东兴证券 DONGXING SECURITIES

医保谈判结果即将揭晓，关注中国创新主力

2020 年 12 月 20 日

首席观点 | 周度观点





胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：医保谈判结果即将揭晓，关注中国创新主力

2020 年医保目录谈判已于 12 月 17 日基本完成，目前结果尚未正式发布。作为一项利国利民的政策举措，2020 年医保谈判尤其需要关注，一方面，此轮医保谈判品种数量较 2019 年进一步增加，其中包括泽布替尼、本维莫德等多个国产创新药纳入。另一方面，此轮医保谈判重点纳入 PD-1/PD-L1 超重磅级品种，根据企业出厂价估算，2020 年市场总量预计达到 100 亿。

分析 2018-2019 年医保目录谈判成功的创新药销量变化，纳入医保后销量大部分呈爆发增长，相对于同类别非医保品种，新进医保品种的份额进一步扩大。对于国产创新品种，先发优势更为显著，是超越外资的重要机遇。本轮 PD-1/PD-L1 的医保谈判，有恒瑞医药、百济神州、信达生物和君实生物等国内企业参与，而且适应症已经扩展至肝癌和肺癌等大瘤种，谈判的结果将影响未来 3 年的竞争格局，入选企业优势将非常突出。

从药品和高值耗材招标采购趋势来看，医保部门推动国采和地方集采加速，国采方面，新一轮招标正在启动，44 个品种已经开始医院报量工作。从具体品种来看，此类集采尚未纳入生物制品，但长期来看，胰岛素、生物类似药纳入也是大势所趋。

纵观海外医药产业的发展历程，专利期后，仿制药往往只是原研药价格的十分之一，甚至更低。由仿制药带来的医保节省再为创新药纳入医保创造可能，最终实现医保收支的相对平衡。目前国家集采和医保谈判正推动中国医药市场逐步向海外接轨，未来仿制药降价压力降持续，高值耗材集采才刚开始，国产创新药纳入医保放量更值得期待。

建议重点关注：①国内血液制品和流感疫苗龙头——华兰生物（华兰生物（002007.SZ）：年报业绩符合预期，血制品景气提升及四价苗放量可期）；②国内血液制品国家队——天坛生物（天坛生物（600161）：Q3 业绩高增，定增募资促长期增长）；③新冠抗原检测出口第一平台——东方生物（详见参考报告详见参考报告：深耕 POCT 领域，新冠抗原检测率先登陆欧洲）。

风险提示：新冠疫苗研发的不确定性；原料药价格波动风险；海外对出口试剂监管不确定性。



郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

S1480519070001，021-25102903，zhengdd@dxzq.net.cn

电新：临近年底，预计风电并网持续加速

此前《周观点》中，我们判断指出，中国大陆风电建设呈现加速之势。国家能源局官网 12 月 18 日发布的《1-11 月份全国电力工业统计数据》持续验证这一观点。

根据该官方统计，2020 年前 11 个月中国大陆风电累计完成投资 2,151 亿元，同比增长 1.10 倍；风电累计新增并网 24.62GW，同比增长 8.16GW，我们测算同比增长 49.6%，远超上半年、前三季同比变化幅度（降 30.47%、降 0.15%）。我们结合官方披露的历史数据测算，11 月新增并网 6.33GW。

根据现行政策，对于 2018 年底前核准的陆上风电项目，如不能在 2020 年底前完成并网，国家不再补贴。我们预计，12 月风电项目并网将进一步加速，维持全年新增并网 36GW 的预判。展望未来，我们认为，“三北”（西北、华北、东北）地区与云南、福建、四川等优质风资源省区，将对陆上风电项目投资资金产生较大“虹吸”效应；海上风电发展潜力大，单位容量建造成本有望逐年下降，推动“平价”上网进程；在陆上与海上风电市场，大容量风机将加大应用。

二级市场方面，建议关注在细分领域具有较强竞争力的标的，如：明阳智能、运达股份、东方电缆、日月股份、天顺风能。

风险提示：风电建设进度及相关上市公司主业经营或不达预期。

关于相关标的基本面，请投资者参阅以下研究报告：

《明阳智能（601615）：践行大风机战略，供应链管理卓越》（20201216）

《运达股份（300772）：风机交货提速，拟于云南设产业基地》（20201105）

《东方电缆（603606）：屡次中标高难度工程，积累宝贵经验》（20201117）

《日月股份（603218）：大兆瓦风电铸件交付与核废料罐研发进展顺利》（20200911）

《天顺风能（002531）：海上风电设备产能与风电场项目建设顺利》（20201030）



张天丰|东兴证券金属首席分析师

S1480520100001，021-25102914，tfzhang901@126.com

金属：周期轮动，余音绕梁

2020 年金属市场的交易逻辑由“去库存”向“补库存”转变，交易模式则由“避险交易”向“风险交易”切换。交易逻辑的转变源于产业基本面与市场情绪面的恐慌与超预期修复，库存周期逆转及流动性释放成为二季度后有效的定价逻辑并推动年内出现时段性的单边交易机会，而伴随部分周期品供给端的刚性显现，顺周期交易的弹性明显释放。

金属价格走势由前几年的独立分化回归共振。宏观属性对金属定价的影响出现扩散，汇率端与情绪端在年内对价格的影响亦显著回归，但成本端对金属价格的递导出现弱化。值得注意的是，中国市场的风险情绪对金属价格年内走势产生实际指引，而弱势美元与产业链交易则提振年内金属指数回报率优于商品指数。

金属权益类资产收益显现波动率回归，有色板块收益率优于金属价格指数表现。申万有色板块实际波动率年内大幅回归且较商品市场同期平均波动高出 6.5%。消费及投资者信心指数修复优化股票市场估值环境，人民币汇率走强及中美利差扩大增厚有色板块收益率，由投资拉动的制造业强势复苏提振有色板块估值弹性，而由矿端递导的产业链供给刚性则提升了有色交易的安全边际。

有色金属供应端的确定性数据强化各品种基本面状态。金属供应端整体的偏低增速，金属显性总库存处 10 年低位、优化的有色现货升水环境均显示金属基本面供需状态的有效强化。但值得关注的是，企业主动性补库的集中释放导致社会原材料库存已高于 5 年均值，这或意味着伴随生产指数的回落及产成品库存的回涨，企业可能会进入被动补库存阶段。

通胀预期交易已经抬头，2021 年通胀或成为金属交易的主线逻辑之一。考虑到自二季度起持续扩大的息差交易预示全球通胀预期交易的抬头，而中国狭义及广义货币增速在年内分别上涨了 10%及 2%（广义货币增速自 40 年低点明显反弹），暗示自 2017 年开始的中国经济去杠杆结束，意味着货币现象会对通货膨胀产生后续递导。鉴于金属的流动性敏感定价机制，以及金属品种自身依然偏刚性化的供给状态，我们预计通胀交易或成为 2021 年金属交易的主线逻辑之一。

风险提示：流动性交易拐点显现，库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落。



王习|东兴证券军工首席分析师

S1480518010001，010-66554034，wangxi@dxzq.net.cn

军工：机型降价预期或被夸大，调整就是买入机会

上周中证国防军工指数（399967）上涨 0.73%，但个股出现分化，元器件级别公司继续保持上涨趋势，但部分碳纤维企业出现一定调整，印证了我们上周周观点中关于军工股行情分化的观点。

上周市场传言，某款主战正式价格确定之后或会整体下降 10-20%，同时会影响到整个供应链上游的原材料、锻造厂和机加企业，我们的观点如下：第一，降价区间或远没有市场想象的大，很多公司的股价出现过度反应。如果某款主战机型某批次产品降价，我们推测主要原因或为审价时价格偏高以及未来数量增长较快，而降价不会扩展到其它机型，尤其是已经定型的机型不会降价，甚至未来或涨价；第二，按照过去的经验，如果某款型号飞机出现价格下调，其配套的产业链公司或会按照整体降价的比例共同调整，但目前产业链配套环节各自的降价幅度尚不得而知；第三，如果降价的话，技术含量高的配套环节、行业竞争对手相对较少的领域降幅会较小，而技术含量比较低、竞争比较激烈的环节，以及配套产值较大的院所降价幅度或更大；第四，很多配套产业链公司已提前进行产品结构调整，布局较多高附加值业务，这部分业务会显著弥补部分产品降价造成的不利影响。同时由于下游需求旺盛带来的产品交付增多，公司会产生明显的规模效应，降本增效可以很大程度上弥补部分产品降价带来的不利影响。

风险提示：军品订单不及预期；产品降价风险



沈一凡|东兴证券研究策划部经理

S1480520090001，010-66554026，shenyf@dxzq.net.cn

联系人：林莎|东兴证券 A 股策略

S1480120070056，010-66554011，linsha@dxzq.net.cn

策略：扰动带来良机，主线还是顺周期

CPI 大幅下行及社融拐点出现不会改变长期趋势，扰动反而带来机会。CPI 同比大降但主要系猪肉、蔬菜价格受特殊原因影响下跌，核心 CPI 保持稳定，无全面通缩风险，不会对股票市场整体造成实质性扰动。社融拐点初现，信用债违约导致企业债券融资下滑且提高潜在融资成本，表外融资持续处于压降区间，信用收缩以及融资渠道结构性变化进一步冲击估值虚高及内生动力较弱的企业。经济向好、货币相对趋紧的环境下，有限资金将更倾向于追寻基本面持续向好、估值相对合理的板块。两个事件不会改变长期趋势，反而带来结构性机会。行业配置选择“低估值+高盈利”：1）顺周期中的上游资源品：有色、钢铁、石

油石化；2）受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期的金融，重点关注银行和保险。

风险提示:宏观经济下行，疫情发展超出预期，市场波动超出预期



刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：严监管环境确立，行业头部化趋势强化

周五中央经济工作会议分析研究 21 年经济工作，在宏观政策方面提出继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度。据此判断，明年流动性改善带来的板块 β 机会较为有限，或均为阶段性机会，出现“水牛”的概率不大，全年标的选择将坚持业绩和价值导向。会议提及“促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，规范发展第三支柱养老保险”，预计明年资本市场运行将更为健康平稳，中长期价值投资资金持续进场，行业仍将受益于资本市场改革。会议亦提及“健全金融机构治理，防止资本无序扩张，金融创新必须在审慎监管的前提下进行”，预计严监管大概率将伴随明年资本市场改革全过程，对资本金、牌照和业务合规性的要求更为严格，进一步增强非银板块马太效应，预计具备投资价值的标的将更为集中。

风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险



林瑾璐|东兴证券银行首席分析师

S1480519070002，010-66554130，15692169289@163.com

银行：银行业绩改善有较强支撑，看好明年一季度行情

本周银行板块跌 0.3%，处于中信一级行业中等偏后水平。板块 PB（LF）估值 0.72，仍在历史较低区间波动；估值隐含不良率 11.4%，远高于 9 月末上市行平均账面不良+关注贷款率 3.4%。12 月以来，银行板块有所回调，我们认为更多的是受市场情绪影响；宏观经济复苏、银行基本面企稳改善的逻辑不变。

从近期宏观经济数据来看，工业企业利润、制造业投资、社零、PMI 等都反映了经济复苏的较强韧性。实体经济信用需求向好，但信用增长呈现边际收敛趋势。我们认为随着经济持续修复，货币政策将回归常态化；未来市场利率向上，银行业景气度向好，明年全年业绩有较强支撑。分别从规模、息差、资产质量来看：（1）随着经济的持续修复，明年货币政策将逐渐回归常态化；银行信贷和资产规模增速将较 2020 年有所回落。（2）我们认为受重定价扰动，明年一季度银行净息差有收窄压力，尤其是按揭贷款占比较高的银行；但随着实体经济

融资需求的修复，新发放贷款利率有望边际改善，利好银行息差向上。(3) 资产质量：今年上市银行加大不良确认、核销、处置力度，夯实资产质量；并充分计提拨备，风险抵御能力更强，未来不良压力不大。

当前银行板块估值仍在历史低位，相对收益性价比突出；随着经济持续修复，基本面改善的预期将不断增强，板块估值有望逐步修复。建议把握当前基本面修复之下的银行股行情。

风险提示：经济失速下行带来资产质量严重恶化；政策预期外变动。



曹奕丰|东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：关注交运低估值核心资产的配置机会

随着疫情在国内的影响逐渐消退，国内运输需求持续回升。我们认为物流板块以及高速公路是需求恢复最充分的两个板块，且未来将持续受益于国家经济“内循环”的建设与发展。

通达系快递企业今年经历了较为激烈的价格战，业绩下滑较为明显。但行业需求还在快速增长，头部集中的大趋势不改。我们预计随着本轮价格战的演进，上市企业的市场份额分化会更加明显。11 月圆通，韵达与申通的业务量增速分别为 43%，43%和 19%，分化已经较为明显。剩者为王的大背景下，重点关注市场份额的变化趋势以及市场份额持续提升的公司。

上市的高速公路公司手握全国公路网最核心的资产，且经历疫情期间免费等负面政策后，处于低估值状态，不管是从未来的业绩增长还是股息率看，都具有较高的配置价值。三季度单季上市高速公路公司出现了盈利的普遍增长，超市场预期，说明公路板块需求已经完全恢复，结合后续将出台的针对疫情期间免费的补偿政策，公路板块的估值修复是大概率事件，故建议关注高分红的相关标的。

风险提示：宏观经济增速下行；快递价格战加剧；政策的不确定性



王健辉|东兴证券计算机首席分析师

S1480519050004，010-66554035，wangjh_yjs@dxzq.net.cn

计算机：东兴计算机推荐信创 3.0 阶段“看多做多”，强烈推荐布局业绩可兑现相关个股

宏观市场逻辑：“信创”是最清晰内循环经济体，行业信创将接力“小安可”同步规模化落地，逐渐呈现清晰内循环经济产业长赛道，电子公文是初步规模化落地验证，电子政务是接力棒，是电子公文数倍，国企行业市场更是党政数倍，之后信创产业生态将呈现市场化商业

市场发展，相关个股具有坚实产业发展长逻辑。

产业个股层面："IT 重构"是从 CPU，操作系统 OS，数据库中间件等到应用软件整机服务器等方面重构技术产品生态的过程，目前已经形成由"可用"到"好用"过度升级阶段，因此，信创产业发展在二级市场也必将呈现业绩为主导的信创 3.0 阶段，其中，根据相关个股所处特征分析，我们认为，东方通（300379）由于在中间件领域具有的成本投入产出优势，有望充分受益信创规模化落地红利，同时，我们推荐重点关注：中国软件，金山办公，东方通，宝兰德，中国长城等个股。

风险提示：下游需求不及预期；宏观经济发展不及预期；重大政策出现变化。

详细报告参见

《中国软件（600536）：国产操作系统龙头，紧抓自主可控机遇》

《金山办公（688111）：单季度收入持续创新高，付费转化率正快速提升》

《东方通（300379）：立足自主创新，推进安全可控，业绩增长空间广阔》

《宝兰德（688058）：金融政府领域拓展显效，信创有望加速收入结构优化》

《中国长城（000066）：扣非净利润超预期，PK 体系 2.0 融入云物移大智》



张凯琳|东兴证券商社首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

联系人：刘田田|东兴证券纺织服装

S1480119010126，010-66554038，liutt@dxzq.net.cn

纺服：降温助力冬装销售，公司供应链管理将受考验

全国范围内继续降温，助力冬装销售，11 月线上数据良好。据国家气候中心预测，今年冬季我国大范围地区将受到频繁冷空气影响，隆冬季节可能出现极端天气，低温天气利好服装行业和有关家纺企业，强对流天气更易激发消费者购买热情，将会拉高有关企业销售情况。2021 年春节假期较往年更晚，可以拉长冬季服装产品的销售时期，品牌商和经销商会有更加充分的时间去宣传营销和宣传营销。预计销售旺季可以持续到明年 2 月底。近年服装公司加速柔性供应链打造，降温天气带来的快速需求上升也将考验服装公司的供应链反应能力。

受益于海外需求回暖，服装出口订单持续复苏，明年形势乐观。11 月份，纺织服装出口 1650 亿元，增长 6%，其中纺织品出口 808 亿元，增长 21%，服装出口 842 亿元，增长 4%。分季度看 A 股纺织制造版块今年形势严峻，版块在一季度受影响最大，因为一季度是供给和需求两个方面都受到影响；二季度收入和业绩的降幅收窄；三季度订单回暖，但是受到人民币升值等因素影响了业绩端表现。建议关注，疫情加速优秀制造企业份额提升，RCEP 落实也将助力优质企业在产业转移中获得优势。

重点推荐：李宁、安踏体育、申洲国际、罗莱生活

风险提示：疫情导致消费复苏不及预期，品牌商战略变化，新渠道拓展受阻。

《李宁（2331.hk）：三季度经营数据趋向健康，四季度可期》

《申洲国际（2313.HK）：稳健成长的典范，创新能力保证未来份额提升》

《安踏体育（2020.HK）：中报彰显公司优秀运营，零售先行者再次变革》

《罗莱生活（002293）：手持优质品牌，大家纺小家居战略稳步推进》



张凯琳|东兴证券商社首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

商社：海南免税提前完成全年 300 亿目标，年底继续关注业绩确定性和估值切换

11 月社零售总额 3.95 万亿元，同比增长 5%，环比增长 1.31%。其中，全国餐饮收入 4980 亿元，同比下降 0.6%；限额以上单位餐饮收入 860 亿元，同比增长 1.8%。消费持续复苏，餐饮仍受制于疫情反复，但符合我们此前提出的呈现两极分化的复苏趋势。年底临近，关注业绩确定性较高公司，同时关注免税、教育等高景气板块，其较高估值能够被高速增长的业绩所消化，关注年底估值切换。

免税方面，今年海南新政实施以来，离岛免税持续高景气，日均销售额突破 1.2 亿元，同比增长 2 倍多。四季度迎来海南旅游旺季，有望进一步扩大离岛免税销售规模，全年业绩确定性持续加强。今年全年海南离岛 4 家免税店的免税销售额预计将超过 260 亿元，包含有税商品的总体销售额将有望超过 315 亿元，已经提前完成 300 亿目标。

职教方面，年底即将迎来考研笔试，我们认为扩招依旧会成为未来几年的趋势，扩招的同时报考人数也在增加，21 年报录比或突破 4:1，考试扩招与竞争日益激烈有望推动参培率与市场规模的提升。我们持续看好“稳就业”背景下各类招录考试扩招带来的培训赛道扩容，以及龙头市占率进一步提升。

酒店行业疫后持续复苏，有望延续 2019 年下半年的复苏周期。目前进入元旦旅行预订高峰期，元旦期间热门城市高星酒店价格涨幅均值达 20%，跨年当晚部分城市价格涨幅高达 35%以上。我们认为，在国内疫情防控常态化和疫苗加速落地的催化下，龙头公司逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，RevPAR 有望于 20 年年底至 21 年上半年在同比低基数的情况下恢复至 19 年同期水平。

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，超预期政策。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526