东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 28 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。

固收深度报告：城投系列六之南通城投平台梳理与比较

报告摘要

我们对南通市及下辖区县的经济、财政收支、债务状况进行分析对比，梳理南通市 37 家城投平台的层级、风险，以及对外担保、授信、在建项目等情况，通过对南通市本级及其区县当地财政情况以及各城投平台营收、债务等情况的梳理来帮助投资者选择优质城投平台。我们发现，南通市城投平台发行的城投债收益率水平整体高于全国城投债一般水平，投资者可以选择核心平台发行的中长期 AA 级和 AA+级城投债，特别是 AA5Y 的城投适当进行配置以博取资本利得。

行业

电子烟行业专题：【东吴社服·汤军】从思摩尔看电子烟黄金时代

烟草行业迎变革，电子烟的黄金时代；传统烟草持续下滑，电子烟驱动烟草新增长；政策风向风云变幻，或将推动行业集中度提升；电子雾化设备：电子烟核心组件，医用场景或迎新机遇；思摩尔：电子雾化领域领导者，盈利表现亮眼；从思摩尔观蒸汽型电子烟产业链；上游原材料价格下降释放中游利润空间；研发实力打造中游产品力，构筑护城河；下游渠道为王，全球销售网络助力规模扩张；蒸汽型电子烟外，加热不燃烧（HNB）发展或加速

电影行业复工首周跟踪：渠道复工态度积极但预计初期仍会亏损，未来三月有望加速恢复

首周渠道复工情况整体较为积极，有助于头部影片定档上映，当前行业处于基本面触底反弹阶段，后续修复值得期待。内容侧建议密切关注新片排片上映节奏，推荐：光线传媒、猫眼娱

乐，建议关注：中国电影、华谊兄弟。渠道侧，我们预计乐观情况下伴随着疫情的改善，行业有望迎来一轮业绩及估值的修复，且疫情进一步加速中小影院出清，行业集中度也有望进一步提升。推荐：万达电影，建议关注：横店影视、上海电影。

医药生物行业：第三轮药品集采，对医药行情影响有限

建议关注：1）医疗器械：医疗设备：迈瑞医疗、万东医疗；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；2）原料药：华海药业、仙琚制药；美诺华等；3）疫苗：康泰生物、智飞生物等；4）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等，BIOTECH 类公司，信达生物、君实生物等；5）医疗服务：美年健康、爱尔眼科等；6）药店：大参林、老百姓、益丰药房等。

工控行业深度报告：春寒料峭处，百花齐放时

疫情后工控行业重回复苏轨道，开启 2-3 年复苏周期；同时内资进口替代加速，龙头体现出极强的经营α，同时二线工控公司崛起、值得重视，首推工控龙头汇川技术（工控高增、电机电控收获成效）、核心元器件（继电器）宏发股份（高压直流高增长、主业边际改善），推荐麦格米特（电力电子平台企业布局见成效、业务多点开花）、信捷电气（内资 PLC 龙头，受益行业高景气），关注雷赛智能（步进系统龙头、伺服开始拓展）。

环保工程及服务行业周报：政策频出带动新能源环卫车需求释放，国家管网公司起航在即加速天然气市场化改革

公共领域新能源用车政策频出，新能源环卫装备需求加速释放。近期，国家和地方纷纷发布新能源用车政策。1）国家层面，工信部提出，a）全面推广使用新能源汽车，到 2025 年新能源汽车销售占比达到 25%左右，智能网联汽车新能源销量占比达到 30%；b）推动公共领域车辆电动车化，支持新能源汽车在市政环卫等领域示范应用。

推荐个股及其他点评

埃斯顿（002747）：工业机器人市场迎复苏，产业协同助力公司成长加速

公司是国内领先的高端智能机械装备企业，主业数控机床的持续放量，拳头产品交流伺服及成套设备产品的不断完善。我们看好公司并购标的在未来带来的协同效应，看好研发实力提升带来的产品质量的飞跃，有望在未来逐渐占领国内工业机器人市场。预计公司 2020-2022 年净利润为 0.7/0.8/1.1 亿元，对应 PE 为 190/160/123 倍，维持“增持”评级。

东方财富（300059）：中报业绩超预期，看好长期发展空间

盈利预测与投资评级：随公司可转债进入转股期，资本实力增强后证券业务将进一步扩张，叠加基金上线流量变现第三层级加速启动，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 38.2、48.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。

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）

固收深度报告：城投系列六之南通城投平台梳理与比较

报告摘要

我们对南通市及下辖区县的经济、财政收支、债务状况进行分析对比，梳理南通市 37 家城投平台的层级、风险，以及对外担保、授信、在建项目等情况，通过对南通市本级及其区县当地财政情况以及各城投平台营收、债务等情况的梳理来帮助投资者选择优质城投平台。我们发现，南通市城投平台发行的城投债收益率水平整体高于全国城投债一般水平，投资者可以选择核心平台发行的中长期 AA 级和 AA+级城投债，特别是 AA5Y 的城投适当进行配置以博取资本利得。

区域特征：南通，江苏省地级市，长江三角洲中心区 27 城之一。南通是扬子江城市群的重要组成部分、上海大都市圈北翼门户城市、中国首批对外开放的 14 个沿海城市之一。南通下辖 3 区（崇川区、港闸区、通州区）、1 县（如东县）、代管 4 县级市（启东市、如皋市、海门市、海安市）。2019 年末户籍人口 759.8 万人，常住人口达 731.8 万人。

经济与财政：2019 年 GDP 为 9383.4 亿元，名义增速为 6.2%；19 年人均 GDP 为 12.83 万元。19 年一般公共预算收入 619.3 亿，同比增长 2.2%；其中税收收入占比 81.96%；一般公共预算支出 972.8 亿，同比增长 10.9%，财政自给率为 63.33%。政府性基金收入 948.3 亿，同比增长 14.5%。各下辖区域横向对比来看，大部分地区 2019 年 GDP 增速在 6%以上，其中如东县、海安市和南通经开区增速排名靠前。地方财政方面，南通经开区、港闸区和崇川区预算收入增速排名靠前，公共预算收入同比下降的地区有 2 个，分别是通州区和启东区。从财政收入来源看，全市一般公共预算收入中税收占比总体为 77.01%，高于 80%的区县共有 7 个，分别为如皋市、如东县、启东市、南通市、海门市、海安市、港闸区和崇川区，财政收入稳定性较强。从财政自给率来看，全市总体水平为 63.66%，其中南通经开区自给率为全地区中最高，如东县财政自给率低于 50%。

债务情况：19 年末南通市地方债务余额 1562.7 亿元，地方债务余额/GDP 为 16.65%。考虑发债城投有息负债作为隐性债务的替代变量，南通市城投有息负债为 1445.5 亿，（地方政府债余额+城投有息债务）/GDP 为 32.06%。南通市存量债券余额最多的城投公司为启东市城市建设投资开发有限公司，存量债券为 95.23 亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利差情况：以南通市城投债的发行规模为权重计算各类南通市城投债的加权平均收益率，并与相同期限相同评级的中债城投债收益率比较，发现南通市平台发行的城投债收益率整体高于全国城投债，其中 AA5Y 的利差最大。AA+3Y 和 AA+4Y 的等级利差较高，有较为充足的下行空间。中期 AA 级和 AA+级城投债，特别是 AA5Y 的城投值得投资者关注。

南通市各城投平台营运情况和地位分析梳理。南通市各城投平台对外担保、银行授信、政府补助、在建项目规模尚需资金、股东背景与地位等情况进行梳理与对比。

风险提示：宏观经济整体下行时，财政收入增速下行压力加大，注意宏观经济波动造成的系统性风险和各地方政府的债务压力。

（证券分析师：李勇）

行业

电子烟行业专题:【东吴社服·汤军】从思摩尔看电子烟黄金时代

传统卷烟销量持续下滑，电子烟成全球烟草市场新增长点。电子烟可分为蒸汽型电子烟和加热卷烟两大类。根据 Frost & Sullivan 统计，蒸汽型电子烟市场从 14 年的 124 亿美元增长至 19 年的 367 亿美元，预期 2024 年市场份额将达到 1,115 亿美元，市占率可达 9.3%；加热卷烟 19 年全球销售额达到 171.3 亿美元，预计 2024 年 HNB 市场可达到 277 亿美元，市场空间同样广阔。随着电子烟渗透率不断提升，将成为烟草市场的重要一环。

从思摩尔上市看蒸汽型电子烟产业链，优质产品力构筑护城河:

上游主要为电池、芯片等组件，思摩尔通过长期合作打造良好供应体系，并引入亿纬锂能产生协同效应，同时在上游原料价格下跌背景下，利润率提升空间充分释放。

中游制造商通过技术实力打造优质产品，构建竞争壁垒。以思摩尔为例，推出独家 FEELM 含陶瓷雾化芯技术，通过高端含陶瓷雾化设备的推出，实现产品矩阵的升级，毛利率自 17 年的 27%提升至 19 年的 44%，形成护城河。

下游渠道为王，销售网络布局助力规模迅速提升。以思摩尔为例，在全球拥有 260 家分销商，同时与日本烟草、奥驰亚子公司、英美烟草子公司、悦刻等大客户深入合作，迅速扩张形成规模效应，17-19 年分别实现收入 15.7/34.4/76.2 亿元，CAGR 达到 120%；实现净利 1.9/7.3/21.7 亿元，CAGR 达到 239%。

加热不燃烧（HNB）产品发展或加速：IQOS 取得 FDA 的 MRTP 认证，或助力 HNB 产品加速扩张；同时国内中烟公司旗下四川中烟、云南中烟等纷纷发布 HNB 产品并开设线下体验店。HNB 市场有望加速发展，并带动烟用香精、烟草薄片需求量迅速增加，驱动【华宝国际】等相关企业业绩提升。

投资建议：健康关注度提升及政策限制推动新型烟草发展，思摩尔上市带动电子烟关注度提升，建议持续关注产业链龙头，包括全球雾化设备龙头【思摩尔】；锂电行业龙头并持有思摩尔 33%股权的【亿纬锂能】;

请务必阅读正文之后的免责声明部分

烟用香精龙头及拥有烟草薄片生产资质的【华宝国际】；IQOS 精密件二级供应商【盈趣科技】；小米生态新型烟草主渠道、云南中烟合作商【劲嘉股份】

风险提示：政策不确定性风险；贸易摩擦风险加剧；成本上升风险；宏观经济波动风险。

（证券分析师：汤军）

电影行业复工首周跟踪：渠道复工态度积极但预计初期仍会亏损，未来三月有望加速恢复

投资要点

截止 7 月 25 日复工 45.7%，渠道复工态度积极。7 月 20 日，国内疫情低风险地区电影院正式开放营业，复工首日全国共开放 1326 家影院，复工率达 12.1%。截至 7 月 25 日共有 5013 家影院开放，复工率达到 45.7%，山东、江西、湖南、浙江等城市复工率均已达到六成以上。在国内疫情风险得到控制的情况下，以第一周复工速度，我们预计一个月内影院市场有望基本实现复工。

票房方面，截止 7 月 25 日，复工后全国总票房达到 7469 万元，单日票房最高恢复至去年同期的 9.5%，平均恢复至去年同期的 6.5%，略高于日、韩两国影院复工首周 3.69%、5.50%的票房恢复情况。

票价及排片场次拖累明显，我们判断开工首周影院普遍亏损。全国单影院每日排片场次较去年同期可比下降超过 50%，平均票价下降超过 30%。我们测算首周平均单日票房收入仅能覆盖 19%的成本，预计首周影院运营整体仍面临较大的亏损压力。

预计 8 月至 10 月有望成为国内票房加速恢复期。参照亚洲日、韩两国复工情况，开放一个月后，受新影片刺激，票房最高恢复至同期两成。我们预计国内影院复工一个月后，随着头部新片上映和复工工作推进，票房增长将有所突破，在七夕、国庆两档的推动下，预计我国影院票房在 8 月至 10 月之间进入加速恢复期。

预计全年票房约 154 亿，同比下降 76%。行业内普遍判断 3-6 个月的恢复期后，观影状态能基本恢复，预计主要头部影片大概率在 2020 年 11 月至 2021 年 2 月期间定档。假设 8 月综合票房恢复至同期的 30%，后续逐月递增，6 个月恢复至 80%，估算全年票房约 154 亿，较去年减少 487 亿元票房，同比下降 76%。

投资建议：首周渠道复工情况整体较为积极，有助于头部影片定档上映，当前行业处于基本面触底反弹阶段，后续修复值得期待。内容侧建议密切关注新片排片上映节奏，推荐：光线传媒、猫眼娱乐，建议关注：中国电影、华谊兄弟。渠道侧，我们预计乐观情况下伴随着疫情的改善，行业有望迎来一轮业绩及估值的修复，且疫情进一步加速中小影院出清，行业集中度也有望进一步提升。推荐：万达电影，建议关注：横店影视、上海电影。

风险提示：疫情反复、新片上线节奏低于预期、内容审批风险。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

医药生物行业：第三轮药品集采，对医药行情影响有限

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

上周生物医药指数上涨 0.80%，板块表现优于沪深 300 的 0.86%的跌幅，维持强趋势

上周、年初至今生物医药指数涨幅分别为 0.8%、50.23%，分别跑赢沪深 300 的 1.66 个百分点和 40.25 个百分点；上周疫苗、中药、医疗服务等表现较为强势，医疗器械、化药及医药商业调整幅度较大；上周涨幅前三威尔药业（+35%）、海辰药业（+32%）、贝瑞基因（+32%），跌幅前三赛诺医疗（-17%）、伟思医疗（-16%）、通化东宝（-16%）。涨跌表现特点：疫苗板块关注度高、持续强势；由于医药板块赚钱效应显著，滞涨的、较少机构关注医小标的出现明显补涨；前期涨幅较大标的，调整幅度也较明显。

第三轮药品集采进入新周期，生物制品和中药集采短期不会落地

第三轮集采和生物制品、中成药集采政策在这两周密集出台，明确了医保局对集采政策的决心和方向不会变。我们认为对于国产厂家来说，国家集采是实现份额反超原研的是绝佳机会，带量采购降低企业推广费用和销售费用，可以重点关注通过一致性评价大品种较多的企业。但对比于第三轮化药集采，生物制品集采只是听取专家意见和建议，短期不会落地。我们认为，生物制品里，胰岛素和生物类似药集采的概率较高，而血制品、疫苗集采的可能性较低，继续看好疫苗、血制品龙头。

三大因素”支撑医药产业长期牛市、“二大逻辑”短期刺激医药板块

三大因素：

1、国内宏观经济环境已发生微妙变化，国内经济已内循环为主。2、全球创新药景气度在持续高涨。

3、疫情不仅对医药防护有短期影响，对医药产业的健康影响是深远的。

二大逻辑： 1、医药板块整体 Q2 业绩同、环比增速好于 Q1。 2、医药板块挣钱效应的正反馈。

百花齐放，疫苗、器械争鸣，业绩为王

当前时点，投资策略：百花齐放、器械争鸣；无论标的市值大小，业绩驱动股价；器械争鸣，重点配置医疗器械；建议关注 4 个子产业：医疗器械、原料药、疫苗、创新药等；1）医疗器械：医疗设备：迈瑞医疗、万东医疗；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：凯利泰、大博医疗、三友医疗、春立医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、三鑫医疗；2）原料药：华海药业、仙琚制药；美诺华等；3）疫苗：康泰生物、智飞生物等；4）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、复星医药、亿帆医药等，BIOTECH 类公司，信达生物、君实生物等；5）医疗服务：美年健康、爱尔眼科等；6）药店：大参林、老百姓、益丰药房等。

风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：朱国广）

工控行业深度报告：春寒料峭处，百花齐放时

请务必阅读正文之后的免责声明部分

工控即工业自动化控制，是制造业“皇冠上的明珠”，行业兼具成长性与周期性，其中：1）成长性来自人口红利后、机器替代人的迫切需求，以及国产品牌的持续进口替代；2）周期性主要与制造业景气度相关。

“春寒料峭”，但行业复苏已经开始、进口替代进一步加速。20Q2 疫情后工控行业重回复苏轨道，行业同比+6.4%，其中 OEM、项目型市场分别+13.8%、-2.6%，从制造业固投、PMI 及中游机床、工业机器人产销观察制造业景气度也明显复苏，预计工控行业开启 2-3 年复苏周期，测算 2020-22 年增速分别 6.6%、13.0%、15.6%，同时全球贸易、疫情影响下进口替代继续加速，从增长动能来看：

先进制造业需求高涨，19Q4 起电子、半导体、3C、锂电、光伏等行业需求开始复苏，20Q1 在疫情影响下仍有两位数以上增速，20Q2 电子半导体、3C、锂电增速分别+30%、+28%、+24%，这些行业扩产周期与技术、产品迭代周期叠加，预计未来 3-5 年需求持续旺盛；

基建、基础制造业环节强势复苏，Q2 电梯、起重、工程机械行业增速分别 14%、12%、45%，需求强劲，基础制造相关的机床、工业机器人 Q2 增速分别+16%、+25%，这些行业的增长来自更广泛的制造业普遍进入复苏周期，预计未来 2-3 年持续稳健增长；

疫情给市政、物流、制药等行业带来深刻变化，自动化程度亟待提升，Q2 行业增速分别+17.5%、+26%、+24%，预计这些行业也将进入长周期的自动化改造时期。

“百花齐放”、龙头领跑。工控龙头汇川技术 H1 订单同比+50~60%，远超行业平均增速，一方面是汇川优势行业先进制造需求旺盛，另一方面进口替代加速，外资份额向内资龙头切换；公司内部产品迭代叠加管理、营销发力，有望继续领跑工控市场。其他细分市场龙头，包括流程工业龙头中控技术、控制系统龙头信捷电气、步进系统龙头雷赛智、电力电子平台企业麦格米特能等，也充分受益行业复苏与替代加速。

投资建议：首推工控龙头汇川技术（工控高增、电机电控收获成效）、核心元器件（继电器）宏发股份（高压直流高增长、主业边际改善），推荐麦格米特（电力电子平台企业布局见成效、业务多点开花）、雷赛智能（步进系统龙头、伺服开始拓展）、信捷电气（内资 PLC 龙头，受益行业高景气）。

风险提示：宏观经济下行，制造业投资不及预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

环保工程及服务行业周报：政策频出带动新能源环卫车需求释放，国家管网公司起航在即加速天然气市场化改革

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

公共领域新能源用车政策频出，新能源环卫装备需求加速释放。近期，国家和地方纷纷发布新能源用车政策。1）国家层面，工信部提出，a）全面推广使用新能源汽车，到 2025 年新能源汽车销售占比达到 25%左右，智能网联汽车新能源销量占比达到 30%；b）推动公共领域车辆电动车化，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

支持新能源汽车在市政环卫等领域示范应用。2）地方层面，a）福建省提出全省新增和更新的中心城区环卫用车原则上采用新能源汽车，将新能源环卫车配备比例作为政府购买环卫服务的评审因素。b)北京市要求新增和更新的环卫车辆基本采用电动车，力争在年底前实现轻型环卫车辆基本为电动车。截至目前，全国有 14 个省/直辖市要求新增和更新的环卫车中新能源占比超过 80%，地区覆盖度达 45%。环卫用车新能源替代要求提升加速新能源装备需求释放，环卫装备企业有望优先受益。

国家管网公司起航在即，全国一张网加速天然气市场化改革。近日，中石油和中石化向国家管网公司出售资产。中石油、中石化拟将所持有的管道等相关资产出售给国家管网集团，分别获得 29.9%、14%的股权及相应现金对价。资产交割日期定于 9 月底，预期第四季度国家管网集团将在冬季供气高峰到来前正式运营。在“管住中间，放开两头”的改革思路下，国家管网公司的正式运营利于管网的统一规划和管理，促进上游供应端公平竞争，加速天然气市场化改革进程。

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：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

埃斯顿（002747）：工业机器人市场迎复苏，产业协同助力公司成长加速

事件 1：7 月 24 日，公司公布非公开发行股票预案，引入制造业转型基金、通用技术集团、小米为战略投资者，募集资金预计不超过 10 亿元。

事件 2：公司于 7 月 26 日发布公告称，近日与弘亚数控次签署战略合作协议，确立战略合作伙伴关系。

投资要点

引入战略投资者，产业协同助力公司发展

此次发行对象为中国通用技术、国家制造业转型升级基金和湖北小米长江产业基金，分别认购 4 亿元、4 亿元、2 亿元。募资总额不超过 10 亿元，其中 3.9 亿元投入焊接、服务机器人及工作站研制项目，1 亿元投入医疗机器人研制项目，1.5 亿元投入软件及平台研制，3.6 亿元用于补充流动资金。中国通用在先进制造、医疗健康及工程承包等下游领域具有深厚积累，小米系 3C 产品龙头，而 3C 是埃斯顿机器人业务的重要下游客户，未来有望在产品、研发等方面与埃斯顿形成战略协同。此外公司进一步推进医疗机器人布局，有望在此长尾赛道提前卡位，实现弯道超车。

与弘亚数控战略协作，深化木工行业细分领域业务优势

26 日埃斯顿与弘亚数控签订战略合作协议，弘亚数控承诺同等条件下优先使用埃斯顿产品，截止到 2023 年 12 月 31 日止，累计使用埃斯顿交流伺服不少于 5 万根轴，使用焊接机器人及其他机器人不少于 100 台。弘亚数控系家具机械行业龙头，主要提供数控板式家具设备及整套产线解决方案，此次合作证明了定制家具机械行业对埃斯顿产品的认可。此外公司可与弘亚数控共同开发应用于木工行业的机器人及数控产品，埃斯顿木工领域业务有望加速扩张。

两项核心业务稳步推进，工业机器人市场复苏趋势明显

公司两大核心业务明确：1）核心零部件及运动控制系统：作为国内最早开始技术研发者之一，埃斯顿是伺服产品开拓者，数控系统多年保持市场占有率 80%以上，在 3C、新能源等行业大客户应用中取得批量订单，未来有望实现进一步的国产替代。2）工业机器人及智能制造系统：公司高端应用的六轴机器人占公司总销量的 80%以上，有较强的产品市场竞争力和品牌影响力，在核心零部件高度自给的前提下，公司拥有较大成本优势，机器人连续多年保持翻倍增长。智能制造系统领域不断加速，布局压铸、冲压、汽车、装配等领域的系统解决方案，结合自身制造优势，规模效应显现。

国内工业机器人产量在经历几年高速增长后，自 2017 年末开始持续下滑，2018 年 9 月至 2019 年 6 月间持续负增长。但 2019 年 10 月至今，月均增速达 15%，行业回暖趋势明显。年初以来日本工业机器人订单增速也持续为正，印证了工业机器人行业需求复苏的趋势。

整合全球优质资源，保持高研发投入不动摇

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业景气度波动不影响公司外延脚步，收购标的涉及海内外。公司先后收购英国 TRIO、德国 Cloos，控股德国 M.A.i.公司，参股美国 BARRETT、意大利 Euclid 等公司，在品牌和技术上完成国际化布局，为公司在运动控制解决方案、智能化协作、康复机器人以及工业 4.0 等方面的发展战略奠定了坚实基础。2019 年公司全资收购德国焊接机器人巨头 Cloos，进一步完善了埃斯顿的全产业链布局，同时建立全球市场的 Cloos 焊机业务和焊接机器人单元业务模块，形成新的业务增长点。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年净利润分别为 0.7/0.8/1.1 亿，对应 PE 分别为 190/160/123 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新产品研发进度、并购协同效应不及预期，机器人行业竞争激烈。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：朱贝贝）

东方财富（300059）：中报业绩超预期，看好长期发展空间

事件：东方财富公布 2020 年半年度业绩快报，实现总营收 33.4 亿元，同比增长 67.1%；归母净利润 18.1 亿元，同比增长 107.1%。

投资要点

东方财富中报业绩超预期，持续演绎高成长性，基金业务表现较好：1）2020 年上半年实现营业收入同比+67.1%至 33.4 亿元，归母净利润同比+107.1%至 18.1 亿元。其中 2020 年 Q2 实现营业收入同比+54.0%，环比-2.3%至 16.5 亿元；2020 年 Q2 实现归母净利润同比+92.7%，环比+7.0%至 9.3 亿元。2）此前公司披露东方财富证券 2020 年上半年未经审计非合并财务报表，实现营收同比+50.5%至 18.7 亿元。2020 年上半年市场股基日均成交额同比+29.2%至 8072 亿元，证券业务在市场回暖+市占率提升的双重因素驱动下持续高增，证券代理买卖证券款余额同比增长 57.3%至 273.57 亿，实现证券净利润同比增长 71.8%至 11.4 亿元。3）我们预计，2020 年上半年基金业务收入不超过 14.7 亿元，同比增长不超过 94.4%。其中 2020Q2 收入不超过 8.2 亿元（同比+88.6%/环比+26.0%）。我们判断，随权益市场景气度提升，天天基金的保有量持续提升（基金业务收入 70%以上由基金销售尾佣及销售服务费贡献），导致基金业务收入快速提升。

可转债发行补充证券运营资本，经纪及两融业务市占率有望继续提升：1）截至 2019 年 6 月末，东财经纪业务的市占率已达到 3.0%。公司 2020 年上半年实现手续费及佣金净收入同比+42.3%至 12.6 亿元，明显优于于市场表现。我们判断随下半年市场活跃度显著提升，公司资本实力增强，经纪业务市占率有望跻身行业第一梯队，看好下半年业绩弹性。2）东财证券 2020 上半年年实现利息净收入同比+95.8%至 4.9 亿元（显著高于沪深市场两融余额增速 27.8%）；公司两融业务市占率从 2018 年 3 月的 1.03%提升至 2020 年第 1 季度的 1.60%，我们判断公司大力发展两融业务有助于提升优质客户的黏性（风险偏好更高，交易相对更活跃），两融业务市占率将加速提升。3）公司 2020 年 1 月 13 日发行可转债，总额 73 亿元，募集资金将用于补充证券的营运资金，其中不超过 65 亿元将用于扩大两融业务规模、提升市场份额，预计随资本金的补充，公司两融业务有望继续高速增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基本面良好，基金平稳发展，看好财富管理新时代：1）公司运营效率提高，东财证券成本率转降（从 2018 年末的 59.0%降至 2020 年上半年的 28.4%），业绩增长进入规模效应区间，总成本较 2018 年上半年同比降低 1.5%至 5.3 亿元。2）互联网金融平台效率持续提升，天天基金网在用户粘性和产品销售渠道上具有突出的流量优势，基金代销业务平稳发展，收入结构进一步优化，尾随佣金及销售服务费的收入占金融电子商务服务业务收入的比例提升。3）随着东财基金产品不断上线，公司正式切入财富管理市场，流量变现第三层级加速启动，看好公司在财富管理领域展现客户资源、平台系统、运营成本三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将大有可为。

盈利预测与投资评级：随公司可转债进入转股期，资本实力增强后证券业务将进一步扩张，叠加基金上线流量变现第三层级加速启动，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 38.2、48.9 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。

（证券分析师：胡翔　研究助理：朱洁羽）

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