年 36.2%的水平。这一收益水平在过去 10 年来看排名第三，处于历史高位水平。公募基金收益的高企主要是由于成长股的结构性性行情所贡献的，创业板指数 1-7 月涨幅达到 46.1%，而上证指数仅有 4.8%。

消费板块在二季度仓位提升幅度最大：消费股持股规模的占比从 Q1 的 42.2%提升至 Q2 的 47.4%。TMT 板块在二季度仓位提升幅度次之。TMT 二季度持股规模占比从 Q1 的 26.3%提升至 28.3%。周期股在二季度持股仓位触底反弹。周期板块在二季度持仓规模占比从 Q1 的 14.3%提升至 Q2 的 15.6%。金融地产二季度仓位下降，金融地产板块二季度持仓规模占比从 Q1 的 11.8%下滑至 Q2 的 7.5%。

从偏股主动型基金持股市值占比的加仓占比变动来看：电子（2.9%）、医药生物（2.5%）、电气设备（1.7%）、休闲服务（1.4%）和化工（0.9%）行业环比一季度市值持仓占比提升幅度排名前五。建筑材料（-0.8%）、通信（-0.9%）、农林牧渔（-1.3%）、房地产（-1.7%）和银行（-1.8%）行业市值持仓占比在二季度下滑幅度排名前五。

从偏股主动型基金持股市值占比的绝对值来看：医药生物（20%）、电子（14.4%）、食品饮料（13.9%）、计算机（7.5%）和传媒行业持股市值绝对值占比排名前五。而排名倒数五名的行业为综合（0.5%）、建筑装饰（0.3%）、采掘（0.2%）、纺织服装（0.2%）和钢铁（0.1%）。

机构分歧度高的股票表现相比一致看好的股票表现更好：剔去行业收益、市场平均收益后，分歧度高的重仓股组合表现更好。我们认为这主要由于一致看好的重仓股已经充分吸收利好消息，上涨空间有限，且存在抛出压力。在基本面较好的前提下，分歧度高的股票仍然保留溢价空间。统计每一期分歧度高和一致看好的重仓股平均收益（剥离行业后的超额收益）：2014Q1-2019Q3 区间样本中分歧度高的股票在 23 次中 16 次战胜一致看好的股票，胜率 70.0%

资金抱团趋势进一步上升：市值排名前 10 占所有基金重仓股市值占比从 2020Q1 的 22%爬升至 2020Q2 的 24.5%，市值排名前 100 占所有基金重仓股市值占比也从 67%上升至近 70%。资金的抱团行为更为集中，推升了龙头个股的估值中枢。目前持股规模前 10 名的个股估值已超过 2015

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年高峰水平，而上证和创业板目前市盈率分别为 15 倍和 59 倍，和 2015 年牛市时期 21 倍和 142 倍的估值相比仍然具有较大的差距。资金抱团集中将估值进一步拉高，龙头个股出现了显著的估值溢价。

风险提示：本报告基于 wind 数据统计，不构成投资建议。疫情蔓延超预期造成企业业绩下滑。货币收紧幅度超预期。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

固收金工

固收点评：生产销售恢复增速持续加快，企业盈利维持向好态势

事件

数据公布：2020 年 7 月 27 日，国家统计局公布 2020 年 1-6 月工业企业利润：2020 年 1-6 月，全国规模以上工业企业利润总额 25114.9 亿元，（可比口径）同比增速收于-12.8%。

观点

生产需求加快恢复，企业盈利维持向上增幅。2020 年 1-6 月工业企业利润降幅持续收窄，企业效益状况继续改善，6 月利润增速持续上涨，同比增长 11.5%，相比于 5 月份上升 5.5 个百分点。具体分析其原因有三：一、随着疫情常态化防控和经济社会发展两手抓政策的落实，有效遏制了疫情二次大规模爆发的风险，促进企业复工复产复商复市的扎实推进，6 月规模以上工业增加值同比增长 4.8%，比上月加快 0.4 个百分点。二、需求方面持续回暖，消费稳步修复，社零增速同比收窄，进出口双双实现由负转正，全球唯一实现正增长；基建投资持续上涨，得益于‘积极的财政政策要更加积极有为’，专项债的发行推动基建投资维持复苏态势；地产投资实现由负转正，持续回暖。三、价格端降幅继续收窄，工业品购进价格和出厂价格下行压力有所缓解，回落幅度收窄。从具体行业来看，上游行业利润保持下降趋势，煤炭开采和洗选业增速与上月持平，收于-31.2%；中下游行业中石油加工、电力、化工、钢铁等重点行业利润回暖明显，电力、热力生产和供应业、化学原料和化学制品制造业和石油、煤炭及其他燃料加工业增速分别为-9.5%、-32.2%、-124.1%，分别较前值回升 10、6.4、43.3 个百分点，通用设备延续增长，通用设备制造业增速收于-1.1%，较前值回升 5.4 个百分点。

成本端压力下降，利好企业经营。1-6 月公布的数据显示，1-6 月规模以上工业企业实现营业收入增速收于-5.2%，较前值回升 2.2 个百分点。1-6 月营业成本增速收于-4.7%，较前值回升 2.1 个百分点。量化来看：2020 年 1-6 月每百元营业收入中的费用与成本累计值为 93.61 元，同比增加 0.65 元。1-6 月规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.56 元，同比增加 0.42 元，6 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 0.22 元，为今年以来首次出现下降，企业经营持续好转。

企业杠杆与上月持平，股份保持不变、外资、私营略微抬升。6 月规模以上工业企业资产负债率为 56.9%，同比降低 0.1 个百分点，与 5 月末持平。其中，国有控股企业和股份制企业较上月均保持不变，分别收于 57.5%，58%；外资企业回升 0.2 个百分点，私营企业升幅有所回落，较上月减少

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上升 0.2 个百分点。按不同行业来看，采矿业资产负债率为 59.4%，与 5 月末回落 0.2 个百分点；制造业资产负债率收于 56.2%，较 5 月末回升 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业收于 59.3%，较 5 月末回升 0.1 个百分点。

需求回升速度加快，库存压力持续下降。6 月工业企业产成品库存增速收于 8.3%，增速较 5 月末回落 0.7 个百分点。1-6 月规模以上工业增加值同比增速收于-1.3%，降幅较 1-5 月收窄 1.5 个百分点。6 月产成品存货周转天数 20.0 天，同比增加 2.5 天；应收账款平均回收期 58.6 天，同比增加 8.8 天。周转天数、回款天数增幅较上月减少，减缓企业经营压力。综合生产和库存情况来看，市场需求恢复速度加快，基建、地产、消费等数据稳步回暖，促使 6 月份库存延续好转。

风险提示：海外疫情恢复不及预期；外需承压。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业深度报告：座舱第三屏 HUD，赋能驾驶新体验

投资要点

HUD 技术从何升级而来？

HUD，又称抬头显示，其技术源于飞行器辅助仪，为降低低头看仪表的频率，提升驾驶体验。HUD 核心技术原理：控制处理单元将车机数据、车况信息传输至投射单元，经过光学反射或折射投影至驾驶员视线前方特定的显示屏幕上，最终反馈到驾驶员眼中。HUD 包括信息控制处理单元和投影显示单元，投影信息主次清晰，驾驶员更易获取信息，从而提升驾驶体验。HUD 技术沿 CHUD-WHUD-ARHUD 不断升级，核心驱动因素为 1）降低低头看仪表频率，有利于驾驶员集中注意力；2）智能驾驶过程中提供辅助交互，提升行车安全性。WHUD 是现阶段的主流产品，HUD 投影技术路径包括 TFT 以及 DLP 两类，未来 DLP 将以高分辨率配合 ARHUD 助力自动驾驶，保障行车安全。

HUD 市场规模有多大？

基于成本降低+安全娱乐需求推动下游主机厂积极搭载 HUD 产品，渗透率有望加速提升。ARHUD 自 2021 开始逐步进入市场，随成本降低市场规模迅速扩大，CHUD 自 2020 年开始市场规模逐渐萎缩，2024 年完全退出市场，WHUD 市场规模 2023 年开始维稳，ARHUD 未来将贡献主要增量。2020 年国内 HUD 市场规模达 65.6 亿元，同比增长超 300%；到 2025 年市场规模预计达 244.8 亿元，复合增速超 50%，其中 WHUD 和 ARHUD 占据主要市场，比例分别为 60%/20%。

HUD 竞争格局如何演绎？

国内 HUD 供应商以华阳集团为第一阵列，泽景电子凭借布局较早和技术积累追赶机会较大。华阳集团作为汽车座舱 Tier1 级供应商，凭借良好的客户结构，随着配套长城哈弗 H6 的前装量产，有望快速突破其他主机厂获取订单。泽景电子作为初创企业，凭借布局较早，技术积累较为丰厚，客户方面包括长城、奇瑞、东风日产等。水晶光电、未来黑科技、京龙

请务必阅读正文之后的免责声明部分

睿信、点石创新为第二阵列，京东方、衍视科技、疆程技术为第三阵列，途行者、乐驾车萝卜等后装市场供应商为第四阵列。全球 HUD 我们重点参考了佐思产研分析数据。2016 年全球 HUD 前五大供应商集中度为 95%：日本精机（55%）、大陆（18%）、电装（16%）、伟世通（3%）和博世（3%）。

谁能受益 HUD 行业红利？

2025 年 245 亿 HUD 行业市场红利受益者：1）国内老牌汽车电子制造业龙头，HUD 行业领先企业【华阳集团】。2）供给 HUD 光学反射成像专用汽车前挡风玻璃专利到期，成本下将，HUD 量产，ARHUD 发展有望拓宽市场，量价齐升，受益标的【福耀玻璃】。

风险提示：全球疫情控制进展低于预期；乘用车行业需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

推荐个股及其他点评

爱博医疗（688050）：眼科器械的创新型企业

投资要点

投资逻辑：公司即将登陆科创板，是目前国内少有的眼科医疗器械领域投资标的。公司作为目前国内人工晶状体市场仅有的几家国产厂商，市场竞争力较强；且公司的角膜塑形镜处于市场推广前期，有望迎来快速增长。

人工晶状体：行业稳步增长，带量采购有望加快进口替代。人工晶状体是公司主要收入来源，近三年一直保持高速增长，年复合增长率达到 65.6%，未来成长空间仍大，主要有以下原因：1）白内障患病率随年龄增长而提高，中国老龄化进程促使患病人数不断增多；2）尽管近年来中国白内障手术增长较快，但离发达国家仍有较大差距，预计未来将随着中国眼科医疗资源的丰富以及居民可支配收入增加而快速提升，从而推动人工晶状体行业不断扩容，预计未来五年行业增速仍有 10%。3）目前人工晶状体市场外资仍占据主导地位，国产份额不足 20%，随着带量采购的进一步推广，公司有望扩大市场份额。我们认为，随着人工晶状体行业的持续扩容以及进口替代的进行，公司产品有望在未来三年内保持 20%以上的复合增长。

角膜塑形镜：潜在重磅品种，有望快速放量。中国青少年近视率高，总近视率超过一半，约有 1 亿的青少年是近视患者。角膜塑形镜可以有效延缓近视进程，行业空间广阔，考虑到渗透率的提升，预计 2025 年角膜塑形镜市场空间将超过 46 亿元。公司是国内第二家拿到角膜塑形镜注册证的生产企业，产品正处于放量前期阶段。同国内外已有的角膜塑形镜品牌相比，公司产品具有竞争优势。我们认为，借助公司在眼科医疗器械领域的渠道和品牌优势，未来三年内角膜塑形镜有望快速占领市场，2022 年销售收入超过 1 亿元，成为公司另一大收入来源

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 2.44 亿，3.51 亿和 4.61 亿元，归母净利润分别为 1.12 亿、1.52 亿和 1.98 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.07 元、1.45 元和 1.89 元。发行价对应估值分别为 31X、23X 和 18X。考虑到公司人工晶状体受益于行业持续增长和带量采购，预计仍将保持高速增长；公司角膜塑形镜处于放量增长前期，后续增长空间大，建议投资者积极关注。

风险提示：集采降价超预期风险；市场竞争加剧风险；新品推广不及风险；新冠疫情出现反复风险。

（证券分析师：朱国广　研究助理：刘闯）

昂利康（002940）：业绩符合预期，两大核心品种增长强劲

投资要点

1、公司公布 2020 年半年报：实现收入 6.08 亿元，同比下降 18.73%；实现归母净利润 8507 万元，同比增长 30.46%；实现扣非归母净利润 6495 万元，同比增长 10.12%；实现经营性现金流净额 1.02 亿元，同比增长 4.84%。

2、业绩基本符合预期，苯磺酸左氨氯地平和 alpha 酮酸原料药两大核心产品增长强劲。Q2 单季度来看，实现归母净利润和扣非归母净利润分别为 4329 万和 3679 万（差别主要在于政府补助），同比增速分别为 37%和 19%，较一季度增速显著加快，业绩基本符合预期。分产品来看，制剂实现收入 5.4 亿元，同比下降 3.49%，主要系受到疫情影响，公司部分抗生素制剂产品在医院和诊所端销售出现下滑；原料药收入 6303 万元，同比下降 65%，主要系江苏悦新停产带来中间体和头孢类原料药的销售下降。但是苯磺酸左氨氯地平片和α-酮酸原料药两大核心品种增长强劲，分别实现收入增长 23.3%和 45.84%，这两个产品盈利性较好，因此在收入下滑的情况下净利润依然增速良好。

3、2019 年业绩低点已过，预计未来三年净利润年复合增速不低于 35%。2020-2021 年，制剂存量核心品种一致性评价通过后产品放量，江苏悦新复产带来原料药和中间体业务改善（中间体和原料药合计减亏 5000 万以上），alpha 酮酸特色原料药的一期产量爬坡；2022 年以后，新型制剂（alpha 酮酸片等）逐渐获批（数倍收入空间打开），alpha 酮酸特色原料药二期产能释放（产能提高到 750 吨），公司收入结构得到极大优化。

4、盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的收入分别为 16 亿、19 亿、25 亿元，增速分别为 14.5%、19.4%、30%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.62 亿、2.20 亿、2.96 亿元，增速分别为 44%、36%、35%，净利润三年复合增速高达 38%，预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.80 元、2.44 元、3.29 元，当前股价对应估值分别为 37X、27X、20X。考虑公司 1、制剂业务充分受益于一致性评价和在研产品获批后带来的较大弹性；2、原料药业务江苏悦欣复产和阿尔法酮酸产能释放带来的收入增长，参考可比公司估值和增速，维持“买入”投资评级。

5、风险提示：公司产品销售不及预期；江苏悦新复产进度不及预期；产品研发进度不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：朱国广）

思源电气（002028）中报点评：盈利大幅改善、外延继续开拓

投资要点

中报营收同比+21.5%、利润同比+139.8%。2020 年半年报，实现营业收入 29.31 亿元，同比+21.52%；实现归属母公司净利润 4.61 亿元，同比+139.79%。公司预计 Q1-3 盈利 7-9 亿，同比+70.6%~119.3%。

思源上半年订单逐月改善，收入端多点开花。公司上半年新签订单增速持平，其中国内累计新签订单（不含税）30.5 亿、同比+8%，逐季改善趋势明显。7 月初公司中标国网第三次变电设备、第一次协议库存集招（不含税）金额 9.48 亿超预期；其中 GIS 中标 4.4 亿、市占率 16.2%有所提升，份额向头部集中持续得到验证。20H1 分产品看，开关类产品销售 13.9 亿，同比+39.6%，线圈类产品销售 6.4 亿，同比+18.5%，无功补偿类销售 3.9 亿，同比+39.7%，智能设备类销售 2.8 亿，同比+11.4%，均实现快速增长。

电力设备产品招标价格改善，毛利率提升超预期。19 年起思源核心产品 GIS 等招标价格快速提升。2020H 公司毛利率为 34.24%，同比上升 4.95pct，Q2 毛利率 34.20%，同比上升 5.00pct，环比下降 0.14pct。其中，开关类产品（包括 GIS、隔离开关、断路器等）毛利率同比上升 6.4pct 至 36.0%，上升幅度最大；线圈类产品毛利率提升 5.4pct 至 37.4%，无功补偿类产品毛利率提升 13.1pct 至 32.6%。

费用控制下期间费用率大幅下降。公司 2020H 费用同比下降 7.64%至 4.53 亿元，期间费用率下降 4.88 个百分点至 15.46%。其中，销售、管理、研发费用分别同比下降 4.09%、下降 18.89%、上升 1.34%至 2.46 亿元、2.18 亿元、1.54 亿元；费用率分别下降 2.25、下降 2.13、下降 1.05 个百分点至 8.41%、7.43%、5.26%。

参股电力芯片公司二次涉足集成电路，外延拓展再下一城。公司拟以 6000 万参股芯云科技，预计持有 10.16%股权，再次布局集成电路产业，芯云科技产品包括 HPLC/BPLC（高速/宽带电力线载波通信）芯片、RF-HPLC（无线射频/高速电力线载波通信）芯片及电网稳定装置领域的 ADC 芯片、电池组管理系统（EBMS）芯片等，19 年营收 0.86 亿、利润 925 万。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-22 年归母净利润分别至 11.6 亿、14.2 亿、17.3 亿，同比+108.0%、+22.4%、+21.6%，对应现价 PE 分别 16 倍、13 倍、11 倍，给予目标价 33.7 元，对应 2021 年 18 倍 PE，“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，电网投资不及预期

（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