证券研究报告
2020 年 07 月 14 日 星期二

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：水利工程建设将对下半年基建投资增速起到重要拉动
- 策略：创业板注册制正式启动

行业与公司

- 康辰药业（603590）：引入战投，未来有望加强协同
- 盐津铺子（002847）：烘焙超预期+毛利率提升带动业绩高增长
- 桃李面包（603866）：Q2 收入增速放缓，期待下半年业绩弹性

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,852.96	2.10	18.46
上证综指	3,443.29	1.77	12.89
深证成指	14,149.14	3.50	35.65
中小板指	9,502.30	3.85	43.26
创业板指	2,889.43	3.99	60.69
道琼斯工业	26,085.80	0.04	-8.59
标普 500	3,155.22	-0.94	-2.34
纳斯达克	10,390.84	-2.13	15.81
伦敦富时 100	6,176.19	1.33	-18.11
日经 225	22,784.74	2.22	-3.69
香港恒生	25,772.12	0.17	-8.58

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,810.00	0.00
NYMEX 原油	40.38	0.56
COMEX 黄金	1787	7.70
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	564.2	3.00
DCE 焦炭	1871.5	-1.00
SHFE 螺纹钢	3619	46.00
CBOT 黄豆	896.6	-2.40
CBOT 小麦	492	-6.40
CBOT 玉米	343	-6.40

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	96.5647	-0.1072
美元/人民币	7.0566	-0.0144
欧元/人民币	7.9405	-0.0025
欧元/美元	1.12504	0.0016
美元/日元	107.449	-0.442
英镑/美元	1.24741	0.0077
美元/港币	7.7506	0.0003

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：水利工程建设将对下半年基建投资增速起到重要拉动**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251911】

事件： 7 月 13 日上午，国务院新闻办公室举行防汛抗旱和重大水利工程建设国务院政策例行吹风会，国家发展改革委副秘书长苏伟出席，介绍重大水利工程建设有关情况

点评： 7 月 8 日，国务院常务会议提出“研究了今年及后续 150 项重大水利工程建设安排”，发改委在 7 月 13 日的防汛抗旱和重大水利工程建设吹风会上，明确了这 150 项重大工程的五大项目类型和项目总额，预计 2020-2022 年总投资约 1.29 万亿元，能够带动直接和间接投资约 6.6 万亿元，年均新增就业岗位约 80 万个。目前，已累计下达今年重大水利工程中央预算内投资 528 亿元。假设按照三年投资平均分布计算，年内还有 3800 亿左右的项目投资需要落地，这是拉动今年下半年基建投资的重要动力，也利好产业链上的相关行业。

此外，从 2018 年开始募集的专项债资金，目前并没有很好的体现在基建投资的增速上，下半年基建投资有可能在近两年累积资金的推动下，迎来爆发增长。

- **策略：创业板注册制正式启动**

【策略组 朱斌 S1250515070001 021-68415861】

事件： 创业板注册制改革后，召开了第一次发审会，通过了四家公司的上市审议结果，同意其上市。这四家公司分别是锋尚文化、龙利得、康泰医学、青岛天能。目前，创业板注册制审核放开后已接受 275 家企业的 IPO 申请。

点评： 此次会议结果意味着注册制在创业板正式落地推进。未来很快可以看到注册制下的创业板新股上市。这意味着资本市场的注册制改革加速深入推进。这次发审会的表述与之前“同意 xx 公司发行上市”不同，所用的表述方式是“符合发行条件、上市条件和信息披露要求”。注册制改革，显著加快了企业上市过程，未来也会进一步加速 A 股的扩容进程。四家公司里的三家，锋尚文化、龙利得和康泰医学的上市申请都是在 6 月 22 日以后获得受理，受理之后不到一个月就获得注册上市资格，显示了注册制改革之下的上市扩容效率。

我们认为，在牛市中期，注册制加速推进，会与牛市形成相辅相成的促进作用，使得市场保持良好的赚钱效应。

风险提示：市场上涨过快叠加扩容过快，加剧市场泡沫化风险。

行业与公司

- **康辰药业（603590）：引入战投，未来有望加强协同**

【医药生物组 杜向阳 S1250520030002 021-68416017】

事件： 公司 7 月 13 日发布非公开发行 A 股的公告，引入战投方 CBC 投资（康桥资本所控的康桥四期美元基金的全资孙公司）。本次非公开发行预案拟发行不超过 3919.5 万股，发行价格为 32.09 元/股，拟募资总额不超过 10.56 亿元；发行对象为董事长王锡娟与 CBC 投资，分别拟现金认购 3.56 亿元、7 亿元。扣除发行费用后拟用于 KC1036 创新药物研发项目 8.8 亿元，收购特立帕肽商业运营权项目 1.8 亿元。

点评： 引入专业战投，公司实力有望全面提升。康桥资本在全球多个地区深入投资布局管理资金规模超 20 亿美元，涵盖生物医药研发、医疗器械和医疗服务。公司引入康桥资本，有望增强公司资金实力，对接产业资源，有利于公司实现和康桥资本所投资的国外企业实现技术导入和合作研发，共同寻找产业链上下游并购机会。除此之外，战投方有望向公司导入其先进的投资理念、成熟的治理经验等，在公司治理中发挥积极作用，维护全体股东权益。

KC1036 扩充公司产品线，增强公司的创新研发能力。KC1036 研发思路清晰，完全原创“全球性”创新药。KC1036 属于多靶点受体酪氨酸激酶 AXL/VEGFR2/FLT3 新型小分子靶点抗肿瘤药，化学结构明确、作用分子靶点新颖且特异性强、抗肿瘤作用显著以及毒性小，有望增强药品的安全性、有效性和病人用药的顺应性。作为小分子多靶点靶向药物，具有多靶点、高疗效、低剂量等显著优势，治疗的癌种将更加广泛，可用于非小细胞肺癌、胆囊癌、胆管癌、胃癌、白血病等适应症。

进军骨科市场，特立帕肽丰富产品结构。特立帕肽是国内外唯一上市的骨形成促进剂处方药，根据 IMS 的统计数据，2018 年全球市场规模已达到 19.3 亿美元，且国内市场同类竞品较少，除礼来 Forteo 产品外其他竞品均为国内厂家研发的生物类似药。随着骨质疏松症整体用药市场的增长，特立帕肽细分市场规模也将进一步增长，有助于公司扩大经营规模、提升盈利能力。基于对特立帕肽商业运营权项目以及密盖息资产的收购，公司将拥有治疗骨质疏松症的两个重要产品，进军骨科市场，拓宽业务布局。

盈利预测与投资建议。若不考虑收购项目和股本增发带来的影响，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.27 元、1.46 元和 1.59 元，对应 PE 分别为 36 倍、32 倍和 29 倍；考虑本次项目收购、密盖息项目收购和股本增发，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 1.27 元、1.81 元和 1.95 元，对应 PE 分别为 36 倍、26 倍和 24 倍。我们认为随着公司现有业务巩固和创新业务推进，进军骨科市场利好长期发展，维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争风险、药品价格下行风险、新药研发风险、非公开发行整合风险和摊薄即期回报风险。

- **盐津铺子（002847）：烘焙超预期+毛利率提升带动业绩高增长**

【食品饮料组 朱会振 S1250513110001 023-63786049】

事件： 公司发布 2020 年半年度业绩预告，上半年实现归母净利润 1.25-1.30 亿元，对应 Q2 单季 0.68-0.73 亿元，同比+80%-93%，超市场预期。

点评： 烘焙持续放量，果干、坚果和辣条拓展顺利。得益于“双岛战略”推进及股权激励调动团队积极性，上半年收入保持高速增长，利润端超预期。估计烘焙类收入增速 80%以上；果干类上半年翻倍增长，实现营收近 1 亿元；辣条类上半年任务量完成过半。公司休闲零食第一曲线稳中有升，休闲烘焙点心第二曲线较大幅度提升，坚果果干等第三曲线正在培育。同时，公司积极布局新品，期待新品类投放和增长。“盐津铺子”零食屋、“憨豆先生”面包屋 4 月份开始投放，月均新增 1000 家左右，新增 3000 多家，达到 1.2 万家，拓展节奏快于公司规划（全年计划 1.3 万家）。

毛利率上行，盈利能力持续提升。公司上半年利润率持续提升，主要是受益于：1、主营业务稳定增长，整体规模效应凸显；2、费效比提升，费用投放更有针对性，动销较为理想，店中店模式持续拓展，品类和渠道协同。公司注重规模与效益兼顾，不断优化内部管理和各项资源配置，各项成本和费用管控日趋良性，对业绩弹性也有一定贡献。

看好公司品类扩充，渠道协同，净利率处于快速提升阶段。1、休闲零食市场空间千亿元，年均增速 10%左右，且行业较为分散，品类众多，行业尚未形成品牌龙头企业；同时，部分品类竞争格局已经形成，难以突破，盐津产品端以差异化竞争为突破口，避开龙头优势产品，注重特色；生产端自加工，保证质量；产品和渠道协同，将充分享受行业快速增长。2、渠道协同初见成效，公司以直营大、中型商超带动经销商等中小渠道的发展，并采用店中店模式，快速导入产品，线下“盐津铺子”零食屋、“憨豆先生”面包屋“双岛战略”齐步运营，效果显著。3、受益于新品导入和渠道协同，叠加规模优势，公司净利率将处于快速提升阶段，看好公司利润持续超预期。

盈利预测与投资建议。由于烘焙超预期+毛利率提升，上调 2020-2022 年收入分别至 20.2 亿元、26.3 亿元、33.3 亿元，归母净利润分别至 2.3 亿元、3.2 亿元、4.4 亿元，对应动态 PE 分别为 65 倍、46 倍、34 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场开拓不及预期风险，疫情对行业影响或超出预期。

- **桃李面包（603866）：Q2 收入增速放缓，期待下半年业绩弹性**

【食品饮料组 朱会振 S1250513110001 023-63786049】

事件： 公司发布 2020 年上半年业绩快报，上半年实现营收 27.4 亿元，同比增长 7%，实现归母净利润 4.2 亿元，同比增长 38%。其中二季度实现营收 14.2 亿元，与去年同期基本持平；实现归母净利润 2.2 亿元，同比增长 22%。

点评： 竞争对手逐步复工，收入增速趋缓。二季度收入放缓主要受三方面因素影响：1）二季度以来烘焙门店、速食店、早餐店恢复营业，家庭消费及囤货场景减少；2）学校开学延后及部分学校改为线上教学，导致学校渠道受影响较为明显；3）东北地区疫情反复，影响部分门店复工及物流配送。

毛利率水平稳步提高，二季度净利率创新高。毛利率方面，公司销售收入的稳步增长促进了生产规模的扩大，2.12 万吨山东生产基地于 2020 年 2 月投产，公司整体规模效应增强，毛利率水平有所提高。净利率方面，二季度净利率达 15.8%，主要受益于两方面：1）短保面包作为居民日常消耗食品，家庭端需求仍然旺盛，促销买赠等终端费用投放较少；2）受国家阶段性社保减免政策影响， 公司成本费用有所下降。

收入短期波动，公司核心优势稳固，看好公司长期发展。目前由于疫情反复，公司门店及学生渠道仍受影响，下半年学生渠道恢复后，收入增速将恢复正常，同时公司将重点拓展华东、华南新兴市场，加大经销商数量。面对行业竞争加剧，抢占市场份额仍是公司首要目标，费用投放利于公司长期发展。公司作为短保面包行业龙头，渠道壁垒深厚，供应链管控能力卓越，有望在行业竞争中取得优势。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年收入分别至 65.0 亿元、74.3 亿元、84.4 亿元，归母净利润分别至 8.9 亿元、9.2 亿元、10.3 亿元，对应动态估值 39x、38x、34x，维持“持有”评级。

风险提示：行业竞争加剧，食品安全风险。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-07-02	11,903.15	6,242.48	5,660.67	11,550.11	1,174.51	1,046.02	128.50	353.04	38.23
2020-07-01	11,762.77	6,177.88	5,584.89	11,421.61	1,036.89	929.02	107.87	341.16	38.38
2020-06-30	11,637.68	6,117.66	5,520.02	11,313.74	863.43	741.78	121.65	323.94	36.34
2020-06-29	11,502.48	6,057.47	5,445.02	11,192.09	707.50	620.63	86.88	310.39	35.74
2020-06-24	11,416.25	6,017.08	5,399.17	11,105.22	687.07	737.77	-50.70	311.03	35.38

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 7 月 14 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
国光连锁	605188	4,958	4.65	20200716	20200716		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 7 月 14 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
002741	光华科技	2020-07-13	284.58	0.77%	0.76%	增发 A 股原股东配售上市
300567	精测电子	2020-07-13	161.64	0.66%	0.66%	股权激励限售流通
603878	武进不锈	2020-07-13	241.94	0.61%	0.60%	股权激励限售流通
603421	鼎信通讯	2020-07-13	307.25	0.47%	0.47%	股权激励限售流通
002591	恒大高新	2020-07-13	56.45	0.19%	0.18%	股权激励限售流通

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
002262	恩华药业	2020-07-13	296.00	0.29%	0.29%	股权激励限售流通
300673	佩蒂股份	2020-07-13	9,722.16	203.74%	57.27%	发行前股份限售流通
300672	国科微	2020-07-13	6,858.43	62.30%	38.01%	发行前股份限售流通
603595	东尼电子	2020-07-13	12,789.00	180.44%	60.06%	发行前股份限售流通
300423	鲁亿通	2020-07-13	318.08	0.89%	0.64%	股权激励限售流通
300275	梅安森	2020-07-13	75.48	0.46%	0.45%	股权激励限售流通
002405	四维图新	2020-07-13	1,151.16	0.59%	0.59%	股权激励限售流通
002907	华森制药	2020-07-15	44.15	0.47%	0.11%	股权激励限售流通
300785	值得买	2020-07-15	296.52	14.88%	3.68%	发行前股份限售流通
002287	奇正藏药	2020-07-15	2.12	0.00%	0.00%	股权激励限售流通
300659	中孚信息	2020-07-16	6,291.31	42.87%	29.30%	发行前股份限售流通
603236	移远通信	2020-07-16	4,425.60	165.38%	41.35%	发行前股份限售流通
300533	冰川网络	2020-07-16	43.02	0.29%	0.28%	股权激励限售流通
300359	全通教育	2020-07-16	44.00	0.07%	0.07%	股权激励限售流通
002271	东方雨虹	2020-07-17	24.82	0.02%	0.02%	股权激励限售流通
600873	梅花生物	2020-07-17	625.74	0.20%	0.20%	股权激励限售流通
300740	御家汇	2020-07-17	69.64	0.31%	0.17%	股权激励限售流通
603603	博天环境	2020-07-17	27.20	0.11%	0.07%	股权激励限售流通
002749	国光股份	2020-07-17	143.39	0.34%	0.33%	股权激励限售流通
000066	中国长城	2020-07-17	33,470.79	13.44%	11.43%	延长限售锁定期流通
603387	基蛋生物	2020-07-17	12,978.87	99.90%	49.85%	发行前股份限售流通

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 7 月 14 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn