太平洋证券研究 6月23日最新观点:结构胜于大势，保持定力

每日重大财经

(1)【财联社6月23日早间新闻精选】

1、创业板试点注册制首批受理企业亮相，包括浙江松原汽车安全系统、广东科翔电子科技、广东金源照明科技等在内的32家IPO申报企业，和申请再融资的新易盛一起，成为创业板试点注册制的首批受理者。

2、美东时间周一，美股集体收涨，纳指涨超1%创收盘历史新高，道指涨0.59%，标普500指数涨0.65%，苹果、微软均创历史新高。国际原油走高，布油涨超2%，美油涨1.8%。黄金期货收涨0.8%。

3、美国约翰斯·霍普金斯大学实时统计数据显示，截至北京时间6月23日8时左右，全球累计确诊9062837例，累计死亡470716例。

4、国办印发《意见》支持出口产品转内销，鼓励外贸企业充分利用网上销售、直播带货、场景体验等新业态新模式。

5、第三批国家带量采购品种名单流出：共86个品规，多个知名常用药肿瘤药入围。

6、分析师郭明錤预估2021年AirPods总出货量将同比增长约28%至1.2亿部。

7、文旅部修订剧院等演出场所恢复开放疫情防控措施指南，明确表示，消费者在娱乐场所、网吧的时间不得超过2小时。

8、中汽协数据显示，6月上中旬，11家重点企业汽车销量完成108.3万辆，环比增长18.1%，同比增长15.7%。

9、国家能源局印发《2020年能源工作指导意见》。意见提出，2020年煤炭消费比重下降到57.5%左右。

10、达美航空6月25日率先恢复中美航线。达美航空6月22日宣布，将于6月25日恢复西雅图-上海浦东航线，该航线经停首尔仁川机场，每周运营两班。

11、在苹果线上WWDC 2020大会上，苹果公司宣布Mac电脑将转向采用公司自主定制的处理器。

12、特斯拉据悉更新其太阳能电池板产品的新定价，声称其价格“比太阳能行业的平均价格低三分之一”。

13、众泰汽车2019年净亏损111.9亿元，会计师事务所出具无法表示意见的审计报告，公司股票将于23日停牌一天，6月24日起实施退市风险警示。

14、中兴通讯控股股东中兴新通讯于6月22日通过大宗交易方式共计减持公司2036.68万股A股，交易均价39.44元/股。

(2)【富时罗素：A股一阶段纳入收官 将继续评估未来纳入计划】财联社6月23日讯，富时罗素方面表示，目前顺利完成将中国A股纳入全球股票基准指数的第一阶段，下一阶段将继续与客户及监管方合作，评估未来增加A股纳入计划的时间表。下一阶段的纳入计划将基于未来市场的发展状况而定。

(3)【冶金工业规划研究院：投资IDC项目成本高企 钢厂应审慎决策】财联社6月23日讯，淘汰落后产能，利用闲置厂房和能耗指标积极打造IDC（互联网数据中心），已成国内钢铁企业探索转型的重要选项。冶金工业规划研究院党委书记、院长李新创表示，增加大数据等业务，理论上可以弥补钢厂利润的下降，不过尚未看到实际效果。目前，投资IDC项目成本高企，实际效益难以估量，钢厂应审慎决策。

(4)【“海南热”持续升温 自贸港建设新动能加速集聚】财联社6月23日讯，随着《海南自由贸易港建设总体方案》的落地，“海南热”持续升温，多个海外推介会吸引全球投资者的目光。不少国内外企业、投资者已闻风而至。据统计，4月13日海南省集中签约100个项目至今的2个多月时间里，已有130余家国内外知名企业签约落户海南，围绕旅游业、现代服务业、高新技术产业三大主导产业布局，投资领域涉及融资租赁、航运船舶、航空、离岸贸易、农产品、新能源汽车、医药、消费、金融等方面。

行业最新观点

【太平洋策略】结构胜于大势，保持定力

核心结论：结构胜于大势，保持定力。海外对美联储对冲政策反映乐观，但巨幅扩表下，短期持续超预期的政策空间已相对有限，后续疫情二次风险和结构上的极端分化将压制美股持续上涨，资金面驱动的分化行情将持续。国内整体流动性偏紧与结构上的外资流入，将强化 A 股的分化，后续市场关注点将重回受益于国内经济需求改善的业绩受益品种，短期结构分化行情下，坚守业绩主导的核心资产，以守为攻。中长期来看，在全球宽松潮和国内经济复苏背景下，A 股总体有惊无险。我们曾多次强调，货币泛滥下，核心资产估值应高看一线。

美联储政策持续超预期的空间有限。6 月 15 日，受美联储直接购买企业债政策刺激，缓解了疫情对企业流动性风险的冲击，当日美股有所反弹。整体来看，美联储目前已出台的所有货币政策工具，已能够向股票投资者以外的其他所有市场主体直接进行精准的融资支持，货币政策的传导效率也有明显提升，各类市场的流动性紧缺问题有望得到缓解。但当下，风险最高的股票 ETF 和低等级的高收益企业债（评级为 BB-/Ba3 以下）并不包含在美联储“救市”范围内，资产之间的风险传染可能导致部分融资机制的效果不及预期，这也是美联储货币政策工具可能进一步超预期的领域。

中概股加速回归背后的中美博弈。6 月 18 日，京东在香港联交所主板正式上市，近期呈现出中概股加速回归中国市场的迹象。其原因除了中国自身内部资本市场一系列改革之外，更多也来自美国近期针对在美上市中企的“信任”问题。截止 2020 年 6 月 19 日，在美上市的中企累计市值约 1.75 万亿美元。目前中概股多采取“在港二次上市”的方式回归。但部分中概股并不满足港交所上市要求，由此随着科创板和创业板注册制的完善，A 股亦可能被视为中概股回归的重要备选。短期来看，“信任”问题或对 A 股情绪形成压制；但从中长期来看，中概股的“锚”将带动 A 股估值水位的提升。

宽信用基调不变，政策保持定力。6 月 17 日国常会的亮点主要在于：一方面，运用降准、再贷款等工具，保持市场流动性合理充裕，加大力度解决融资难，缓解企业资金压力，显示降准概率大于降息。历次国常会提及降准的内容，央行政策落地通常为 1-2 周左右，但从此次表述并没有运用以往“及时运用”和“抓紧运用”等急切措辞。另一方面，明确金融系统让利 1.5 万亿，其来源主要包括 3 块：一是，通过降低利率让利；二是，直达货币政策工具推动让利；三是，银行减少收费让利。整体来看，近期央行采取“量升价平”组合来维持流动性和市场利率稳定，“宽货币转向宽信用”的方向将持续。

外资抢跑布局入富扩容，后续流入有赖中美关系。受益 6 月 22 日 A 股入富权重提升，存在“抢跑资金”持续流入，6 月 19 日单日陆股通净流入高达 182.33 亿元。A 股入富扩容生效后，后续短期流入节奏将更有赖于中美关系。近期美方对中国实质性第一阶段协议的执行表示肯定，以及 6 月 16 日美国商务部允许美国公司与华为合作制定 5G 网络标准等迹象，显示短期中美紧张关系有边际缓和，将利于外资流入。

配置建议：内需复苏赛道中寻找确定性：1）“新基建”：5G 基建、云计算、电气设备、新能源汽车；2）可选消费中的汽车、消费电子、家电、影视、旅游；3）“老基建”：机械、建材、地产龙头。

风险提示：全球经济复工进程较慢；货币政策收紧

【太平洋建材】周观点：中报窗口期临近，首选板块绩优股

中报窗口期临近，优选绩优股。Q2 在复工复产的推动下，基建端率先发力，聚焦开工端的企业产销迅速恢复，Q2 出货情况逐步攀升；同时地产 B 端集采业务也恢复较快，叠加原油暴跌，成本红利明显。我们认为，临近中报窗口期，部分板块 Q2 业绩具备高弹性，如基建链条的西北水泥，Q2 量价齐升业绩或超预期，以及价格高基数下的江西及粤东水泥龙头；其次防水板块，基建地产齐发力，需求旺盛，叠加沥青价格大幅回落，Q2 表现或超预期，绩优股有望引领中报行情。

水泥：价格季节性回落，北方格局好于南方。受雨水天气、农忙等因素影响，南方地区出货受到一定影响，价格出现季节性回落，但随着各地陆续出台错峰生产方案，供给收缩对冲淡季价格回落，尤其 Q1 压制需求在后三季度陆续释放，预计 6-8 月份价格调整幅度十分有限，而西北地区需求旺盛，价格高位稳定，龙头企业量价齐升；当前即将进入中报窗口期，从跟踪情况来看，Q2 多地企业发货量均创新高，需求旺盛，同时由于价格基数效应，部分地区企业盈利维持高位，业绩具备高弹性。而整体来看，基建催化将贯穿全年，以基建为主的区域需求有望超预期，西北及华北区域价格弹性十足；其次华东、华南地区仍保持稳定，供需紧平衡下维持高景气度，尤其地产快速恢复，新开工及施工仍将保持稳定增长，稳经济背景下，地产投资或再超预期带来新的惊喜。水泥仍将是内需里最确定的板块，当前主要水泥企业估值在 6-8 倍，估值仍处低估区间，随着国内流动性宽松，板块整体估值或抬升，行情有望贯穿全年。

玻璃：库存持续下降，价格稳步向上。我们测算，5 月份玻璃表观需求增速同比增长约 31%，强势转正，进入 6 月份行业库存继续下降，价格仍呈上涨趋势；我们认为，随着价格反弹，企业盈利快速恢复，后续部分生产线有点火复产计划，但虑到复产成本及部分生产线窑龄到期，下半年产能有望保持动态平衡，全年来看产能仍有望保持收缩态势；全年来看，2020 年仍有望进入竣工周期，5 月份地产竣工面积增速已经同比转正，从部分地产企业公布的 2020 年竣工计划来看，全年仍保持稳定增长，地产新开工仍有望加速向竣工端传导提振行业需求。而由于今年成本更低，目前纯碱价格已跌至 1300 元/吨以下，较去年同期下滑 500 元/吨以上（纯碱价格每下跌 100 元/吨，玻璃箱成本节约 1 元/重箱）；同时石油焦及煤炭等价格也持续下滑，原燃料价格下行使的企业成本更低，因此价格反弹过程中企业盈利弹性更大。当前行业处于底部反转向上趋势，供需格局持续改善，龙头企业反弹力度十足。

玻纤：龙头迎中长期布局良机。我们认为，国内下游需求逐步复苏，尤其以风电纱为主，供需格局稳中向好，而当前国外疫情仍处于爆发期，出口仍受到一定影响，部分国家欲积极推动复工复产，国外拐点也有望渐行渐近。拉长周期来看，当前仍处于周期底部，我们测算，当前价格下中小企业已经不赚钱，且接近亏现金流，若当前价格持续较长时间，且疫情影响全球供需格局，不排除部分小企业会被淘汰出局，行业集中度继续提升。而 19-20 年新增产能大幅减少，待疫情影响减弱需求旺季到来，2020 年仍将是行业新周期的拐点，对于中长线投资者来说，当前低估值龙头配置价值明显，行业龙头具备规模、渠道及产品结构等优势，反弹力度将大于行业平均。

玻纤行业我们首推行业龙头中国巨石：1）公司核心工艺升级引领行业差异化发展，产能稳步扩张；2）电子纱产能扩张优化产品结构；3）规模及成本优势铸就高护城河；4）国际化进程稳步推进，抗风险能力提升，行业触底回升，估值中枢有望迎来修复。

其次关注玻纤制品小龙头长海股份，1）公司池窑技改完成后，生产效率进一步提升，2）打通玻纤纱-制品-精细化工产业链一体化，自我调节能力强；3）产能保持继续扩张（扩建 10 万吨树脂产能，10 万吨玻纤纱，5 条薄毡线），打开新的成长空间，向上弹性十足。

投资建议：首选基建链条的**祁连山、冀东水泥**；弹性品种**塔牌集团、上峰水泥、万年青**；标配核心资产**海螺水泥、华新水泥**；其次是消费建材首选**东方雨虹、科顺股份、永高股份、伟星新材**等，关注玻纤底部机会**中国巨石、长海股份以及玻璃龙头旗滨集团。**

风险提示：地产投资大幅下滑，错峰生产不及预期， 成本大幅上涨

上市公司速递

【太平洋化工】万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长

前言

我们统计整理了公司历年资本开支及规划项目情况，公司多点布局，自我造血，迈入新一轮强资本开支期。投资者可能担心公司现金流及项目收益，我们认为公司现金流无忧，项目布局可圈可点，历史投资回报良好，建议投资者长期持有，伴随公司成长。

主要观点

1.自我造血，公司迈入新一轮强资本开支期，全产业链发展

2001 年公司上市时，主营产品单一，技改后 MDI 产能仅 10 万吨，经过 19 年的发展，公司已在全球建成中国山东烟台、浙江宁波、福建福清、广东珠海、四川眉山和欧洲匈牙利六大一体化化工工业园，形成聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大板块，发展成为全球领先 MDI 供应和服务商，TDI、ADI、聚醚、TPU 等产品主流供应商，新晋极具竞争力的石化、精细化学品及新材料供应商。聚氨酯板块，公司主要拥有 MDI 产能 210 万吨，TDI 产能 55 万吨，收购福建康奈尔项目，建成后公司 MDI 总产能将增至 250 万吨/年（全球市占率 24.11%提高至 27.44%,依然全球第一),TDI 总产能 80 万吨/年(全球市占率 17.21%提高至 23.22%，全球第三升至第一梯队），且储备有宁波及烟台 MDI 扩建项目，合计 80 万吨。**石化板块**，公司拥有 75 万吨 PDH 装置，24/76 万吨 PO/MTBE 装置，30/42 万吨丙烯酸及丙烯酸酯，25 万吨丁醇，30 万吨聚醚多元醇等。同时在建 100 万吨乙烯及配套项目。**精细化学品及新材料板块**，公司主要拥有 20 万吨/年 PC（2018 年 1 月投产一期 7 万吨，2019 年 11 月底建成二期 13 万吨）、5 万吨/年 MMA（2019 年 1 月投产）、8 万吨/年 PMMA（2019 年 1 月投产）等。在建及储备项目还包括 120 万吨乙烯项目二期、48 万吨双酚 A 一体化项目、20 万吨 SAP、柠檬醛、香精香料、ADI、4 万吨尼龙 12、膜工厂、西南基地项目二期、万华化学福建产业园等多个新项目。

2001 年至 2019 年，公司固定资产从 3.02 亿元扩张至 374.78 亿元，CAGR 达 30.72%；研发费用从预计不足 2000 万元（2001 年管理费用 6456 万元）增加至 17.05 亿元；营业收入从 5.71 亿元增长至 680.51 亿元，CAGR 达 30.42%；归母净利润从 1.01 亿元增长至 101.30 亿元，CAGR 达 29.20%。

2016 年以来，公司投资活动现金流支出明显扩大，显示公司进入新一轮资本扩张期。2016 年-2019 年，公司重大项目完成投资额分别为 41.33 亿元、60.40 亿元、90.17 亿元、180.50 亿元。2020 年一季度末，公司在建工程 271.18 亿元。投资者可能担心公司现金流和项目盈利能力。我们认为（1）公司经营现金流净额持续增长，远大于对应的当年投资活动现金流净额，2017-2019 年分别为 102.1 亿元(-54.6 亿元)、192.6 亿元（-103.2 亿元）、259.3 亿元（-183.7 亿元）。仅依靠自身现金流，公司有能力进行产业链延申，持续扩产。2020 年一季度末，公司资产负债率为 63.06%，也在可控范围。（2）尽管近年来聚氨酯、石化行业景气下行，叠加疫情影响，预计短期可能造成一定冲击。但公司新投资项目基本结合自身优势，且不少装置运用自有技术，基地布局覆盖中国华东、华南、西南和欧洲地区，打造上下游一体化循环产业链，继

续做大做强聚氨酯、石化、精细化学品和新材料产业链。**从公司历史长期投资回报看，ROE 基本维持在 20%以上，一度超过 30%。随着新项目的陆续投产，公司盈利增长可期。**
关于公司资本开支及储备项目投资情况请参见附表。

2.百万吨乙烯项目 2020 年 Q4 投产，二期 120 万吨提上议程

公司在建百万吨乙烯项目，总投资 168 亿元，拓展至 C2 产业链，是第一个落地山东省的百万吨级乙烯项目，预计 2020 年四季度建成投产，续力成长。该项目占地 2400 亩，主要产品包括 100 万吨乙烯、45 万吨 LLDPE、40 万吨 PVC、15 万吨 EO、30 万吨 PO、65 万吨 SM、5 万吨丁二烯。

该项目优势及意义：（1）解决 MDI、TDI 副产盐酸瓶颈问题（2）解决环氧乙烷原料问题（3）充分利用现有原料优势（4）充分利用现有公用工程（5）受益全球 LPG 成熟贸易体系及配套设施，公司“乙烯装置原料丙烷”充足、方便、易得，公司 LPG 贸易经验丰富（6）对于乙烯裂解原料的选择，我们认为适合自己的就是最好的。

受低油价冲击影响，我们测算乙烯一期项目净利润规模在 20-25 亿元，处于历史中低位区域。

同时，2019 年 12 月 23 日，万华化学乙烯二期项目进行第一次环评公示。该项目以石脑油、混合丁烷为原料，经 120 万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。**我们预计 120 万吨乙烯二期项目总投资约 200 亿元，净利润中枢在 40 亿元左右**。

3.盈利预测及评级
考虑疫情影响，维持上次盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 78.40 亿元、116.15 亿元、131.16 亿元，对应 EPS2.50 元、3.70 元、4.18 元， PE 19.6、13.2、11.7 倍。考虑公司三大板块齐发展，研发实力雄厚，自我造血，具有核心竞争力，百万吨乙烯项目投产后，将助力公司利润中枢再上新台阶，维持 2000 亿元市值目标，“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，产品价格大幅波动，在建项目投产进度不及预期。

【太平洋电子|深度|春秋电子】行业景气叠加结构改善，供应链本土替代拉动持续成长

国内笔记本精密结构件龙头。公司的业务聚焦于消费电子相关的结构件模组，主要产品包括笔记本电脑为主的电子消费品结构件模组以及相关精密模组，模具是“工业之母”，尤其是在消费电子产品结构精细化、小型化，工业类产品结构复杂化、材料嵌套多样化的当下，精密模具的设计与制造能力更是成为产品关键结构与外观件的核心门槛。国内很多结构件与外观件的制造厂商规模很大，但短板一般都在模具。春秋电子具备完整的模具自制与配套能力，这是公司有别于其他精密结构件厂的最大优势。

疫情全球蔓延，笔记本供应链景气逆袭。 二三月国内的疫情传播以及三四月后海外疫情的蔓延，令在家上班或远距学习的人数大增，“宅经济”已经成为当下最重要的生活与需求形态，笔记本无疑是这种背景下需求最为旺盛的产品。

此次疫情使得企业及个人对线上办公、学习的重要性有了更为全面和清晰的认知，也对基于这种状态的生活模式有所依赖。基于这些应用与条件支撑（成熟的线上会议、视频 APP，扎实的宽带与 4G、5G 通信保障），即使疫情过去后，大部分企业与个人，在工作与生活（包括在线直播等娱乐）上对于笔记本的依赖度仍将比 2019 年高，在这个基础上，笔记本电脑的基础保有量、与后续更替基数，将与过去有明显改变。

天时地利兼备，核心客户份额成长叠加行业地位提升

> 公司过去两年以募集资金进行的精密结构件产能扩增项目正好于 2019-2020 年陆续建成投产。正常情况下，募投新增产能可能需要近一年左右的时间才能逐渐满产并完成客户导入，但是这次疫情的发生大幅减少了新增产能的下游导入时间，快速提升了春秋在核心客户中的市场份额。

> 春秋电子的子公司经纬电子及庐江博大与核心客户的主要生产基地均位于合肥，安徽是劳动力输出大省，疫情初期本地化复工早于外来型用工的长三角与珠三角等地区，在核心客户的交付方面，由于都在合肥，本地化交付能力和物流相对顺畅，几乎不受疫情影响。

易见，春秋电子在本轮疫情带动的行业激增下，倚仗自身产能、地域方面的布局优势，因势利导地完成了自身募投项目新增产能稼动率的提升，也提升了在关键客户联宝中的份额占比，这二者的正面影响并非短期，而将明确持续。

国产笔记本供应链成长依托：智能终端品牌的横向切入。　在智能手机发展进入瓶颈期与贸易战的多重叠加下，不管是为了企业发展壮大，还是从市场赋予的期冀考虑，国内诸如华为与小米等厂商都需要不断自我突破开拓增量产品市场，其中笔记本电脑毫无疑问是本土品牌厂商的第一选择。

国产智能终端厂商向笔记本领域的横向切入，将带动整个本土前道供应链，包括 ODM 制造与各类零组件供应商，逐渐侵蚀台系笔记本供应链厂商的市场份额。春秋电子作为目前国内排名前列的笔记本精密结构件供应厂商，将是这轮笔记本供应链本土化份额侵蚀与替代的明确受益方。春秋电子作为国内少数具备从模具设计制造到结构件产品生产一体化能力的公司，显然将是下游本土笔记本品牌厂与 ODM 厂商的第一选择。我们认为未来随着 HMOV 等国内品牌在笔记本领域逐渐渗透、成长，春秋电子有望与上游的品牌厂商实现共同成长。

盈利预测和投资评级：维持买入评级。站在当前维度，在我们日常路演与交流的过程中，感受到很多投资者对公司的理解存在一定的误区：“认为公司今年的业绩成长主要是依托于行业的脉冲式增量（疫情），而且判定下半年随着全球疫情的受控，公司的景气成长将戛然而止”。这是一种非常狭隘的行业理解，春秋电子的成长，确实有行业需求因疫情大增带来的加成，但是**不能忽视春秋电子自身在下游客户中占比的提升、新客户导入所带来的结构变化，以及未来本土笔记本电脑供应链对台系的侵蚀替代等真正对公司成长有持续性影响的正面因素。**

毕竟春秋电子当前的全球市场份额占比也只有 8%左右，在前述结构性与趋势性的因素推动下，其自身的常规成长弹性不应被忽视。而且当下公司只是专精于笔记本精密结构件这一条赛道，作为上市公司，作为在模具制造领域有深刻造诣的行业翘楚，春秋电子如未来在汽车、其他智能终端等业务领域有新的开拓和建树的话，可以期冀的成长空间其实很大。
在以上假设的基础上，我们预测公司 2020-2021 年净利润有望达到 2.78、3.42、4.17 亿，当前股价对应 PE 23.62、19.15 和 15.74 倍，维持公司买入评级。

风险提示：（1）笔记本全球供应链因疫情再度抬头导致封禁卡顿出现供给受阻；（2）全球笔记本电脑行业复苏程度低于预期；（3）国内本土品牌华为、小米、OPPO 等品牌在笔记本领域的成长拉动不及预期。

免责声明

1、本公众订阅号（微信号：太平洋证券研究）为太平洋证券研究院依法设立、独立运营的唯一官方订阅号。本订阅号不是太平洋证券研究院研究报告的发布平台，所载内容均来自太平洋证券研究院已正式发布的研究报告或对报告进行的跟踪与解读。如需了解详细的报告内容或研究信息，请参见太平洋证券研究院的完整报告。

2、本订阅号仅面向太平洋证券签约的机构客户，仅供在新媒体渠道下的研究信息、观点的及时沟通。因本订阅号受限于访问权限的设置，太平洋证券不因其他订阅人收到本订阅号推送信息而视其为客户。

3、在任何情况下，本订阅号所载内容不构成任何的投资建议，太平洋证券研究院及研究团队不对任何因使用本订阅号所载任何内容所引致或可能引致的损失承担任何责任。

4、本订阅号对所载研究报告保留一切法律权利。订阅者对本订阅号所载所有内容（包括文字、音频、视频等）进行复制、转载的，需注明出处，且不得对本订阅号所载内容进行任何有悖原意的引用、删节和修改。