东吴证券晨会纪要

2020 年 07 月 23 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

策略专题：下半年港股迎接新活力

现有的三万亿美金抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域。民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案相较此前法案力度更大，将进一步缓解州政府财政赤字，拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险。

中国自美进口总体落后于协议目标，但近期双方高层表态将继续维持协议完整，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器。

近期美元走弱，投资者转向非美资产，大量资金流入新兴市场，中国资产受到追捧，港股是吸收海外资金的优先通道。

中概股回归激发市场活跃；8 月份阿里巴巴或将加入港股通，南下资金增量将持续放大。

恒指处于 10.4 倍市盈率，低于十年估值中枢 11.7 倍市盈率

固收金工

固收点评：“真知”系列 17-20200722

我们认为整体对资产市场还是会存在较持续地支撑，对美债的支撑相对大于美股；但资金也会存在偏好，利率债、投资级债利好大于高收益债，后疫情概念股、科技股（FAANG）、成长股利好大于价值股，由于市场是在“谨慎地买未来”，而不是“安心地买现在”。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

行业

电子行业深度报告：技术创新+多领域需求扩展，光学行业景气度全面提升

受益光学行业景气度全面提升，根据 Yole 数据，预计 2022 年全球摄像头市场规模将超过 450 亿美元，2016-2022 年 CAGR 为 12.2%。

推荐个股及其他点评

欧菲光（002456）：技术升级持续突破，定增助力扬帆起航

随着光学行业景气度全面提升，摄像头、镜头、屏下指纹及 3DSensing 仍将是智能机发展重要趋势，公司作为光学龙头，在产品结构优化的同时积极定增扩产，盈利有望持续高增长。

康泰生物（300601）：Q2 恢复强劲，全年有望持续高增长

收入端符合预期，Q2 四联苗销售恢复强劲：2020Q2 单季度，公司实现营收 6.93 亿元，同比增长 48.63%，归母净利润 2.57 亿元，同比增长 62.44%，随着疫情逐步好转，公司 Q2 恢复快速增长态势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

策略专题：下半年港股迎接新活力

事件

全美日新增感染人数创新高，经济全面重启受阻；新一轮财政刺激计划预计短期到位；中美贸易协定中期成果落后预期

观点

美国二次疫情抬头，高效的财政刺激计划助推经济恢复

全美日新增感染人数创新高，但日新增死亡人数平稳下降；西部南部成为重灾区，部分州暂停或推迟经济活动全面重启，但重回封锁可能性很低。

现有的三万亿美金抗疫财政拨款主要投入医疗卫生、失业保险和小企业担保贷款领域。民主党提出的新一轮三万亿 HEROES 法案已在参议院审议。HEROES 法案相较此前法案力度更大，将进一步缓解州政府财政赤字，拉动居民消费水平，降低企业经营与流动性风险。

美国财政政策积极有效，经济整体平稳恢复，人均可支配收入增加，连续两个月失业率稳步下降，消费者信心和企业家信心明显增强。

中美关系进入冷淡期，贸易协定中期成果不及预期

中国自美进口总体落后于协议目标，其中能源采购较难达标，但近期双方高层表态将继续维持协议完整，贸易谈判仍有回旋余地。

贸易协定未明确规定反制措施，若中方未能如期完成目标，美方可能以加征关税的方式制裁中国。当前全美二次疫情爆发，加征关税带来的物价上升对美国经济复苏不利。

白宫疲于应付国内压力，中美贸易协议的完整履行成为重要竞选武器。当前特朗普为争夺选票有意回避对华矛盾，若下半年美经济复苏进程快于预期，不排除单方面制裁中国的可能性。

港股仍具配置吸引力。标的选择上，综合行业分析师的研究成果，我们推荐腾讯、小米、美团

美国财政及货币财政的持续宽松导致近期美元走弱，投资者转向非美资产，大量资金流入新兴市场，中国资产受到追捧，港股是吸收海外资金的优先通道

中概股回归激发市场活跃，网易、京东 IPO 认购倍数远超预期；截至 7 月 16 日，共有 45 家中概股公司符合赴港二次上市要求，其中今年年底前共有 35 家公司符合要求。8 月份阿里巴巴或将加入港股通，南下资金增量将持续放大。

恒指处于 10.4 倍市盈率，低于十年估值中枢 11.7 倍市盈率

风险提示：美国疫情二次爆发难遏制，经济复苏节奏受疫情拖累；中国自美进口大幅落后于预期；美国提升中国商品关税；特朗普政府对贸易协定态度转变。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈李　证券分析师：张良卫　研究助理：郭天瑜　研究助理：张飞鹏）

固收金工

固收点评：“真知”系列 17-20200722

事件：美联储资产负债表规模呈收缩趋势：联储资产负债表规模于 6 月 10 日当周达到局部峰值 7.17 万亿美元后，转势向下至 7 月 8 日当周达到局部谷值 6.92 万亿美元，至截稿时小幅回升至 6.96 万亿美元。

观点：（1）首先，我们应该理解联储的调控机制，是以其公信力为支撑的，往往联储声明说“要”释放多少流动性，和“实际”释放了多少流动性之间其实是有一个差异。大体可以理解为两个阶段：阶段一是口头声明，这时候私人部门由于有足够的理由“相信”联储会遵守口头声明的约定，所以提前布局，望联储的“风”而动了，这个效果其实是很大的，但不会反映在联储的资产负债表上，而是私人部门的资产负债表会出现一些反应；阶段二是为了保持（下次）口头声明的公信力，联储的资产负债表会（反而是）伴随私人部门的资产负债表出现一些变化，这个规模往往比其口头声明的规模要少，而这个特征本次主要体现在联储资产项 loans 这个分项上，其中 loans-secondary credit 截至 7 月 15 日余额仍为零；这解释了为何联储显得“雷声大、雨点小”的原因。（2）其次，流动性危机已经得到缓解。回购和互换之前对联储扩表的增量贡献很大，当时主要是为了应对流动性问题（3 月-4 月阶段，一度避险资产和风险资产价格是双降的），虽然不严格但我们可以大体理解为“回购在岸，互换离岸”；而现在流动性问题缓解了，那么这部分即需要恢复“常态”。这意味着两件事：（a）近期的缩表主要来源于这两个分项的常态化过程；（b）未来缩表的主要来源将来自于央行互换余额现存的 1500 亿美元。（3）最后，停止国债和 MBS 增持不存在窗口期。国债和 MBS 是一直在增持的，从 7 月 8 日至 15 日的一周中，国债增持了约 200 亿，MBS 增持了约 120 亿美元，从联储议息声明中表示的将维持每月增持国债 800 亿、MBS400 亿美元的目标来看，这部分增持是“有雷声，也有雨点”的，是落实的；考虑到美国财政 6 月份赤字达到 8600 亿美元，且疫情单日新增仍维持在 6-7 万人的量级，联储停止国债和 MBS 的增持的选项在近期是不存在窗口期的。（4）综合来看：趋势还是扩表，而缩表只是技术性的，暂时的。联储表现出缩表的特征，主要来源于流动性危机的缓解所导致的前期回购和互换的组合恢复常态化，这个缩量是有一定限制的，不会一直缩下去；另一方面，扩表部分的增量其实一直没有下降，虽然各种便利贷款措施，由于联储的两阶段干预策略而并没有出现立刻的增量变化，但由于疫情高烧难退，这部分分项落地只是时间问题。（5）对各类资产市场会有什么影响？我们认为整体对资产市场还是会存在较持续地支撑，对美债的支撑相对大于美股；但资金也会存在偏好，利率债、投资级债利好大于高收益债，后疫情概念股、科技股（FAANG）、成长股利好大于价值股，由于市场是在“谨慎地买未来”，而不是“安心地买现在”。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业

电子行业深度报告：技术创新+多领域需求扩展，光学行业景气度全面提升

投资要点

全球光学摄像头市场不断增长，手机应用成最大助力。受益光学行业景气度全面提升，根据 Yole 数据，预计 2022 年全球摄像头市场规模将超过 450 亿美元，2016-2022 年 CAGR 为 12.2%。手机摄像头市场占比超 80%，为全球摄像头市场核心增长动力，根据中国产业信息网数据，预计 2018-2024 年，手机摄像头行业规模预计将从 271 亿美元增长到 457 亿美元，CAGR 为 7.75%，2021 年出货量将达到 75 亿颗。

手机摄像头技术创新升级趋势明显，细分行业充分受益。由于用户对手机摄像性能要求不断提高，手机摄像头技术不断创新升级，未来将逐渐向多摄、CIS 高像素、7P/8P、玻塑混合、潜望式镜头、3DSensingTOF 等多方向发展。多摄方面，根据 IDC 数据，安卓系和苹果多摄渗透率都将在 2021 年超过 60%，在手机进入存量时代下，单机摄像头数量提升已然成为趋势。与此同时，单摄像头像素提升亦成为镜头升级重要方向，对应 CIS 向高像素方向发展，40MP、64MP 成为旗舰机型标配，小米 CC9Pro 后置主摄像素甚至已达到 108MP；为了成像更加真实清晰，镜片从 6P 向 7P、8P 迈进，玻塑混合镜片技术突破多镜片性能瓶颈，有望率先应用于高端机型；远景拍摄需求带动光学变焦创新，相对于传统的 2-3X 光学变焦，潜望式镜头能够实现 5X 光学变焦，最新发布的华为 P40Pro+则采用了 8MP 潜望式镜头，能实现 10X 光学变焦；为了增强拍摄效果、获取深度信息，TOF 将被广泛应用于后置镜头，在 AR/VR、车用导航、3D 建模等领域进行延伸，预计 2020 年 iPhone 新机也将后置 TOF 镜头，推动 TOF 更加成熟和普及。

全面屏+5G 带动光学多下游领域强势增长。随着手机全面屏需求增加，OLED 屏下光学指纹出货量持续提升，随着 LCD 屏下光学指纹技术突破，汇顶科技有望于 2020 年实现量产，光学屏下指纹识别方案将占据市场绝对优势；汽车领域，ADAS 渗透率不断提升，车载摄像头需求保持强劲增长，根据 IHS 及智研咨询数据，预计 2020 年全球车载摄像头出货量将达到 8277 万枚，市场规模超过 170 亿元，CAGR 达到 13.98%；AR/VR 方面，5G 背景下光波导“全反射”无损成像技术平衡了 FOV 大小和设备体积的之间的矛盾，将促进 AR 在 C 端大范围普及。

投资建议：我们看好手机摄像头技术创新升级以及多下游领域增长带来的光学行业景气度全面提升，建议关注：韦尔股份（CIS）、水晶光电（滤光片）、五方光电（滤光片）、联创电子（镜头）、欧菲光（模组/镜头）、汇顶科技（光学屏下指纹）、歌尔股份（AR/VR）、晶方科技（CIS 封测）。

风险提示：1）技术升级不及预期；2）ADAS 及 AR 渗透率不及预期；3）新冠疫情影响手机销量不及预期；4）中美贸易战加剧。

（证券分析师：王平阳　研究助理：王少南）

推荐个股及其他点评

请务必阅读正文之后的免责声明部分

欧菲光（002456）：技术升级持续突破，定增助力扬帆起航

投资要点

近五年营收逐年递增，彰显业务和管理能力：2019 年公司实现营业收入 519.74 亿元，同比上升 20.75%；归母净利润达到 5.1 亿元，同比上升 198.24%。

深耕光学光电领域，技术创新稳定龙头位置：公司 2019 年摄像头模组全年出货量高达 6.60 亿颗，稳居行业第一，市场出货量占 12.6%。实现营业收入 306.07 亿元，综合毛利率为 8.83%。公司积极响应创新，对单个摄像头进行升级。同时，单机镜头配置数量增长，三摄与四摄的渗透率将迅速上升。2019 年，公司光学镜头业务实现营业收入 6.85 亿元。其中外供实现营业收入 5.02 亿元，对内自供镜头实现营业收入 1.83 亿元。2020 年研发完成目前市面上最薄的潜望式连续变焦模组，模组尺寸仅有 5.9 毫米，创造了目前行业模组厚度新低。触控显示方面，公司剥离非 A 触控显示业务，未来聚焦北美大客户，改善盈利水平。

积极推动微电子业务，聚焦屏下指纹和 3DSensing：2019 年，公司的指纹识别模组收入约 69.52 亿元，指纹识别模组出货量约 2.55 亿颗，市场份额占全球第一，公司聚焦屏下指纹业务，加大高端光学屏下指纹识别产品以及超声波指纹识别产品出货量。在 3DSensing 领域，公司率先实现了结构光 3DSensing 模组和 3DTOF 模组的量产，是目前国内 3DSensing 模组的主力供应商。为加大对 3DSensing 的研发力度，公司拟通过募集 12.26 亿元资金进一步扩展 3DSensing 应用领域，满足终端应用市场日益增长的消费需求。

三大业务布局，打造智能汽车核心供应商：智能汽车行业前景广阔，产值空间大。随着互联网和自动驾驶技术的进步，以及 5G 的加速普及，智能汽车行业将迎来新的发展拐点。公司自 2015 年进入智能汽车领域，已完成智能中控、ADAS、车身电子三大分支的布局。2019 年，公司智能汽车业务实现营业收入 4.62 亿元，同比增长 9.35%，综合毛利率为 18.88%。未来公司仍将继续聚焦智能中控、汽车电子和智能驾驶产品和技术的研发，稳步推进智能汽车业务发展，为公司业绩做出更大贡献。

盈利预测与投资评级：随着光学行业景气度全面提升，摄像头、镜头、屏下指纹及 3DSensing 仍将是智能机发展重要趋势，公司作为光学龙头，在产品结构优化的同时积极定增扩产，盈利有望持续高增长。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 555.29/636.61/723.90 亿元，同比增长 6.8%/14.6%/13.7%；归母净利润分别为 14.32/19.44/24.75 亿元，同比增长 180.8%/35.8%/27.3%，EPS 分别为 0.53/0.72/0.92 元，当前股价对应 PE 为 36/27/21 倍。我们看好公司未来成长性，维持“买入”评级。

风险提示：1）技术更新影响行业发展；2）上游原材料价格波动；3）生产经营风险；4）定增扩产速度不及预期；5）行业竞争加剧。

（证券分析师：王平阳　研究助理：王少南）

康泰生物（300601）：Q2 恢复强劲，全年有望持续高增长

投资要点

事件：公司发布 2020 半年报，上半年实现营业收入 8.70 亿元，同比增长 7.71%；实现归母净利润 2.60 亿元，同比增长 0.63%；实现扣非后归母净

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利润 2.54 亿元，同比增长 3.53%。

收入端符合预期，Q2 四联苗销售恢复强劲：2020Q2 单季度，公司实现营收 6.93 亿元，同比增长 48.63%，归母净利润 2.57 亿元，同比增长 62.44%，随着疫情逐步好转，公司 Q2 恢复快速增长态势。2020H1 公司经营性现金流净额下滑，我们预计主要系产品销售集中在 Q2 季度，导致回款延后所致。核心产品方面：1）四联苗，2020H1 实现销售 6.18 亿元，同比增长 30.66%，我们预计上半年销量增速约 220-230 万支。批签发方面，2020H1 四联苗批签发 312.2 万支，同比增长 245%，考虑到四联苗需求端依然强劲，全年有望持续快速放量态势；2）23 价肺炎疫苗：2020H1 销售 7702 万元，符合预期，全年销售有望实现百万支量级；3）乙肝疫苗：近期获得补充申请批件，下半年恢复批签发。费用端方面：2020H1 销售费用率为 39.64%，管理费用率为 9.21%，研发费用率为 9.76%。

研发管线国内最强，即将进入兑现期：通过自研+对外合作，公司目前已构建国内最丰富的疫苗产品梯队。1）13 价肺炎疫苗：目已纳入优先审批资格，预计 2021 年上半年有望获批，公司进度国内仅次于沃森生物。2）冻干人二倍体狂犬：已获得临床研究总结报告，目前准备申请药品注册批件，预计将于 2021 年获得生产批件；3）冻干水痘减毒活疫苗：目前已完成Ⅲ期临床研究现场工作；4）麻腮风-水痘：有望成为重磅品种，目前处于临床前阶段。我们认为随着公司研发进度的不断推进，以及后续众多重磅在研品种陆续上市，公司即将进入兑现期。

盈利预测与投资评级：考虑到 20Q2 恢复高增长态势，公司全年高增长趋势不改，我们预计 2020-2022 年公司业绩分别为 8.3/13.5/20.9 亿元，对应当前估值为 165/102/66 倍，考虑到公司在研产品管线丰富，多个重磅产品持续推进，维持“买入”评级

风险提示：研发速度或不及预期；四联苗放量不及预期的风险；再次出现行业安全事件影响消费者信心的风险。

（证券分析师：朱国广）

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