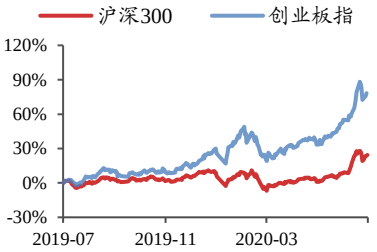
2020 年 07 月 23 日

开源晨会 0723

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	3.75
食品饮料	1.48
计算机	1.46
国防军工	1.37
有色金属	1.3

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.34
汽车	-0.28
公用事业	-0.19
钢铁	-0.16
机械设备	-0.11

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

观点精粹

总量视角

【策略】Q2 抱团，7 月切换——投资策略专题-20200722

2020Q2 主动偏股基金规模与仓位均提升，大额发行与“赎旧购新”并存；2020Q2 主动偏股基金继续加仓成长，但成长风格延续的动能已在逐步衰弱；7 月以来，主动偏股基金在反复中逐步切往价值风格，未来随着 PPI 继续上行，周期盈利逐步占优，这种切换过程大概率继续。

【固定收益】专业印制电路板样板生产商——兴森转债申购价值分析——事件点评-20200722

预计兴森转债转股溢价率 14%-18%，价格 112.15~116.09 元，价格中枢 114.12 元。

【中小盘专题】三重共振，定增市场再迎高光时刻——中小盘增发并购专题-20200722

放开折扣上线、缩短锁定期、放开减持限制、降低参与门槛，新政在四大维度全面提升定增市场的吸引力。收益率来看，新政落地初期定增市场依旧是供大于求。α 收益回归，β 收益跟随市场向上，定增市场“黄金坑”投资机会凸显。

行业公司

【新能源与电气设备：阳光电源(300274.SZ)】业绩迎来拐点，未来乘势而上——公司信息更新报告-20200722

我们看好公司在未来的发展：1）全球光伏装机有望在三季度提速，公司或将在下半年继续保持业绩高增速；2）储能和电站运维都属于光伏后周期的发展重点，公司的深度布局将为其长期成长奠定基础。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.83/1.07/1.23 元，对应当前 PE 为 22.3/17.4/15.2 倍，维持“买入”评级。

【房地产：保利物业(06049.HK)】规模制胜，全业态管理，资源禀赋优势明显——港股公司首次覆盖报告-20200722

母公司规模领先，未来能够给予充分的资源支持；除承接母公司项目外，保利物业已实现全业态管理，积极外拓园区、学校、政府等公管项目。我们预测保利物业 2020-2022 年归母净利润分别为 6.95、9.43、12.68 亿元，同比增长 42%、36%、35%，EPS 分别为 1.26、1.70、2.29 元，首次覆盖给予“买入”评级。

【电子：兆易创新(603986.SH)】存储芯片全平台布局，切入指纹识别新赛道——公司首次覆盖报告-20200722

在 NOR 方面，受益于 TWS 需求暴涨以及 OLED 屏下存储需求增长，2019 年公司的 NOR 芯片营收增长近 7 亿元。在 DRAM 方面，2019 年 9 月合肥长鑫表示 8Gb DDR4 颗粒正式量产、产能开始逐步爬坡，兆易创新将深度受益于存储产能转移。在传感器芯片方面，兆易创新实现对国产指纹芯片核心厂商思立微的并表；据业绩承诺所要求，2020 年思立微归母净利润需要达到 13470 万元。

研报摘要

总量研究

【策略】Q2 抱团，7 月切换——投资策略专题-20200722

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

2020Q2 主动偏股基金规模与仓位均提升，大额发行与“赎旧购新”并存

截至 2020Q2，公募基金持有 A 股规模以及占全 A 流通市值持续比重上升。截至 2020Q2，公募基金持有 A 股市值 3.16 万亿元，占全 A 流通市值 6.11%，相比 2020Q1 均有所上升。2020Q2 主动偏股基金的规模以及仓位相比 2020Q1 均抬升。2020Q2 主动偏股基金发行规模相比 2020Q1 稍有回落，但仍位于 2015Q2 以来高位，全部基金发行规模相较 2020Q1 有所上升。2020Q2 偏股混合型仍是主动偏股基金中发行最多的种类；分月看，4 至 6 月整体基金单月发行规模逐步提升，6 月基金发行规模为 2020 上半年最高。但从 2020Q2 主动偏股基金整体份额变化来看，在扣除新发份额后，偏股混合型和普通股票型的份额均出现下降，我们认为，2020Q2 在基金发行的过程中存在一定程度的“赎旧买新”现象。

2020Q2 主动偏股基金继续加仓成长背后：动能衰弱

板块上，主动偏股基金延续了 2020Q1 对创业板的偏好，继续增配创业板，同时对中小创和科创板的配置偏好提升，继续减配主板；行业配置上，2020Q1 主动偏股基金主要增配电子、医药生物、电气设备以及化工等板块，主要减配银行、房地产、农林牧渔以及通信等板块。从超低配来看，主动偏股基金超配环比提升最大的行业为电子、电气设备、休闲服务和化工，这与配置比例提升最多的行业基本一致。值得一提的是，医药生物的超配环比变动略有下降，这可能意味着，主动偏股基金对医药生物板块的偏好在边际减弱，同时我们看到，电子等成长板块的行业持股集中度提升，且化工、非银、有色以及钢铁等顺周期板块在超配环比变动提升的同时持股集中度下降，这意味着截至 2020Q2：一、主动偏股基金在电子等成长板块的拥挤度在上升；二、部分主动基金可能已逐步认识到成长风格趋于极致的状态，从而成长风格延续的力量在边际递减；三、部分主动基金可能已经意识到了经济基本面复苏迹象，并开始逐步布局部分顺周期板块。这与 0630 公募结束考核期后，部分公募基金开始积极参与布局风格切换是相一致的。2020Q2 主动偏股基金、北上配置/交易盘存在一定分歧，但在成长板块以及部分顺周期板块的分歧较小。这也在一定程度上解释了：一方面，2020Q2 市场整体偏震荡，另一方面，2020Q2 成长相对于价值的风格演绎到了极致，部分北上以及主动偏股基金等认识到了经济基本面复苏的迹象。

7 月以来，主动偏股基金风格切换之路：反复中切往价值

根据我们的测算：7 月以来基金持仓在经历一波换手之后，可能趋于集中化。同时我们看到，普通股票型和偏股混合型基金的风格系数先下后上，7 月 16 日以来继续下降。这意味着，7 月以来主动偏股基金在风格切换上存在反复，但最终随着基本面信号逐步明晰，部分基金开始从成长逐步切往价值风格。未来随着 PPI 继续上行，周期盈利逐步占优，这种切换过程大概率继续。

风险提示：测算误差；中美贸易摩擦；疫情恶化

【固定收益】专业印制电路板样板生产商——兴森转债申购价值分析——事件点评-20200722

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

国内最大的印制电路样板小批量板快件制造商

公司是国内最大的专业印制电路板样板生产商，主营业务围绕 PCB 业务、半导体业务两大主线开展，具体可细分为：PCB、IC 封装基板、半导体测试板、FPC。2019 年年报显示，PCB 样板、小批量板收入占公司总营收的 76.81%，半导体测试板收入占 13.25%，IC 封装基板收入占 7.82%。

盈利能力改善，两大业务潜力可观

公司在半导体技术和客户积累上领先行业，5G 浪潮下 PCB 业务有望迎来新增长。2019 年公司实现营业收入 38.04 亿元，同比增长 9.51%，归母净利润 2.92 亿元，同比增长 35.95%；公司毛利率 30.68%，PCB 业务、半导体测试板业务、IC 封装基板毛利率分别为 31.93%、27.92%、17.68%，较 2018 年度均有上升，盈利能力改善。

预计上市价格中枢约 114.12 元

预计兴森转债转股溢价率在 14%-18%区间，价格区间 112.15~116.09 元，价格中枢 114.12 元。

中签率约 0.0015%，建议积极申购

第一大股东为邱醒亚，持股比例为 18.38%。2019 年报显示前十大股东合计持股 44.95%，股权结构集中。假设原股东有 65%参与配售，则预计获配 1.7479 亿元面值转债，留给市场的规模约为 0.9411 亿元。假设兴森转债网上申购 710 万户，按照打满计算中签率在 0.0015%左右。建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；下游需求不及预期

【中小盘专题】三重共振，定增市场再迎高光时刻——中小盘增发并购专题-20200722

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

政策、供给、需求三重共振，定增市场再迎高光时刻

再融资新政从供需两端八大维度对定增进行了松绑。政策松绑先行，上市公司被压制的融资需求释放，供给端新发预案爆发，2020 年定增新发预案融资规模将超万亿。放开折扣上线、缩短锁定期、放开减持限制、降低参与门槛，新政在四大维度全面提升定增市场的吸引力。产业资本、外资等长线资金快速入场，需求跟进，推动定增市场持续回暖，2020 年定增发行规模将迎来翻倍以上的增长。收益率来看，新政落地初期定增市场依旧是供大于求，折价率高企，新政以来竞价定增的平均折价率为 15.2%。同时 α 收益回归，β 收益跟随市场向上，定增市场“黄金坑”投资机会凸显。截止 2020 年 7 月 17 日，新政以来发行的竞价定增平均收益率高达 35.7%，胜率高达 96%。政策先行、供给爆发、需求跟进，三重共振驱动定增市场再迎高光时刻。

供给端：新发预案爆发，竞价定增依旧是主流

新政落地之后，上市公司此前由于定增发行困难而被压制的融资需求集中爆发。截止 7 月 17 日，新政以来定增新发预案 494 例，合计融资规模超过 6669.2 亿元，已超 2019 年的 3362.5 亿元。并且新发预案以电子、医药、计算机等新兴领域公司为主，同时创业板定增融资要求放宽，创业板公司定增占比提升推动平均融资规模继续下降至 13.14 亿元。定价定增由于可提前锁价且折扣为八折，更受大股东的偏爱，近八成的定价定增有大股东及其关联方参与。由于定价定增只针对大股东和战略投资者，且战投门槛要求高，因此定价定增项目的质量大幅提升，而更具普适性和市场化的竞价定增将依旧是定增市场的主流品种。目前已发预案定增融资规模近万亿，且近期审核和批文速度回升，叠加科创板再融资规定出炉后审核将进一步加速。因此，定增市场供给端在 2020-2021 年都将十分充裕。

需求端：产业资本、外资快速流入，报价和折价率开始两极分化

产业资本和外资等长线资金在新政之后快速进入定增市场，高瓴资本、阿里系、小米系、腾讯系等产业资本以及 JP MORGAN、UBS AG 等外资均积极参与。定价定增主要针对大股东和战投，而竞价定增目前看主要参与投资者依旧以公募基金为主，获配比例为 26.8%。目前定增市场的主要参与者公募基金、产业资本和外资的投资策略均以精选个股为主，并且产业资本和外资以长期投资为主，对折价率关注度相对较低，报价策略相对激进。因此定增市场在整体供大于求的背景下，出现了优质龙头公司定增竞争激烈、折价率低甚至溢价，而同时有部分项目有效认购不足发行不满额的冰火两层天的情形。定增市场的折价率也开始两极分化，在折价率超过 15%的项目占比达到了 60%的同时折价率低于 10%的项目占比也达到了 21.8%。目前定增需求端资金流入有限，中短期内定增市场依旧会是供大于求的格局，折价率会持续较高，是投资的黄金期。长期来看，定增市场周期性将减弱，将成为长线资金进

行权益市场配置的重要手段。

风险提示：再融资政策变化。

行业公司

【新能源与电气设备：阳光电源(300274.SZ)】业绩迎来拐点，未来乘势而上——公司信息更新报告-20200722

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 李若飞（分析师）证书编号：S0790520050004

公司 2020 年 Q2 业绩迎来拐点，长期看好公司发展

公司发布 2020H1 业绩预告，预计实现归母净利润 4.16-4.5 亿元，同比增长约 25%-35%。其中 Q2 归母净利润同比增长约 60%-80%，公司在 Q2 迎来业绩反转，符合我们前期的判断。我们认为公司 Q2 受益于国内及海外终端需求持续超预期，同时逆变器市占率快速提升，使得收入端保持较快增幅。我们看好公司在未来的发展：1）全球光伏装机有望在三季度提速，公司或将在下半年继续保持业绩高增速；2）储能和电站运维都属于光伏后周期的发展重点，公司的深度布局将为其长期成长奠定基础。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.83/1.07/1.23 元，对应当前 PE 为 22.3/17.4/15.2 倍，维持“买入”评级。

下半年海外需求和国内需求将迎来共振，公司业绩有望保持高速增长

我们预计 2020 年国内光伏装机规模为 39.0-48.9GW，全球装机规模为 120-130GW。从三季度起虽然或有 630 抢装后的部分“真空期”，但随着新增竞价和平价项目逐步落地，以及国内 2019Q3 的相对低基数（4.6GW），Q3 起行业同比增速会有较好的数据支撑。同时组件出口 2020 年虽然同比持平，但我们认为在组件价格下滑的情况下，疫情依然抑制了相当部分的海外需求，预计随着三季度起海外疫情逐步被控制，海外装机有望迎来“报复性”反弹。公司前 5 个月逆变器累计出口 4.27GW，海外市占率大幅提升约 8pct，全球竞争力进一步加强。

分布式+光储在“平价上网”时代具有较大空间，将推动公司长期成长

公司以逆变器为核心，在国内和海外分布式市场的布局将在中短期逐步释放潜力，并用运维服务深度绑定客户。同时“储能+”模式是清洁能源“平价上网”时代的刚性需求，公司自 2006 年布局储能变流器，目前已发展成以锂电池系统、储能变流器、直流交换器等硬件+能量管理系统软件为核心科技的第三方储能系统集成商，储能业务长期将有望贡献可观的业绩增量。

风险提示：竞争加剧或导致盈利能力下滑；装机、储能需求或不及预期。

【房地产：保利物业(06049.HK)】规模制胜，全业态管理，资源禀赋优势明显——港股公司首次覆盖报告-20200722

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

规模制胜，全业态管理，增值服务空间大，首次覆盖给予买入评级

保利物业是一家规模领先、成长迅速、注重品质、具备央企背景的物管公司。母公司规模领先，未来能够给予充分的资源支持；除承接母公司项目外，保利物业已实现全业态管理，积极外拓园区、学校、政府等公管项目。我们预测保利物业 2020-2022 年归母净利润分别为 6.95、9.43、12.68 亿元，同比增长 42%、36%、35%，EPS 分别为 1.26、1.70、2.29 元，当前股价对应 PE 为 62、46、34 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

规模快速扩张，成长性佳

2019 年，保利物业合约面积 4.98 亿平米，同比增长 38%；合约管理面积与在管面积比例处于高位，已锁定待转入在管项目规模可观。2015 年以来，母公司保利地产销售规模快速扩张，位列行业 TOP5。此外，保利物业具备优秀的外拓能力，公司 IPO 后有更充足的资金进行外拓和并购，面积端扩容前景可观。

盈利能力再提升，增值服务持续向好

2019 年公司实现营业收入、归母净利润增速分别为 41%、49%；其中物管服务、非业主增值服务、社区增值服务收入增速分别为 32%、39%、85%，占比 64.4%、16.2%、19.4%。公司增值服务持续发力，收入占比持续提升，其中业主增值服务收入占比提升 4.7 个百分点。2019 年公司毛利率持续向好，综合毛利率 20.3%，同比提升 0.2 个百分点。年内净利率 8.4%，同比提升 0.5 个百分点。公司在传统物管服务注重管控质量，增值服务空间大，未来盈利能力仍有提升空间。

全业态管理，央企资源优势显著

保利物业管理的业态除了社区居住物业之外，还包括城市地标性写字楼、政府公建、城镇景区、特色产业、院校、医院等业态。得益于公司央企背景、且高品质的物业服务口碑，公司在公建类项目获取上具备得天独厚的优势。截至 2019 年末，公司在管面积中公建类项目占比达 48.9%，同比提升 13 个百分点。

风险提示：宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩。

【电子：兆易创新(603986.SH)】存储芯片全平台布局，切入指纹识别新赛道——公司首次覆盖报告-20200722

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

国产存储芯片龙头厂商，首次覆盖给予“买入”评级

兆易创新是一家广泛布局于存储芯片、微控制器、传感器芯片的国产半导体设计核心厂商。在存储芯片方面，公司实现了 NOR、NAND 和 DRAM 三大存储芯片的全平台布局；在微控制器方面，公司已成为国内 MCU 市场销售额第三的厂商；在传感器芯片方面，子公司思立微的指纹识别芯片和触控芯片业务分别位居全球第三和全球第四。受益于下游需求回暖及思立微并表，2019 年和 2020Q1 公司整体营收同比增速分别高达 42.6%、76.5%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 10.75/14.05/19.88 亿元，对应 EPS 为 2.28/2.98/4.22 元，当前股价对应 PE 为 106/81/57 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

NOR 铸就业绩基石，DRAM 想象空间十足

在存储芯片价格下行周期，2019 年兆易创新存储芯片营收仍实现了 39.0%的增长。在 NOR 方面，兆易创新稳居 NOR Flash 市场全球第三，受益于 TWS 需求暴涨以及 OLED 屏下存储需求增长，2019 年公司的 NOR 芯片营收增长近 7 亿元。在 DRAM 方面，2019 年 9 月合肥长鑫表示 8Gb DDR4 颗粒正式量产、产能开始逐步爬坡，兆易创新作为国产 DRAM 芯片设计龙头厂商，将深度受益于存储产能转移。

成功收购思立微，进军指纹识别新赛道

2019 年 5 月 31 日，兆易创新实现对国产指纹芯片核心厂商思立微的并表；据业绩承诺所要求，2020 年思立微归母净利润需要达到 13470 万元。在指纹识别芯片渗透率持续攀升且屏下指纹芯片渗透速度大幅加快的趋势下，思立微作为全球唯一一家拥有指纹全品类产品的公司，将深度受益于指纹芯片的需求增长及技术迭代。

风险提示：存储芯片下游需求不及预期；MCU 市场复苏速度低于预期；思立微未能实现业绩承诺的风险

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn