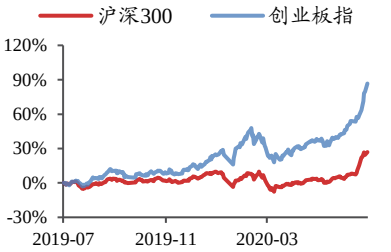
2020 年 07 月 14 日

开源晨会 0714

——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(%)
农林牧渔	6.44
有色金属	5.08
电气设备	4.6
建筑材料	4.34
食品饮料	3.92

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-2.5
银行	-0.6
非银金融	0.95
房地产	0.96
家用电器	1.3

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

【宏观】2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”——宏观经济点评-20200713

与美国以往大选年相比，2020 年有着太多不同，各个方面更加混乱、无序。

【宏观】被低估的财政空间——宏观经济点评-20200713

2020 年是近年来积极财政力度最大的一年。

【固定收益】信用分化在路上——固收信用评级调整观察专题-20200713

总的来看，2020 年信用评级上调率和下调率均有可能超 2019 年同期值。

【固定收益】锂离子电池领域领军企业——欣旺转债申购价值分析——事件点评-20200713

预计欣旺转债转股溢价率在 12%-16%区间，价格区间 128.68~133.28 元。

行业公司

【传媒】聚焦半年度业绩，游戏龙头和电影板块继续配置——行业周报-20200712

聚焦中报超预期，积极关注核心产品表现稳定的游戏公司

【煤炭石化：和顺石油(603353.SH)】上市树立民营加油站品牌，加速扩张打造龙头地位——公司首次覆盖报告-20200713

公司是民营加油站龙头企业，上游采购渠道多样化保障油品稳定供应。

【煤炭石化：潞安环能(601699.SH)】喷吹煤龙头，低估值山西国改标的——公司首次覆盖报告-20200713

公司作为山西省喷吹煤龙头，是山西重点国有煤企潞安集团旗下唯一上市平台。

【电子：京东方 A(000725.SZ)】新一轮涨价周期开启，全球面板龙头迎风启航——公司首次覆盖报告-20200713

韩厂退出、下游需求复苏，面板行业进入新一轮涨价周期。

【轻工：中顺洁柔(002511.SZ)】品类拓展继续提速，2020H1 业绩预告再超市场预期——公司信息更新报告-20200713

公司预计 2020H1 归母净利润为 4.12 亿元-4.67 亿元，同比增长 50%-70%。

【通信：中际旭创(300308.SZ)】光模块王者乘风破浪，静待数通放量再腾飞——公司信息更新报告-20200713

2020 年 H1 调非后实现归母净利润为 3.47-4.08 亿元，同比增长 67.63%-97.1%。

【电子：深天马 A(000050.SZ)】屏幕创新提升 LTPS 盈利，AMOLED 打开成长空间——公司首次覆盖报告-20200713

公司是全球领先的中小尺寸面板供应商。手机屏幕创新带来的单品价值提升是公司 LTPS 成长的主要来源。

【中小盘：盐津铺子(002847.SZ)】疫情后加速扩张落地，连续四个季度业绩超预期——中小盘信息更新-20200713

公司公告了 2020 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 1.25-1.30 亿元，同比增长 88.95%-96.49%。

研报摘要

总量研究

【宏观】2020 年美国大选的关键词：“混乱”、“无序”——宏观经济点评-20200713

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

4 月以来，特朗普支持率出现大幅下滑，下滑幅度在美国以往大选年都较为罕见。4 月初至今，特朗普支持率由 47.4%大幅下滑至 41.5%。美国在任总统支持率在大选年出现近 6%的下滑幅度，在历史上都较为罕见。回溯美国 1945 年以来共 12 位总统的民调数据变化，仅卡特、老布什支持率在大选年出现大幅下滑，并双双连任失败。

美国以往大选年，从未发生过如新冠疫情般严重的公共危机事件，也未出现如此严重的经济衰退。美国大选年曾出现过暴乱、流感疫情等，但严重程度远不及新冠疫情。以死亡数据为例，新冠疫情已造成近 14 万人死亡，为历史最高。疫情也导致美国 4 月失业率升至 14.7%、2 季度经济增速跌至-10%以下，为历史之最。

美国少数族裔群体对在任总统的反感度达到如此高的水平，以往大选年从未出现过。美国少数族裔普遍为民主党的支持者，对共和党的支持率往往不高。但最新民调数据显示，随着种族矛盾持续加剧，美国非裔、拉丁裔群体对特朗普的支持率已分别下滑至 7%、25%，双双刷新了对共和党总统竞选人支持率的新低。

疫情下，2020 年大选流程推进节奏受极大干扰；截至 7 月，还未完成初选及召开党代会。大选年中，两党一般在 2 月至 6 月举行党内初选，6 月或 7 月召开党代会。但受疫情影响，美国多个州推迟 2020 年大选初选。同时，民主党已将党代会举行时间从 7 月推后至 8 月，共和党也表示将视疫情发展决定党代会时间。

根据宪法规定，美国大选推迟概率不高；但疫情二次爆发、种族矛盾加剧背景下，大选面临的不确定性越来越大。美国大选的日程调整必需经国会投票、修改选举法完成，历史上大选从未推迟过。国会目前分裂状态下，2020 年大选推迟的概率不高。但随着疫情二次爆发、种族矛盾加剧等，尤其是多个摇摆州疫情大幅反弹、经济修复放缓，以及受到种族矛盾激化冲击，此次大选面临的不确定性越来越大。

若疫情形势严峻，投票方式会否由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。美国大选结果一般是大选投票日当天统计、公布。只有在 2000 年，因佛罗里达州计票失误，美国大选结果推迟了一个月公布。期间，由于大选结果迟迟未定，美国资本市场的波动率明显抬升。此次大选，投票方式会否因为疫情由现场投票改为邮寄投票等，导致大选结果公布时间更晚，值得关注。

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】被低估的财政空间——宏观经济点评-20200713

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

下半年，广义财政支出增速或将显著抬升，积极的财政政策呈现较强延续性

2020 年是近年来积极财政力度最大的一年；但前 5 月来看，广义财政支出增速仅 1%，大幅低于预算增速。2 月以来，政策要求积极财政要“更加积极有为”； 2020 年预算安排广义财政“赤字”11.2 万亿元，较 2019 年提高 5.5 万亿元，对应广义财政支出预算增速达到 13.2%。但前 5 月实际支出增速仅为 1%，大幅低于预算值。其中，一般财政支出同比下降 2.9%，支出进度 36.4%、较往年偏慢。

上半年，政府债券融资尚未充分用于支出、形成大量资金“沉淀”，一定程度上制约了广义支出扩张。1-5 月，广义财政收入同比大幅下滑 11.6%，减收规模达 1.34 万亿元。而同期政府债券净融资 3.4 万亿元、广义财政“赤字”2.1 万亿元，这意味着至少有 1.3 万亿元的政府债券融资尚未用于支出。实际上，5 月财政存款单月增加 1.31 万亿元，增幅创 2005 年数据记录以来的新高，也对此形成印证。

考虑到疫情对经济活动及财政收入的冲击，中性情境下，下半年广义财政支出增速或可抬升至 5%-10%，甚至可能更高。1-5 月，广义财政仅使用了全年预算“赤字”的 18.6%，尚留有 9.1 万亿元“赤字”空间。中性情境下，综合考虑广义财政减收、沉淀资金盘活比例、政府债券使用进度等因素，下半年财政支出增速或抬升至 5%-10%，甚至可能更高。同时“类财政”融资放量，也可配合财政发力。

需要注意的是，广义财政的实际支出情况，还可能受到财政资金盘活、债券使用进度、投资项目质量等因素影响。历史来看，地方财政沉淀资金盘活的实际效果，具有不确定性。同时，需要考虑政府融资支出进度、资金和项目匹配等问题，避免出现资金闲置、“钱等项目”的情况。此外，项目质量（运营现金流）、地方政府债务等因素，可能会抬高项目资本金比例，掣肘专项债等财政资金使用效率。

风险提示：国内宏观经济或财税政策出现大幅调整；财政数据测算存在误差。

【固定收益】信用分化在路上——固收信用评级调整观察专题-20200713

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

2020 年评级调整观察，边际仍在持续分化

总的来看，2020 年信用评级上调率和下调率均有可能超 2019 年同期值，主体级别调高和调低出现分化。

周期行业上调率高，民企区域细分龙头在变强

1、2020 上半年周期行业的信用基本面在边际上调

2、国资背景依然是信仰源头，但民企信用水平在悄悄复苏

其中，地产和化工两个行业的民企主体上调数量明显比 2019 年要多，地产区域龙头是本次地产主体信用资质上调的主力，而化工则是细分龙头为主。

制造业下调率最高，下调以海外收入占比高的民营主体为主

2020 年截至目前，共 19 家有海外收入的民营主体评级被下调。总体来说，以地产和过剩产能行业为主的主体由于边际分化导致下调数量减少，但受贸易摩擦影响的主体下调数量增加得较多。

目前信用仍在持续分化，疫情或只是局部影响

1）对于级别下调的主体，尤其是海外收入依赖度较高的，仍需关注其如何调整战略修复其信用水平。

2）短期内疫情可能对局部行业有影响，需要警惕 2020 年上半年受到疫情影响特别严重的行业，若下半年仍无法好转，很有可能影响到其 2020 年的收入以及现金流，可能会出现被下调主体等级的风险，主要需要关注的是餐饮、旅游、酒店和影视等行业。

风险提示：经济复苏不及预期，疫情反复影响发债主体信用基本面。

【固定收益】锂离子电池领域领军企业——欣旺转债申购价值分析——事件点评-20200713

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

锂离子电池行业龙头

公司是国内锂能源领域设计能力最强、配套能力最完善、产品系列最多的锂离子电池模组制造商之一，主要产品为锂离子电池模组，涵盖锂离子电芯、电源管理系统、精密结构件、智能制造等多个领域。公司主营业务包括锂离子电池模组（占 2019 年公司营收 77%），智能硬件类（16%）和结构件（5%）。

传统业务高速增长，新兴业务景气度高

公司的传统核心业务手机电池 pack 在 2019 年呈现逆势增长，在全球出货量下降的情况下，2019 年公司手机数码业务实现收入同比增长 21.67%。同时笔记本电脑电池业务实现营收同比增长 40.53%，近五年复合增长率 62.18%。新兴智能硬件产品的异军突起将使整个行业始终维持较高的景气度。根据 IDC 公布的数据， 2019 年全球可穿戴市场出货量达到 3.365 亿台，相较 2018 年增长了 89%。

预计上市价格中枢约 130.98 元

预计欣旺转债转股溢价率在 12%-16%区间，价格区间 128.68~133.28 元，价格中枢 130.98 元。

中签率约 0.0065%，建议积极申购

第一大股东为王明旺，持股比例为 27.85%。前十大股东合计持股 49.24%。假设原股东有 65%参与配售，则预计获配 7.28 亿元面值转债，留给市场的规模约为 3.92 亿元。假设欣旺转债网上申购 600 万户，按照打满计算中签率在 0.0065%左右。建议积极申购。

风险提示：正股及市场大幅波动风险；手机需求不及预期

【固定收益】寻找高弹性的转债：估值曲线的高度及斜率——固收专题-20200712

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

转债相对于正股的弹性是由转股溢价率的趋势决定的。转股溢价率更多反映的是市场对未来股市上涨空间的预期及条款触发的预期，其与正股价格的走势是大多反向的，但也存在两次个例：

1）2011-2013 年因市场的情绪非常悲观，导致转股溢价率与市场的走势同步走向下跌；

2）2015 年股票指数与转股溢价率所发生的同步上涨只是当时的赎回潮所带来的幸存者偏差现象。

从短期市场表现来看，这次转股溢价率的规律仍会符合经验规则，如果股票市场上涨延续，转股溢价率大概率会走低。但在微观世界里，转股溢价率下降的影响并不是均衡的：

1）转股溢价率对正股的敏感性不是一成不变的，当转股溢价率下降时，转股溢价率与转股价/正股价之间的拟合曲线会变平，个券间的估值差异会收敛；

2）在此间，转股溢价率偏低的偏股型转债因其估值的下降幅度更小，可能会具备更强的安全垫及弹性。

在所有偏股型转债中，如果某些转债随着正股上涨，其转股溢价率迟迟难以跌破 0，那这些转债的相对弹性及安全性更强：

1）这些转债的共性是：转股溢价率本已很低，但其转股溢价率就转股价值来说还是明显偏高；

2）配置这些转债是进可攻退可守的，下跌空间极小的转股溢价率会给这些转债充分的上涨弹性，而即使转股溢价率跌到负值，我们也能同时增加套利收益；

3）这些转债有英科转债、晶瑞转债、国轩转债、天康转债、东音转债、富祥转债、东财转 2、长信转债、新莱转债、至纯转债等。

如果某些转债本身的债性偏强，但其转股溢价率又偏高的话，那这些转债的弹性可能偏弱：

1）这些转债目前包含广电转债、盛路转债、模塑转债、凯龙转债、特发转债、振德转债、横河转债等；

2）短时来看，这些转债大多明显跑输正股，如果看好这类转债，需要看到偏高的正股上涨空间。

风险提示：宏观经济风险。

行业公司

【传媒】聚焦半年度业绩，游戏龙头和电影板块继续配置——行业周报-20200712

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

聚焦中报超预期，积极关注核心产品表现稳定的游戏公司及 Q2 业绩明显边际改善的公司

当前进入半年度业绩预告密集发布期，并即将进入半年报密集发布期。从传媒互联网公司已发布的半年度业绩预告看，核心产品表现稳定的游戏公司 Q2 业绩延续了 Q1 的良好趋势，如姚记科技；Q1 业绩受疫情影响的公司，在疫情逐步缓解后，叠加新业务或爆款产品的贡献，Q2 业绩恢复的力度或超市场预期，如芒果超媒、蓝色光标。Q2 核心产品排名和流水持续稳定，进而 Q2 业绩有望延续增长或超预期的游戏公司还包括完美世界、吉比特、游族网络等；受经济周期性恢复推动，Q2 业绩或明显边际改善的广告营销公司包括元隆雅图、分众传媒等。

苹果严格执行版号政策及新品上市仍有望继续驱动游戏板块业绩和估值提升

苹果宣布中国区 App store 将在 8 月 1 日前下架全部未提交版号信息且内含付费设计的手游，我们判断 8 月大量手游产品将从苹果应用商店下架，一方面有利于有版号的新品后续上线后抢占市场份额，另一方面买量主体有望大幅减少，或带来买量成本的下降，有版号的头部产品大规模买量后更容易跻身 iOS 游戏畅销榜前列，从近期《最强蜗牛》《新神魔大陆》产品表现来看，大规模买量对于提升和维持免费、畅销榜排名的作用依然明显。下半年拥有版号且有望国内上线的头部手游还包括腾讯《地下城和勇士》《天涯明月刀》、网易《天谕》、完美世界《战神遗迹》《梦幻新诛仙》、三七互娱《荣耀大天使》、掌趣科技《真红之刃》等，上线后有望给发行及研发商带来较大业绩弹性，建议密切关注产品定档和上线节奏。游戏板块继续重点推荐姚记科技、完美世界，受益公司包括网易、吉比特、世纪华通、三七互娱、掌趣科技、游族网络、中手游等。

电影板块复苏一致预期或正在形成，建议继续布局龙头

我们此前在 6 月 21 日的周报《坚守游戏、视频龙头，前瞻性布局电影板块》中提出，影院复业的预期再次增强，建议布局电影板块，此后在中期策略报告中再次提及“电影看恢复”并在连续几周的周报中提示布局电影板块。从近期电影板块市场表现看，我们认为对于电影行业底部复苏的一致预期正在形成，截至 7 月 11 日，全国已连续 6 日无新增本土病例，我们判断影院复业的时间点仍在不断临近，而关于影院复业的准备工作仍在推进，且前期片源准备时间越充分、民众无影可看的等待时间越长，或越有助于影院复业后人们的观影意愿超预期。我们认为，后续库存头部影片上映或带来院线及制片、发行公司收入增速边际改善，而租金减免、税收优惠等政策支持或带来院线公司净利率提升，继续建议布局正从底部走出的院线公司及内容出品龙头，受益公司包括华谊兄弟、光线传媒、万达电影、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视等。

风险提示：全球新冠肺炎疫情持续时间及对线下线下娱乐时长的影响存在不确定性；新游戏上线时间可能较计划时间出现变化；影院全面复业具体时间及人们观影意愿存在不确定性。

【煤炭石化：和顺石油(603353.SH)】上市树立民营加油站品牌，加速扩张打造龙头地位——公司首次覆盖报告-20200713

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

上市树立民营加油站品牌，加速扩张打造龙头地位。首次覆盖，给予“买入”评级。

公司是民营加油站龙头企业，上游采购渠道多样化保障油品稳定供应、具成本优势，自建油库维稳批零价差、保障利润稳定；计划投入 7 亿元通过收购&租赁的方式新增 18 座加油站，增量空间广阔。我们预测 2020-2022 年，公司归母净利润为 212/294/416 百万元，同比增长 30.9%/38.8%/41.4%，EPS 分别为 1.59/2.20/3.12 元；以 7 月 13 日

收盘价计算，当前股价对应 PE 为 34.6/24.9/17.6 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

上游采购渠道多样化，自建库存维稳批零价差

上游采购渠道多样化：公司建立了以山东地炼为主、国有石化企业为辅，贸易商为补充的多元化采购渠道。充分利用供应渠道优势，有效应对原油价格波动，保障油品稳定供给；山东地炼为主要供应渠道，占比 50%以上，对比 2017-2019 年山东地炼出厂价始终低于中石油、中石化的批发价，采购成本上具有优势。自建油库维稳批零价差：公司拥有库容 2.95 万方的湘潭油库，平均库存周期为 15 天，与成品油调价周期 10 个工作日基本保持一致，最大程度减小原油价格变动对公司的不利影响。此外，长沙铜官油库项目建成后，公司将拥有 9 万方仓储能力，周转量将达到 100 万吨以上，有助于加强公司采购议价能力和抗风险能力。

抢先布局构建竞争壁垒，收购&租赁加速版图扩张

抢先布局建构竞争壁垒：由于新建加油站审核复杂，且国家规定城区加油站之间车行距离不少于 1.8 公里，优质地段加油站成为稀缺资源。截止 2019 年底，公司自营 30 座加油站，主要位于在市区或主干路段附近。同时配套有库容 2.95 万方的湘潭油库，3.2 公里铁路专线使用权、25 辆不同吨位的油罐车，建构竞争壁垒。收购&租赁加速版图扩张：根据公司扩张项目计划，将投入 7 亿元新增 18 座加油站，平均单站成本为 3850 万元/座。对比 2018 年-2019 年自建平均成本为 4269 万元/座。通过租赁和收购的综合成本将低于自建成本，同时缩短前期准备时间，使公司实现短期快速扩张的目标。另外，公司通过此模式有望扩张到省外发达地区，增量空间广阔。

风险提示：行业竞争加剧、加油站扩张不及预期、品牌营销效果不及预期。

【煤炭石化：潞安环能(601699.SH)】喷吹煤龙头，低估值山西国改标的——公司首次覆盖报告-20200713

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

喷吹煤龙头，低估值山西国改标的。首次覆盖，给予“买入”评级

公司作为山西省喷吹煤龙头，是山西重点国有煤企潞安集团旗下唯一上市平台，通过先进的烟煤制喷吹煤技术，获得煤炭行业唯一“国高新”认证，享受 15%税率优惠。煤炭主业上，产能规模在冶金煤行业位列第一，产品结构灵活，通过低吨煤成本打造出业内领先的毛利率优势；随着煤炭行业供改持续深化，经济回暖带动需求回升，公司龙头优势愈发凸显，业绩站上新台阶。焦化辅业方面，新产能投产在即有望平稳接续现有产能退出，焦化行业去产能力度加大有望带来辅业新增长。山西国改进入关键时期，慈林山煤业的注入成为山西首例资产注入实例，目前潞安集团资产证券化率相对较低，依靠集团有望获得进一步核心资产注入，龙头优势将进一步巩固。我们预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 20.2/23.8/25.0 亿元，同比变化-15.0%/17.5%/5.4%; EPS 分别为 0.68/0.79/0.84 元，当前股价对应 PE 分别为 9.9x/8.4x/8.0x。首次覆盖，给予“买入”评级。

煤炭主业龙头实力强劲，行业供改深化助力业绩改善

公司产能规模在冶金煤行业内处于领先地位，慈林山煤业注入进一步扩大了产能规模优势。独特的烟煤制喷吹煤技术打造出灵活的产品结构，通过调整动力煤与喷吹煤销售占比以追求最优盈利组合。吨煤成本明显低于行业平均水平，造就业内领先的煤炭产品毛利率。行业供改持续深化，煤炭产能向三西地区大型产能集中，经济回暖加速有望带动冶金煤需求增长，公司作为山西喷吹煤龙头有望受益。

山西国改持续深化，集团低证券化率有望资产注入

潞安集团作为山西重点国有煤企，在煤炭与非煤业务均有深入布局，公司作为集团旗下唯一上市公司，是集团优质核心业务的整合平台。目前集团资产证券化率仅 30%，且仍有大量优质煤炭产能及焦化产能未证券化。随着 2020 年来山西国改持续深化，在政策积极推动下，集团的优质资产注入预期进一步加强。

风险提示：经济恢复不及预期；煤炭价格下跌超预期；煤炭及焦化行业去产能政策力度过大。

【电子：京东方 A(000725.SZ)】新一轮涨价周期开启，全球面板龙头迎风启航——公司首次覆盖报告-20200713

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

首次覆盖，给予京东方 A“买入”评级。

通过对全球 LCD 面板行业的供需分析，我们判断 2020 年下半年面板行业将进入新一轮景气向上周期。作为全球 LCD 面板龙头企业，行业景气向上使公司业绩具备较大的向上弹性。此外，公司 AMOLED 产能良率爬坡和客户开拓顺利，全年出货量有望较 2019 年大增并开始贡献业绩。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 35.46、96.82、158.71 亿元；EPS 为 0.10、0.28、0.46 元。首次覆盖，给予京东方 A“买入”评级。

韩厂退出、下游需求复苏，面板行业进入新一轮涨价周期。

三星和 LGD 的战略转型和退出，将缩减全球 LCD 20%左右的产能供给。此外，根据主要面板厂的规划，目前国内新产线投放已进入尾声，新增产能有限。因此 2020 年下半年开始，LCD 供给状况将出现大幅改善。需求端，短期市场复苏信号显现，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，6 月、7 月面板价格大涨，行业进入新一轮涨价周期。

全球面板龙头静待 LCD 业绩释放。

公司是全球 LCD 面板龙头，上半年武汉 10.5 代线量产使公司 LCD 产能较 2019 年同比增长 15.4%，全球占比有望在 2020Q4 继续提升到 21.9%，位列全球第一。面板价格上涨预计将使公司 LCD 业绩迎来爆发。

产能良率快速爬升，AMOLED 有望逐步贡献业绩。

公司目前有 3 条 6 代柔性 AMOLED 产线量产和在建，设计产能均为 48K/月。其中，成都、绵阳 AMOLED 量产顺利，并成功进入华为 Mate Pro 系列屏幕供应商名单。我们预计，随着产能良率持续爬升，客户陆续开拓， 2020 年公司 AMOLED 业务表现有望超预期。

风险提示：三星、LGD 产能调整进度和幅度低于预期；下游需求疲软风险；AMOLED 在智能手机中渗透速度低于预期；AMOLED 产能良率爬坡缓慢风险。

【轻工：中顺洁柔(002511.SZ)】品类拓展继续提速，2020H1 业绩预告再超市场预期——公司信息更新报告-20200713

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020H1 业绩预告再超预期，全年业绩有望延续高增长，维持“买入”评级

公司预计 2020H1 归母净利润为 4.12 亿元-4.67 亿元，同比增长 50%-70%，其中 2020Q2 归母净利润 2.29 亿元-2.84 亿元，同比增长 52%-88 %。公司业绩再超预期，主要基于：①受疫情催化，生活用纸需求旺盛，口罩预计贡献增量利润；②品类、渠道优化拓展的长逻辑不变；③原材料价格持续下行。上调盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 8.15/9.62/11.39 亿元（此前预测为 7.68/9.06/10.82 亿元），对应 EPS 为 0.62/0.73/0.87 元，当前股价对应 PE 为 29/24/21 倍，维持“买入”评级。

个护、口罩等新品推广加速，电商等渠道拓展顺利推进

1）产品端：2020H1 公司产品结构继续优化，疫情推动湿巾等高毛利产品较快增长，预计高毛利品类占比有望持续提升。同时，新品推广继续加速：口罩产能于 2020Q2 陆续释放。产能随需求提升，预计逐步增加至约 200 万片/日，带来一定利润贡献；个护方面，继续稳步推进。“朵蕾蜜”卫生巾基数较低，但增长势头较快。2020 年 4 月，推出新品“洁仕嘉”漱口水，进一步丰富个护产品矩阵。

2）渠道端：公司六大渠道继续稳步拓展。①线上：由于疫情影响，2020H1 公司线上渠道快速增长，EC 渠道和新零售渠道均有良好表现。同时，公司也通过打造电竞知名选手 UZI 联名款、“618”大促等系列营销活动，提升

线上渠道流量。

②线下： GT、KA 及 AFH 等传统渠道营销网络已覆盖全国绝大部分地（县）级市。2020Q1 线下渠道客流和运输物流受到疫情影响，但 4 月运输物流已恢复正常，线下客流也陆续恢复，预计 2020H2 线下渠道出货端增长将回到较快水平。

原材料价格持续下行，公司低价库存充足，预计全年业绩有望维持高位

根据卓创资讯，2020H1 国内木浆价格维持低位，主流参考均价同比下降约 23%，且呈持续下行趋势。若按 6 个月的原材料库存储备计算，公司低价原材料库存预计将至少能够满足 2020 年全年需求。因此原材料价格下行叠加高毛利产品占比持续提升、2020Q1 计提了较多费用端投入，公司全年业绩预计有望维持高位。

风险提示：新品拓展受阻；浆价、汇率大幅波动；市场竞争加剧

【通信：中际旭创(300308.SZ)】光模块王者乘风破浪，静待数通放量再腾飞——公司信息更新报告-20200713

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

半年度业绩预告保持快速增长，光模块供不应求延续，维持“买入”评级

公司近日公告 2020 年半年度业绩预告，2020 年 H1 实现归母净利润为 3.36-3.97 亿元，同比增长 62.08%-91.50%；若增加 0.42 亿的股权激励费用及扣除 0.31 亿元的非经常性损益，实现归母净利润为 3.47-4.08 亿元，同比增长 67.63%-97.1%。2020 年 Q2 实现归母净利润为 1.82-2.43 亿元，同比增长 68.52%-125%；若增加股权激励及扣非费用后，实现归母净利润为 1.93-2.54 亿元，同比增长 78.70%-135.19%。我们看好公司作为光模块龙头，拥有 400G 及以上高速光模块的交付实力及客户优势，在电信和数通市场高景气延续的大背景下，公司 Q2 在手订单饱满并持续至 Q3，光模块市场供不应求，公司全年业绩有望延续 2020 年半年度业绩的超预期，我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 7.17/9.78/12.99 亿元，同比增长为 39.6%/36.5%/32.7%，EPS 为 1.01/1.37/1.82 元，当前股价对应 PE 分别为 69.0/50.6/38.1 倍，存在一定市场低估，维持“买入”评级。

“电信+数通”双轮驱动，光模块高景气强确定性，龙头公司全年业绩可期

“新基建”政策不断催化，5G 基站建设不断加速，预计 2020 年 9 月份开启新一轮 5G 基站建设，有望迎来新一波建设高峰带来电信级光模块的需求维持高速增长态势。流量爆发增长带来大型、超大型数据中心纷纷采购价格昂贵的 400G 及以上光模块，国内厂商纷纷发力 400G 光模块的研发生产，公司拥有领先的 COB 封装技术、光路设计能力，成本降低的同时能提供定制化的优质服务，毛利率领先同行，公司的客户主要是 Google、Amazon、脸书、阿里巴巴等全球云计算中心头部企业，以及华为、中兴通讯这样的电信设备商巨头，公司拥有最全的 400G 产品线，在确保电信市场龙头优势的同时有望在电信市场挤入头部供应商序列，全球市场份额提升可期，经营业绩有望超预期。

催化剂：中国移动与广电 5G 合作不断推进；新基建不断加码带动流量激增

风险提示：中美贸易摩擦致 5G 建设不及预期；北美新冠疫情不确定性风险。

【电子：深天马 A(000050.SZ)】屏幕创新提升 LTPS 盈利，AMOLED 打开成长空间——公司首次覆盖报告-20200713

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002

首次覆盖，给予深天马 A“买入”评级。

公司是全球领先的中小尺寸面板供应商。手机屏幕创新带来的单品价值提升是公司 LTPS 成长的主要来源；车载、工控、医疗等专显市场需求稳定，a-si 产线折旧陆续到期，公司 a-si 业务亦将保持稳定成长；5G 换机潮下，AMOLED 渗透加速，公司 AMOLED 量产拉开中长期成长序幕。我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 323.02、

449.71 和 526.27 亿元；归母净利润分别为 12.30、13.65、19.25 亿元；EPS 为 0.60、0.67、0.94 元。首次覆盖，给予深天马 A “买入”评级。

屏幕创新提升 LTPS 盈利，应用扩张提供长期成长动力。

手机全面屏方案不断优化升级，LCD 屏下指纹是 2020 年手机屏幕的创新方向，屏幕升级直接提升了 LTPS 的单机价值。公司是全球最大的 LTPS 供应商，我们认为，产品升级带来的单品价值提升是公司 LTPS 短期成长的主要来源，未来下游应用领域的扩张和领先的市场地位则确保了天马 LTPS 业务的长期稳定发展。

专显需求增长促 a-si 业务保持稳定成长。

汽车电子化的发展使车载信息与娱乐设备的水平不断提高，车载显示市场规模稳步壮大。工控、医疗等专业显示领域近年来对 LCD 的需求也在快速增长。天马深耕专显领域 20 多载，客户遍及全球主要 500 强企业，在多个市场保持市占率领先。我们认为，行业需求的持续增长和公司在行业内领先的市场地位将助力公司 a-si 业务在未来几年继续保持稳定成长。

武汉二期量产稳步推进，AMOLED 打开成长空间。

公司是国内最早建立柔性技术平台的厂商之一，现有 AMOLED 产能布局全球第三，仅次于三星和京东方。公司刚性屏和柔性屏已分别在 2018 年 6 月和 2019 年向品牌客户供货。我们预计 2020 年武汉 G6 产线将完成刚转柔，开始全部柔性产品出货，同时二期也将启动柔性屏量产，这也将进一步打开公司成长空间。

风险提示：智能手机销量下滑风险；LCD 屏下指纹导入低于预期；5G 换机潮、AMOLED 渗透率低于预期；公司 AMOLED 产能良率爬坡缓慢风险。

【通信：新易盛(300502.SZ)】中报业绩超预期，光模块群雄争王——公司信息更新报告-20200712

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

半年度业绩预告超预期，光模块供不应求延续，维持“买入”评级

近日公司公告 2020 年半年度业绩预告，2020 年 H1 实现归母净利润为 1.8-2.0 亿元，同比增长 123.15%-147.95%；2020 年 Q2 实现归母净利润为 1.24-1.44 亿元，同比增长 153.06%-193.88%。我们看好公司在 400G 及以上高速光模块的技术研发实力、交付实力及客户优势，在电信和数通市场高景气延续的大背景下，公司 Q2 在手订单饱满并持续至 Q3，受 Q1 疫情影响的产能陆续释放，仍然供不应求，公司全年业绩有望延续 2020 年半年度业绩的超预期，我们调整预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 4.45/7.08/9.95(此前 2020/2021 年为 3.48/4.89)亿元，同比增长为 109.2%/59.1%/40.5%(此前 2020/2021 年为 61.0%/40.5%)，EPS 为 1.34/2.14/3.01（此前 2020/2021 年未转增前为 1.47/2.07，对应转增后为 1.05/1.48）元，当前股价对应 PE 分别为 51.5/32.4/23.0 倍，存在一定市场低估，维持“买入”评级。

5G 及新基建建设进程超预期，光模块量价齐升，公司全年业绩可期

“新基建”政策不断催化，5G 基站建设不断加速，预计 2020 年 9 月份开启新一轮 5G 基站建设，随着中国广电新入局，和中国移动共建共享 700M 5G 网络，有望迎来新一波建设高峰。由于当前 400G 光模块的需求最主要的来源是大型云厂商，流量爆发增长带来大型、超大型数据中心纷纷采购价格昂贵的 100G 和 400G 光模块，国内厂商纷纷发力 400G 光模块的研发生产，公司掌握高速率光器件封装核心技术，并成功供货业界最低功耗的 400G 系列光模块，华三、Arista、Google 等新客户有望助力公司在电信和数通新一轮高景气快速发展中抢占更多市场份额，公司全球市场份额提升可期，经营业绩有望超预期。

催化剂：中国移动与广电合作 5G 不断推进；5G 应用普及带来建设需求增长

风险提示：中美贸易摩擦致 5G 建设不及预期；竞争加剧致盈利不及预期。

【中小盘：盐津铺子(002847.SZ)】疫情后加速扩张落地，连续四个季度业绩超预期——中小盘信息更新-20200713

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

疫情之后加速扩张，业绩连续四个季度超预期

公司公告了 2020 年半年度业绩预告，预计实现归母净利润 1.25-1.30 亿元，同比增长 88.95%-96.49%，其中二季度单季预计实现归母净利润 6780 万元-7280 万元，同比增长 79.96%-93.24%。公司在二季度淡季的情况下再次刷新单季度净利润的历史新高，自 2019Q3 以来连续四个季度业绩超市场预期。疫情之后公司作为休闲零食散装称重领域的龙头企业开启加速扩张，在二季度淡季的情况下刷新了单季度的盈利新高（如果剔除 2020 年股权激励费用增加的影响，公司实际经营业绩更佳）。我们上调公司 2020-2022 年归母净利润分别至 2.45（+0.44）/3.44（+0.52）/4.71(+0.69)亿元，对应 EPS1.89(+0.33)/2.66(+0.38)/3.64(+0.50)元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 61.1/43.4/31.8 倍，维持“买入”评级。

疫情加速休闲零食散装称重渠道的行业集中，公司作为龙头显著受益

2020Q1 疫情期间，公司作为休闲零食散装称重渠道的龙头保障了渠道的供应，在没有大规模投放店中岛的情况下依旧取得了 35.43%的快速增长。疫情结束之后，4 月公司即开始在全国范围内加速店中岛的投放，抢占疫情断供恢复之后的空白市场。二季度公司渠道加速扩张效果显现，拉动了公司全品类收入的加速增长。此外，公司主推大单品烘焙继续放量，叠加疫情之后小厂商恢复较慢，公司老店同比增长依旧就快。三重叠加，驱动公司在二季度淡季的情况下逆势增长，休闲零食在散装称重渠道开始加速集中。同时产能利用率的提升、新培育品种逐步开始贡献盈利以及规模化后费用率的下降驱动了公司利润率的持续提升。

散装称重渠道优势已现，已有产品梯队潜在收入规模超 50 亿元

公司 2020 年烘焙收入预计将超 8 亿元，目前产能计划储备为 20 亿元。干杂系列预计 2020 年收入将超 9 亿元，未来随着全国化渠道的推广预计收入将在 15 亿元以上。公司新推的果干是 10 亿元以上的大单品，辣条同样是 5-10 亿元的潜力品种。可以看到公司目前已经推出的产品梯队在散装称重渠道的潜在收入规模已超 50 亿元。公司在散装称重渠道的优势已现，渠道+产品双轮驱动持续高增长。

风险提示：新产品推广低于预期；渠道拓展低于预期；原材料价格大幅上涨等。

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