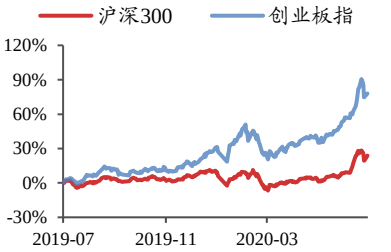
2020 年 07 月 21 日

开源晨会 0721

——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(%)
国防军工	7.86
建筑材料	7.43
非银金融	5.74
有色金属	5.51
钢铁	5.18

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-0.72
医药生物	0.02
农林牧渔	1.99
商业贸易	2.06
计算机	2.33

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】已是周期烂漫时——投资策略点评-20200720

低估值并非补涨，风格切换核心驱动是经济复苏明确信号后，对顺周期价值板块盈利预期改善，这种预期改善将被估值压制放大。顺周期归来，抓紧机会布局。

【宏观】美国疫情的 3 个“真相”——宏观经济点评-20200720

疫情二次爆发伊朗，美国疫情反弹州纷纷宣布暂停复工计划或撤回部分复工措施。未来一段时间，若疫情持续扩散，美国复工进程可能受到冲击，并影响经济修复。

【宏观】流动性转向了吗？——宏观经济专题-20200720

近期货币市场利率的持续抬升等，体现政策在“抗疫”与“维稳”之间的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低，利率中枢可能在当前水平维持一段时间。

【固定收益】显示控制产品领先企业——淳中转债申购价值分析——事件点评-20200720

预计淳中转债转股溢价率 10%-14%，价格 104.94-108.76 元，价格中枢 106.85 元。

【固定收益】试验设备细分行业龙头——苏试转债申购价值分析——事件点评-20200720

预计苏试转债转股溢价率 14%-18%，价格 111.52~115.43 元，价格中枢 113.47 元。

行业公司

【房地产】数据持续向好，深圳限购升级，房住不炒大基调不变——行业周报-20200719

当前结算项目主要为 2017-2018 年销售项目，伴随疫情影响逐渐消散，对全年业绩影响相对较小。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

【轻工制造：思摩尔国际(06969.HK)】二季度业绩快速修复，2020H1 经调整纯利超出预期——港股公司信息更新报告-20200720

预计公司 2020-2022 年归母净利润为 29.76/41.93/60.11 亿元，当前股价对应 PE 为 53/38/26 倍，维持“买入”评级。

【化工：彤程新材(603650.SH)】入股北京科华微电子，采撷国产光刻胶明珠——公司深度报告-20200720

全资子公司彤程电子受让科华微电子 33.70%的股权，未来值得期待。

【机械军工：新劲刚(300629.SZ)】射频微波业务技术领先的行业龙头，多类型战机与导弹等下游放量催化业绩较高增长——公司首次覆盖报告-20200720

看好射频/微波、军工新材料业务前景，首次覆盖给予“买入”评级。

【电子：TCL 科技(000100.SZ)】涨价助推大尺寸业绩爆发，技术创新和 AMOLED 量产驱动中小尺寸成长——公司首次覆盖报告-20200720

预计公司 2020-2022 年的收入分别为 676.13、800.16 和 1264.35 亿元；归母净利润分别为 28.67、48.78、75.96 亿元。首次覆盖，给予 TCL 科技 “买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】已是周期烂漫时——投资策略点评-20200720

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

市场回暖，周期领涨来源于基本面驱动

今天（2020 年 7 月 20 日）A 股市场自 7 月 13 日监管降温之后大幅回暖，顺周期价值板块明显领涨，而科技消费则排名靠后。无论是市场降温还是回暖，顺周期价值板块相比于科技和消费都表现更好，说明其实低估值并不能很好地成为“补涨”或者“抗跌”的理由。我们认为市场需要修正对于风格切换驱动力的认知：由于监管与交易者对于 2015 年的记忆，反而让类似的“水涨船高”的估值驱动行情并不会出现，低估值并非补涨，风格切换真正的核心驱动力是市场在看到经济复苏的明确信号之后，对于顺周期价值板块盈利预期的改善，这种预期改善将被估值压制所无限放大。现阶段，成长与价值的天平正在重新倾斜。

正视周期，不再彷徨

历次风格发生大切换的过程中，往往前期也是市场最为“纠结”和“彷徨”的阶段。我们此前报告复盘发现在 2014 年 11 月到 2015 年 1 月中旬成长向价值切换期，其中仍有多次反复，最长持续了 4 到 5 个交易日；在 2017 年 5 月到 2017 年 8 月中旬价值风格优势上行期，其中也有多次反复，最长持续了 8 个交易日；本次也不例外，在 7 月 6 日-10 日也出现了风格的反复。然而在风格反复之后市场却迎来价值弹性最大的阶段，因此我们建议投资者正视周期的力量，即使后期面对反复，也应该坚守周期，因为从历史上看风格切换一旦开启，则持续时间至少在 187 天以上。

切换之后，关注周期的信号与轮动

对于投资者而言，周期行业股价对商品价格弹性的阈值可能是该行业的价格水平回到疫情前，这诚然已经背离了过去历史上“煤飞色舞”的行业轮动体系。这背后的逻辑可能是现阶段由于对周期股的偏好变化，导致了“预期先行”这一轮动特征失效。庆幸的是，经济运行的基本逻辑不会改变，改变的只是弹性和市场的认知。我们认为当前宏观环境更像流动性更好的 2016-2017 年，其间周期股的表现逻辑和当下有许多相似之处，因此若参考当时风格切换初期的行业轮动逻辑，则在本轮切换中接下来周期行业内部轮动有望转向化工、建材、工程机械。

已是周期烂漫时

站在当前，无论是基本面信号还是资产价格的表现，都显示风格切换已经演绎到右侧，但也仅仅只是刚刚开始。顺周期已经归来，投资者应该正视周期的力量，抓紧机会布局。我们的推荐顺序为：第一，受益于投资确定性快速复苏、当前估值仍较低的：化工、建材、工程机械、建筑、有色金属、煤炭、钢铁；第二，估值仍存在修复空间的：房地产、非银；第三，顺周期消费：家电、汽车。

风险提示：中美摩擦、海外疫情超预期恶化；国内经济下行超预期

【宏观】美国疫情的 3 个“真相”——宏观经济点评-20200720

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

美国疫情二次爆发，与佛罗里达、德克萨斯等南方州激进复工及防控不利紧密相关。6 月下旬以来，美国新增确诊病例由 2 万例/天左右飙升至 6 万例/天以上。州层面来看，激进复工及防控措施缺位的佛罗里达、德克萨斯、亚利桑那等南方州，新增确诊病例激增；同时，谨慎复工、严格防控的纽约州等疫情继续改善。

从病毒检测阳性率及传染系数 R0 值双双反弹来看，病毒检测能力提升不是美国疫情数据反弹的主要原因。虽

然特朗普反复强调病毒检测能力提升导致确诊病例激增，但病毒检测阳性率及 R0 值的变化均不支持这一说法。近一个月来，美国病毒检测阳性率由 4.3%反弹至 9.1%，佛罗里达、德克萨斯等 R0 值升至 1 以上。

新增死亡病例是新增确诊病例的滞后指标，走势变化无法代表疫情的发展方向。美国疫情二次爆发以来，新增死亡病例持续保持低位。部分市场观点因此提出“疫情二次伤害可控，无碍美国经济复苏”。但从美国疫情发展进程来看，新增死亡病例一般滞后新增确诊病例 12-14 天变化，当前的走势无法代表疫情发展趋势。

随着新增确诊病例急剧增长、导致医疗资源出现挤兑，佛罗里达、亚利桑那等新增死亡病例近 2 周来快速增加。虽然疫情反弹初期医疗资源相对充足，但新增确诊病例的急剧增长，快速耗尽了佛罗里达、亚利桑那等州的医疗资源。伴随着 ICU 占用率达到 100%，佛罗里达、亚利桑那等州死亡病例自 7 月 5 日起，快速增加。

疫情二次爆发后，美国疫情反弹州纷纷宣布暂停复工计划或撤回部分复工措施，各类线下经济活动快速降温。随着疫情形势急剧恶化，佛罗里达、德克萨斯等 18 个州宣布暂停复工计划，亚利桑那、加利福尼亚等 6 个州撤回部分复工措施。受此影响，美国消费者信心指数由涨转跌，餐饮消费等各类线下经济活动快速降温。

若疫情持续扩散、死亡病例大幅增长，美国复工进程可能受到冲击，并影响经济修复节奏。截止到 7 月 17 日，美国已有 29 个州疫情出现反弹，GDP、就业合计占比分别达到 59%、62%。若疫情形势持续恶化、死亡病例大幅增长，上述州复工节奏可能进一步放缓，并拖累美国整体经济修复进程。极端情况下，若疫情形势失控、引发各级政府推出第二轮防疫封锁措施，不排除美国经济二次探底风险。

风险提示：美国疫情持续大幅恶化，引发政府实施二次防疫封锁措施。

【宏观】流动性转向了吗？——宏观经济专题-20200720

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004

近期货币市场利率的持续抬升等，体现政策在“抗疫”与“维稳”之间的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低，利率中枢可能在当前水平维持一段时间。

一问：货币流动性环境转向了吗？

4 月下旬以来，货币市场利率的持续抬升，反映流动性环境回归常态、并非转向。2 月至 4 月中旬，央行降准、降息、提供专项再贷款等，加码宽松对冲疫情影响，SHIBOR3M、R007 等多个货币市场利率与 7 天逆回购利率倒挂、历史罕见。随着国内疫情平复、经济活动修复，货币市场利率回升至利率走廊实际下限附近。

流动性回归常态等，体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡、并非转向，中短期转向的可能性也较低。4 月下旬以来的货币市场利率抬升，及央行强调“总量政策适度”、“要把握好信贷投放节奏”等，更多体现政策在“抗疫”与“维稳”的再平衡，并非转向。历史经验显示，在应对内部外冲击时，央行往往率先启动；冲击影响减弱后，在没有完全确认经济企稳前，央行一般不会转向全面收紧。

二问：“抗疫”与“维稳”的再平衡下，政策重心在哪？

当前政策操作思路明晰，进一步加大对中小微企业等融资支持；同时，加强防范化解风险，打击资金空转等。本轮货币宽松加码，央行多采用结构性工具，定向加大对防控疫情、中小微企业等信贷支持；4 月中下旬以来，政策更加强调“精准滴灌”，创新直达实体货币政策工具等，进一步加大对中小微企业等融资支持。5 月以来，政策对防范化解风险的重视度提升，打击资金空转和违规套利等行为。

资金滞留在金融体系现象突出，使得如何引导资金流向实体成为当前政策重心。2 月以来，企业融资成本明显回落、规模快速增加，但投资意愿偏弱导致资金沉淀，3 月至 5 月企业新增存款高于 2019 年同期；同时，银行对非银机构债权结束收缩趋势、3 月以来同比正增长，或一定程度反映资金在金融体系流转增多。

三问：未来市场流动性环境如何演绎？

引导融资成本下降大势所趋，实现方式可能更加多元化、并非单纯降息。年内来看，实现银行对企业让利 1.5 万亿元，仍需要靠引导贷款等利率下行实现；中长期来看，缓解高杠杆对企业微观行为的压制，也需要引导再融资和付息成本的下降。但并不是利率越低越好，利率过低可能产生套利等问题。除降息外，央行也可以引导压降高成本负债等降低银行负债端成本，避免释放过于宽松的信号。

货币市场利率或持续在利率走廊实际下限附近波动，中枢可能在当前水平维持一段时间。DR007 等利率已回到利率走廊实际下限附近波动，当资金面偏紧时，央行适时加大公开市场操作。展望未来，货币市场利率或继续在利率走廊实际下限附近适度波动，中枢可能在当前水平维持一段时间、中期或仍有一定下降空间。

风险提示：金融风险累积导致政策出现重大调整。

【固定收益】显示控制产品领先企业——淳中转债申购价值分析——事件点评-20200720

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

专业显示控制产品制造商

淳中科技是业内领先的专业音视频显示控制解决方案提供商，公司产品广泛应用于指挥控制中心、会议室及展览展示等多媒体视讯场景。根据 2019 年年报显示，公司显示控制产品销售收入占总营收的 99.7%。

盈利能力不断加强，公司技术优势显现

2015 年起公司的盈利能力显著增长，主要得益于公司产品线扩充、营销网络覆盖度提升及军队订单复苏等原因。公司产品专注于多媒体信息系统中的高毛利率产品，因此整体毛利率显著高于同行业可比公司。近年来通过持续高研发投入保持产品竞争优势。2020Q1 公司研发投入 1262 万元，同比增长 36%。2020Q1 受到疫情对项目招投标、合同签署及项目实施的负面影响，公司实现营业收入 0.5 亿元，同比下降 28.4%；归母净利润 0.02 亿元，同比下降 87.4%。

预计上市价格中枢约 106.85 元

预计淳中转债转股溢价率在 10%-14%之间，价格 104.94-108.76 元，价格中枢 106.85 元。

预计中签率约 0.0021%，建议积极申购

公司的第一大股东何仕达持股 28.52%，前十大股东合计持股 62.92%。假设原股东有 60%参与配售，则预计获配 1.8 亿元面值转债，留给市场的规模约为 1.2 亿元。假设网上申购 580 万户，按照打满计算中签率在 0.0021%左右，建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；下游行业需求不及预期

【固定收益】试验设备细分行业龙头——苏试转债申购价值分析——事件点评-20200720

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

试验设备细分行业龙头

公司是国内环境试验设备及解决方案提供商，致力于环境试验设备的研发和生产，及为客户提供从芯片到部件到终端整机产品全面的、全产业链的环境与可靠性试验及验证分析服务。公司主营业务包括设备销售业务（占 2019 年公司营收 51%）和试验服务业务（46%）。

主营业务高速增长，价值链优势维持整体高毛利

公司采用试验设备与试验服务协同发展的战略。2019 年，公司两项主营业务均保持高速增长。其中，设备销售业务营收同比增长 25.62%，试验服务业务营收同比增长 23.76%。近年来，试验设备与试验服务的市场规模稳步增长的同时，供给总产能有限，有利于公司营收进一步增长。同时，两项主营业务占据产业价值链的优势位置。2019

年，设备销售业务毛利率为 36.62%，试验服务业务毛利率为 58.5%，且设备销售毛利率呈现增长趋势，整体毛利率长期保持在 46%左右且有望提升。

预计上市价格中枢约 113.47 元

预计苏试转债转股溢价率在 14%-18%之间，价格区间 111.52~115.43 元，价格中枢 113.47 元。

中签率约 0.0023%，建议积极申购

第一大股东为苏州试验仪器总厂，持股比例为 42.34%。前十大股东合计持股 61.74%。假设原股东有 65%参与配售，则预计获配 2.015 亿元面值转债，留给市场的规模约为 1.085 亿元。假设苏试转债网上申购 470 万户，按照打满计算中签率在 0.0023%左右，建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；实验设备、服务需求不及预期

行业公司

【房地产】数据持续向好，深圳限购升级，房住不炒大基调不变——行业周报-20200719

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

房住不炒基调不变，房价温和上行，房贷利率继续下降，给予行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前销售、区域政策、融资等方面均持续向好，在宽信用的大环境下，限价政策有所松动利好房企利润率修复，存货价值有望得到重估。目前房地产板块估值有所修复，板块 PE-TTM 为 9.26 倍，但仍处于历史低位。当前结算项目主要为 2017-2018 年销售项目，伴随疫情影响逐渐消散，对全年业绩影响相对较小。我们建议三季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

政策：6 月各数据持续向好，房价温和上行，深圳限购收紧

1）各数据持续向好，房价温和上行。国家统计局发布，2020 年 6 月房地产销售面积、投资额、新开工面积同比增速分别为+2.1%、+8.5%、+8.9%，前值为分别+9.7%、+8.1%、+2.5%，整体看，量价齐升推动销售增速靓眼，需求端景气度持续回升；新开工复苏明显，施工触底回升，土地购置仍是地产投资主要驱动力；回款可观，信贷环境良好，房企到位资金表现靓眼。70 城中有 61 城新房价格环比上涨，前值为 57 个；有 50 城二手住宅价格环比上涨，前值为 41 个。2）一城一策持续推进，深圳限购收紧，落户+社保/个税满 3 年方可购房，同时对离异购房同样进行收紧；内蒙古调整公积金政策，停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。我们认为深圳限购升级主要源于成交市场火热，此次调控符合房住不炒基调，一城一策持续灵活推进。后续宏观政策、行业基本面持续好转仍将有效提振板块。

成交：二手成交表现靓眼，新房二线城市表现最佳

1）新房：2020 年第 29 周，全国 32 城成交面积 431 万平米，同比减少 3%，环比减少 18%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 10637 万平米，累计同比减少 12%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 29 周，全国 32 城成交面积同比增速-3%，年初至今累计增速-12%，自 2 月以来处于持续修复通道。各线城市走势基本一致，一、二、三线单周成交同比增速分别为 10%、-3%、-8%，年初至今累计增速-20%、-4%、-18%。

资金：发债规模维持稳定，利率有所收敛

1）房企信用债、海外债发行规模累计增速分别为 32%、5%。2020 年第 29 周，信用债发行 59 亿元，同比增加 44%，环比减少 67%，平均加权利率 5.03%，环比增加 122BPs；海外债发行 24.7 亿美元，同比减少 12%，环比增加 68%，平均加权利率 7.36%，环比减少 22BPs。2）融 360：2020 年 7 月，全国首套房贷款平均利率则为 5.26%，

环比下调 2BP；二套房贷款平均利率为 5.58%，均环比下降 2BP，这是首套房、二套房连续下调的第 7 个月。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【轻工制造：思摩尔国际(06969.HK)】二季度业绩快速修复，2020H1 经调整纯利超出预期——港股公司信息更新报告-20200720

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020H1 经调整纯利同比增长约 38.1%-42.9%，超出预期，维持“买入”评级

受金融工具公允价值变动和其他非经常性项目影响（可转换优先股公允价值变动亏损 10.2 亿元，股权激励相关的付款开支 1.49 亿元，其他非经常性项目开支 0.63 亿元），公司预计 2020H1 溢利及全面收益总额同比下降约 89.1%-94.0%。若调回上述非经常性项目影响，公司预计 2020H1 经调整纯利约 12.86 亿元-13.31 亿元，同比增长 38.1%-42.9%，超出市场预期。我们继续看好公司长期价值，维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 29.76/41.93/60.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.73/1.05 元，当前股价对应 PE 为 53/38/26 倍，维持“买入”评级。

疫情波动、政策收紧影响相对有限，2020Q2 业绩快速修复

1）受疫情影响，公司 2020Q1 产能相较计划产能下降 1/3。而需求端，ToC 的自有品牌 APV 销售受疫情影响较大，而占比较高的 ToB 端业务需求受影响有限。2020 年 1-4 月，公司 ToB 端收入和销量分别增加 20.3%和 12.4%，ToC 端收入及销量分别下降 40.5%和 33.6%。因此，由于 2020Q1 海外需求整体受影响有限，而国内供应能力下降，所以二季度海外客户补库存需求提升，公司业绩快速修复。

2）美国调味电子烟禁令于 2020 年 2 月落地实施。公司的主要客户通过积极调整产品组合，受政策影响有限。2020 年 3 月-4 月，公司源于调味型电子烟的主要客户 SVI、雷诺烟草、日本烟草的销售收入仍分别同比增加 4%、637%、107%。

新型烟草方兴未艾，继续看好公司在技术、供应链和客户积累上的竞争优势

根据弗若斯特沙利文，雾化电子烟仍处于快速发展期，2019 年-2024 雾化电子烟全球市场规模 CAGR 有望达 24.9%。公司凭借技术（基础研究和实践应用研发并重，掌握 FEELM 等核心技术以及拥有研发服务大客户的丰富经验）、供应链（拟新建生产基地投产后，产能有望实现翻倍式增长）和客户积累（与下游 NJOY 等大客户有长期良好的合作关系），有望尽享新型烟草快速发展的行业红利。

风险提示：新型烟草监管政策变化、下游大客户市场开拓受阻、消费电子代工厂等竞争对手进入使市场竞争加剧等。

【化工：彤程新材(603650.SH)】入股北京科华微电子，采撷国产光刻胶明珠——公司深度报告-20200720

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

公司入股科华微电子 33.70%股权，深化电子化学品布局，维持“买入”评级

公司 7 月 8 日公告，全资子公司彤程电子受让科华微电子 33.70%的股权，投资金额 1.8367 亿元。公司围绕“做强主业、两翼齐飞”的发展战略，通过内涵式增长和外延式发展，有步骤、分层次地进入电子化学品领域，致力于成为具有国际竞争力的电子化学品企业。本次投资事项对公司业绩影响较小，考虑彤程精化退出响水生态化工园区造成的资产损失，我们下调公司 2020 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.56（原为 4.20）、4.98、5.94 亿元，对应 EPS 为 0.61、0.85、1.01 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 53.0、37.8、31.7 倍。同时，随着下游汽车消费复苏，公司主业橡胶助剂需求回暖，维持“买入”评级。

外资巨头主导全球光刻胶市场，中高端光刻胶国产替代空间广阔

光刻胶是微细图形线路加工的关键材料，微电子制造业从微米级进入纳米级水平的过程中，光刻胶起着举足轻重的作用。2019 年国内光刻胶市场规模约 70 亿元，自 2010 年起复合增速达 11%，远高于全球增速。目前 PCB 光刻胶已基本实现国产替代，而 LCD 及半导体领域的光刻胶自给率极低，JSR 株式会社、东京应化工业、信越化学等前五大光刻胶厂商占据了全球市场 87%的份额。随着显示面板、半导体产业向中国大陆转移，中高端光刻胶存在着广阔的国产替代空间。

科华微电子是国内半导体光刻胶领军者，彤程新材成为其第一大股东

科华微电子成立于 2004 年，一直专注于光刻胶的研发，是一家产品覆盖 KrF、g/i 线、紫外宽谱光刻胶及配套试剂供应商与服务商，是中芯国际、华润上华、杭州士兰、吉林华微电子、三安光电、华灿光电、德豪光电等行业顶尖客户的稳定合作伙伴。科华微电子拥有完备的支持产品研发和出厂检验的分析和应用测试平台，承担了多项国家、北京市级光刻胶重点研发及产业化项目，与中科院联合承担的“02 专项”EUV 光刻胶项目已通过国家验收。目前彤程新材是科华微电子的第一大股东，持股 33.70%，第二、三大股东持股比例分别为 17.33%和 15.44%。

风险提示：光刻胶客户开拓不及预期，新产品研发不及预期，下游需求低迷等。

【机械军工：新劲刚(300629.SZ)】射频微波业务技术领先的行业龙头，多类型战机与导弹等下游放量催化业绩较高增长——公司首次覆盖报告-20200720

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

看好射频/微波、军工新材料业务前景，首次覆盖给予“买入”评级

我们看好子公司宽普科技的军工电子业务、康泰威的军工新材料业务在国家大力发展军队现代化建设的时代背景下，率先在高景气度的军机/导弹等应用领域实现快速增长。预计公司 2020-2022 年可分别实现营业收入 3.4/4.8/6.0 亿元，归母净利润 0.7/1.0/1.6 亿元，EPS 0.54/0.78/1.19 元，当前股价对应 PE 47/33/22 倍，公司 2020-2022 年动态 PE 估值低于可比上市公司平均估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

传统民品业务稳定盈利，军工电子及新材料业务有望成为业绩增长主要动力

公司形成新材料与电子业务协同发展、民品军品双轮驱动的业务格局。传统民用金属基超硬材料制品业务将继续优化产品客户结构，拓展海外市场，保持盈利稳定；康泰威吸波材料/防腐导静电材料/热喷涂材料等军工新材料产品、宽普科技军工射频/微波产品充分受益航空、导弹等细分领域高景气度，有望成为公司未来业绩增长的主要来源：1）“十四五”期间，以“20 系列”为代表的新型空军装备有望加速列装，带动上游机载射频/微波相关产品、军工新材料放量增长；2）伴随中国空、海、陆、火箭军武器平台数量的快速提升，所搭载导弹需求也将随之暴增，叠加国内实战化训练增多也将进一步加大对导弹的消耗，随着导弹需求的快速释放，弹载微波相关产品有望迎来大幅增长。

业绩承诺指引宽普科技高增长预期

新劲刚收购宽普科技时，交易对方承诺标的 2019-2021 年期间各年度实现的扣非归母净利润数分别不低于 4000 万元、5000 万元、6000 万元。其中 2019 年，宽普科技已实现扣非净利润 4354 万元，超额完成率 8.9%。若标的公司完成业绩承诺，将大幅增厚公司利润。随着军改落地和军民业务协同建设方略的持续推进，预计宽普科技未来 5 年仍有望保持 30%-50%的复合增长率。

风险提示：军费增长不及预期、新型武器装备列装换装不及预期、传统业务景气度持续下滑

【电子：TCL 科技(000100.SZ)】涨价助推大尺寸业绩爆发，技术创新和 AMOLED 量产驱动中小尺寸成长——公司首次覆盖报告-20200720

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

首次覆盖，给予 TCL 科技“买入”评级

供给端收缩和需求恢复使 6 月面板价格重新上涨。赛事大年和大尺寸化带来的需求大年，加上韩国厂商的产能退出有望使本轮 LCD 面板涨价持续到 2021 年。TCL 华星是全球半导体显示行业领先厂商，是本轮面板涨价周期的最大受益者。我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 676、800 和 1264 亿元；归母净利润分别为 28.67、48.78、75.96 亿元；EPS 为 0.21、0.36、0.56 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE30.3x、17.8x、11.5x。首次覆盖，给予 TCL 科技 “买入”评级。

面板涨价助推大尺寸业绩爆发

LGD、三星 SDC 退出动作大幅改善了 LCD 行业供给。TV 需求开始逐步恢复，群智咨询预测，2020Q3 全球的 TV 出货量同比有望实现 1%的增长，环比更是大幅增长 30%以上。供需共振，面板价格在 2020 年 6 月开始重新步入涨价周期。赛事大年和大尺寸化带来的需求大年，加上韩国厂商的产能退出有望使这一轮 LCD 价格上涨趋势持续到 2021 年。TCL 华星是全球主要的 TV 面板供货商， 2020Q1 公司 TV 面板出货量和出货面积均排全球第二，TV 面板涨价将助推公司大尺寸业绩迎来爆发。

技术创新提升 LTPS 竞争力，AMOLED 量产打开中小尺寸成长空间

公司 LTPS 占华星收入 44%，在竞争加剧背景下，公司通过加大 Incell/COF/盲孔产品出货占比、积极开发屏下屏内指纹技术等创新，持续提升 LTPS 产品竞争力。2019Q4，公司武汉 t3 AMOLE 工厂实现一期量产，曲面、可折叠产品相继向小米和 MOTO 品牌客户出货。未来两年，公司 AMOLED 业务将进入产能、良率的快速爬升期，结合 5G 换机周期的渐进，AMOLED 收入有望布局快速增长阶段，进一步打开了华星中小尺寸业务的成长空间。

风险提示：三星、LGD 产能退出延期风险；新冠疫情抑制 TV 消费风险；2021 年体育赛事延期风险；公司 AMOLED 产能、良率和客户开拓进展低于预期风险。

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