东兴证券 DONGXING SECURITIES

集装箱运价景气，海运板块大幅上涨

2020 年 11 月 22 日

首席观点 | 周度观点





曹奕丰|东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：集装箱运价景气，海运板块大幅上涨

本周海运股表现较为突出，主要系集装箱板块运价持续景气所致。

集运由于之前长期的不景气，导致运力本就处于紧平衡状态。今年疫情期间，由于各国普遍采取经济刺激政策，全球进出口贸易需求得到有效支撑。但 2-5 月间，我国工业生产能力受疫情影响大幅削减，导致出口能力锐减，全球商品库存快速消耗；进入 6 月后，随着我国工业生产的恢复，补库存行情推动集装箱运输需求快速回升，运价持续上涨。

同时，进出口检疫导致物流周转效率的大幅下降，大量集装箱滞留海外，导致全球可用集装箱出现结构性短缺，即欧美箱子太多，中国箱子不够的问题。缺箱问题叠加需求集中释放使得了运价进入景气期。

但从可持续性角度，我们认为集装箱的结构性短缺有望在近期得到缓解，运价长期维持在现有水平并不现实。故我们对相关个股未来一段时间的表现持谨慎态度，集运运价的回落大概率导致相关个股股价的下跌。

风险提示：宏观经济增速下行；海外疫情持续时间超预期；政策的不确定性



郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

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

电新&汽车：中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环

基于对特斯拉全球业务布局及上海工厂产能爬坡的分析，我们预计，特斯拉上海工厂 2021 年销量有望达到 39 万辆，产能将逐步达到 50 万辆/年；国产特斯拉有望领跑 2021 年中国大陆纯电动乘用车市场。

前三季中国大陆市场为特斯拉全球销量贡献 1/4，助力其业务全球化推进。2019 年特斯拉在美国、欧洲分别销售 18.7 万辆、11.2 万辆（Carsalesbase.com 统计），分别相当于其全球交付量（36.8 万辆）的 50.8%、30.4%。2020 年前三季特斯拉全球交付 31.9 万辆，其中 Q3 交付 14 万辆，季度环比、同比分别增长 54%、44%。其中，在中国大陆实现销量 79,908 辆（乘联会统计），相当于全球交付量的 25.05%；美国和欧洲市场销量（Carsalesbase.com 统计）分别相当于其全球交付量的 40.50%、20.25%。对比来看，特斯拉借助在上海设厂成功拓展中国市场，全球化业务进展顺利。

持续看好特斯拉上海工厂的交付表现。1）从扩产进度来看，我们预计，特斯拉上海工厂产能将于 2021 年逐步达到 50 万辆/年，为其持续拓展中国等区域市场提供产能保障。2）从销售策略来看，国产 Model 3 定价对 BBA 燃油竞品构成一定威胁，有助保持其在相应细分市场的竞争力，我们预计上海工厂 2021 年国内销量有望达到 39 万辆（Model 3+Model Y）。3）鉴于德国工厂建设进度低于预期，以及欧洲交通碳排放新标准施行对新能源汽车市场的拉动，我们判断，理论上上海工厂未来两年具备担任欧洲市场重要供货源的能力。

稳定的车型推出和交付量提升是特斯拉获得市场认可的重要因素。我们认为，适时推出新车型可以有效强化特斯拉的品牌认知度，而新车型的推出离不开公司强大的研发能力、必需的资金投入及相应的管理整合能力。同时预计，在积极销售策略和供给端产能提升的合力作用下，未来 5-8 年特斯拉全球交付量有望逐年增长。

投资策略：特斯拉的市场培育已有成效，在华定价策略积极，上海工厂产能加速释放，不仅可以促进中国市场销量提升，还有望出口到欧洲等地。上海工厂供应链本土化率仍有提升空间，建议关注相关产业链标的，尤其是多业务协同的拓普集团和华域汽车。

风险提示：新能源车消费或不及预期；特斯拉上海工厂产能爬坡或不及预期。

相关报告：《中国市场已成为特斯拉业务全球化重要一环》（分析师：郑丹丹、研究助理：张觉尹，20201117）



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：中国疫苗具备安全性优势，三期临床数据值得期待

辉瑞/BNT 发布新冠疫苗的三期终点数据，保护率 95%，而且 65 岁以上人口保护率也超过 94%，预防重症的保护效果也非常显著。预计 MODERNA 也将于近期发布终点数据，前期发布中期数据保护率为 94.5%。目前已有三期临床数据的 mRNA 疫苗都有显著的高保护率，与一二期中和抗体滴度数据呈现一定的正相关性。若参考国产疫苗的中和抗体滴度数据，市场有担心国产疫苗的保护率数据。我们认为保护率和中体滴度并非线性关系，国产疫苗即使中和抗体滴度较低，保护率也可能非常优秀，而且各企业采用滴度方法差异也影响结果的可比性。

作为未来免疫人群超十亿人以上的品种，新冠疫苗的安全性需要重点关注，目前 mRNA 疫苗虽然已经获得较好的保护率，但其较高的不良反应率仍需要关注，而且 mRNA 路径的长期安全性仍需要观察。国产疫苗选择路径较为成熟的灭活苗和亚单位疫苗，工艺和技术都相对稳定，从目前一二期数据来看，安全性优势也显著优于海外 mRNA 和腺病毒载体疫苗。

新冠疫情的发展已经影响到全球，新冠疫苗的具有广泛的市场需求，辉瑞等海外企业新冠疫苗成功验证了疫苗研发的可行性，而短期其供应远远不及市场需求。对于进度相对交稳的中国企业，市场仍有足够的机会，而且目前中国企业国际合作以人口相对较多的发展中国家或者经济实力较强的国家为主，外来销售有望提前锁定。

建议重点关注：国内血液制品和流感疫苗龙头——详见报告华兰生物（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）；国内 mRNA 新冠疫苗研发领先企业——沃森生物（详见参考报告 13 价肺炎球菌疫苗放量可期，mRNA 新冠疫苗稳步推进）；从试剂到检测全产业服务的平台——华大基因（详见参考报告深入布局精准医疗，2020Q1 业绩受疫情拉动）；核酸实验室检测服务企业——润达医疗（详见报告体外诊断高附加值渠道龙头，构建强黏性服务壁垒）；原料药产业链升级，重点推荐亿帆医药（详细报告参见亿帆医药：泛酸钙提价利润充分体现，健能隆平台价值兑现在即）。

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。



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：东兴计算机四季度推荐布局防守板块“信息安全”核心个股

工信部《关于促进网络安全产业发展的指导意见（征求意见稿）》指出，到 2025 年信息安全产业规模超过 2000 亿。预计未来五年信息安全市场保持 20%以上的增长速度仍是大概率事件。中美关系将呈现持续提升“网络安全边界”，网络强国，城市安全运营，云安全等新安全有望

成行业增长亮点。

建议重点关注网络安全产业核心竞争力突出、技术全面的相关公司：启明星辰、绿盟科技、深信服、奇安信、三六零、安恒信息、山石网科等。

三六零中标苏州城市安全大脑项目，金额超 2.6 亿，逐步开启政企业务新篇章，推荐关注；南洋股份（天融信）剥离传统业务，信息安全领域轻装上阵，有望超预期提升市占率，推荐关注；山石网科 19 年云安全业务营收占比 5.29%，该业务后续有望超预期增速，推荐关注。

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

《信息安全产业：从被动防御到主动安全，需求升级驱动信息安全行业高景气》

《绿盟科技（300369.SZ）：渠道建设+股权调整，助力公司发展新阶段》

《奇安信-U（688561.SH）：网络安全破局者，中国的 Palo Alto Networks》

《山石网科（688030）：技术创新网安领导厂商，多元化产品拓宽发展前景》

《三六零(601360)：政企安全、城市安全将成新的增长极》

《南洋股份(002212. SZ)：电缆业务剥离完成，网安龙头焕发新活力》



孟斯硕|东兴证券食品饮料行业首席分析师

S1480520070004，010-66554035，mengssh@dxzq.net.cn

食品饮料：继续强推高端白酒，建议关注业绩反转标的

食品饮料板块近期表现出良好的增速，近期各类企业陆续披露三季度报告，我们认为食品饮料板块将会继续维持增长态势。

白酒方面，当前白酒行业的趋势特点极为突出：高端化、大龙头和新酱香。白酒已经从最基本的功能消费，转向更高层级的品质消费与个性化消费。行业中的好公司将会更加注重产品品质、渠道建设与消费者体验。1）高端化，谁占据消费升级的核心价位谁就能获得较快成长。2）大龙头，竞争使得头部企业建立起强大的护城河和竞争优势。3）新酱香，酱酒发展不可阻挡，奥秘在于茅台利润和香型三个因素。

乳制品方面，Q3 终端去库存及进出货节奏变动导致季度波动，与我们前期判断一致，龙头乳企 Q3 费用投放强度同比明显减弱，竞争格局进一步优化。季节间波动不影响乳品终端需求强劲、竞争格局优化的趋势，看好乳制品龙头伊利股份、蒙牛乳业。

调味品方面，Q3 疫情边际影响消散，主要调味品企业加大地推力度，以抢占终端资源进一步扩大业务版图，叠加疫情带来的现金流压力使得两级分化愈加明显，长期看，头部企业不断

理顺经营思路提升管理水平从而逐渐拓宽产品/品牌/渠道壁垒，市场份额逐渐向头部集中乃大势所趋。

食品方面，我们认为食品板块细分龙头未来将继续凭借自身优势持续抢占行业份额。长期来看行业集中度呈提高趋势，龙头公司如西麦食品加大线上渠道投入，业绩水平提高；桃李面包各环节均具有规模化优势，产品标准化程度较高，质量稳定，预计归母净利润表现持续向好。由于消费升级的大趋势影响，未来具有规模优势的食品行业龙头业绩表现或将更加优秀，看好未来龙头公司的发展空间。重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、酒鬼酒、洋河股份。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、酒鬼酒。

参考报告：

《白酒行业深度：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间》

《贵州茅台：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长》

《今世缘：产品渠道双轮拓张，稳中有进厚积薄发》



刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：保险占优，抱紧头部

债券违约事件及其带来的连锁反应冲击资本市场，刘鹤副总理在周五的金融委会议上指出要规范债券市场，多措并举维护债市稳定。对于行业而言，近期违约事件多发，在相关行业及公司受到直接影响的同时，参与债券发行的证券公司面临监管处罚，海通证券、招商证券均收到警示函，或影响其 2021 年评级。后续随着监管推进，或有更多潜在问题被爆出。此外，债券投资中持有较多低等级信用债的公司也面临投资风险。同时，在债券违约事件出现后信用债和利率债抛压增大，进而推升债券收益率，利好险企投资端，亦降低险企准备金计提压力，利好险企利润释放。整体上看，随着年末开门红逻辑兑现，上市险企投资价值更具确定性，且头部标的相对更优。

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：把握基本面修复与估值切换共振行情

本周银行板块上涨 4.05%，位列中信一级行业第四；年初至今跌幅缩小至-0.56%。当前银行板块估值对应 0.79 倍 20 年 PB，仍在历史较低区间；估值隐含不良率高达 12%，远高于 9 月末上市行平均账面不良+关注贷款率 3.4%。

我们认为在宏观条件持续好转的背景下，银行业景气度向好，市场对于银行全年业绩预期将进一步稳固，银行板块有望继续向上。此外，根据以往规律，年末银行股估值切换催化一轮行情的概率较大，值得期待。

板块上涨空间主要取决于上市行基本面预期、经济复苏持续性以及市场投资风格变化。我们认为：（1）随着国内经济持续复苏，预计明年货币政策将回归常态化，宽松货币政策边际缓慢收紧，银行信贷规模增长将放缓。明年年初重定价后，息差有望趋稳或小幅提升。资产质量方面，今年以来银行加大不良核销、处置力度，同时充分计提不良应对未来风险暴露。且当前信贷结构较 2013 年已有显著优化，全年资产质量账面指标大概率维持平稳，未来拨备计提压力或将进一步缓解。（2）10 月工业增加值和社零分别同比增长 6.9%、4.3%，1-10 月份固定资产投资同比增长 1.8%，反映经济复苏的较强延续性。（3）市场资金流向看，年初以来北上资金持续净流出银行板块，国内公募重仓持有银行板块比例亦在历史低位区间，后续资金进一步流出概率较小；年末银行有望受益于市场风格切换。综上，建议把握当前基本面修复与估值切换共振之下的银行股行情，看好板块 30%上行空间。

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。



张凯琳|东兴证券社服首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

商社：餐饮数据单月同比转正，消费服务持续复苏

10 月社零总额同比增长 4.3%，增速环比提升 1pct，服务消费加快复苏，其中餐饮收入同比增长 0.8%，今年来首次同比转正，符合我们此前的预期。商零社服行业当前持续关注相对低估值的酒店、高教等板块，并持续看好高景气赛道龙头。

酒店板块持续复苏，我们认为头部酒店企业多元化品牌战略加速推进，行业有望于年底至明年上半年在同比低基数的情况下恢复至去年同期水平。高教方面，近期迎来部分高教公司年报期，关注业绩情况；此前教育部发函释放积极信号，若民促法实施条例落地与此次政策信号走向一致，将有望带动板块新一轮估值抬升，关注并购能力强、学校资质优、内生空间大的优质高教集团，以及有望实现并购零突破的优质单体院校。

持续关注高景气赛道免税、职业教育、化妆品板块龙头。免税方面，海口将增加免税经营主体，引进中免集团、海发控集团等经营主体，今年底前有望新增、扩建 4 处离岛免税店，离岛免税蛋糕有望持续做大，四季度迎来海南旅游旺季，有望进一步扩大免税销售规模。职教方面，下周国考笔试即将开考，21 年国考计划招录 2.57 万人，同比增长 6.6%，共 157.6 万人通过了资格审查，同比增长 9.7%，通过资格审查人数与录用计划数之比约为 61:1，考试难度较去年进一步提升，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。化妆品方面，产业链各板块仍将呈现高增趋势，看好上游 ODM、原料商凭借技术、规模优势，持续享受行业成长红利。

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，超预期政策。



谭可|东兴证券产品部经理

S1480510120013，010-66554011，tanke@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：顺周期向上游资源扩散—兼论信用事件如何影响股票市场

全球经济活动陆续常态化，上游资源品的弹性强化。11 月 9 日，美国辉瑞制药公司宣布经过临床三期试验的新冠疫苗被证明在 90%的有效性上可应对新冠肺炎。疫苗重点新进展下，海外复工复产将加速，有望像中国二季度的情况一样，经济活动逐步回归正常。近期上游资源品的价格屡创新高，经济复苏导致对上游资源品的需求更加直接，叠加拜登胜选后大规模基建或将开启，预计基础原材料的需求将扩大。

信用债违约源于个别公司基本面，长期来看影响范围有限，但短期因风险偏好下行可能引发信用利差快速上行，连带影响高风险资产的估值。本次信用债违约事件主要由公司基本面问题引发，与 2015 年初-2016 年底和 2018 年 4 月-2019 年底两次因宏观经济下行或信用收缩引起的违约潮有所不同。当前信用利差仍处历史低位，恐慌性情绪释放可能引发信用利差短时间内大幅上行。为分析信用利差上行对股票市场的影响，我们以过去三次信用利差大幅上行时期股市表现作为参照进行分析：2014 年以来有三次信用利差的大幅上行，分别为 2014 年底、2016 年 8 月-2017 年 5 月和 2017 年 11 月到 2018 年 7 月，这三个期间股票市场周期、金融相对强势，科技、医药、消费中的消费者服务、农林牧渔、轻工制造板块出现较大幅度回调。信用利差大幅上行时，股票市场风险偏好往往在联动作用下有所下降，压制科技、医药等相对高风险属性的成长股。

经济活动将回归正常，顺周期高景气度向上游资源品扩散。随疫苗取得重大新进展，全球经济将迅速复苏，叠加拜登胜选大规模基建建设预期，预计上游资源品需求将有所扩张，顺周期的高景气度或将由机械、建材等直接受益于基建投资的行业向上游资源品扩散。信用债违约事件可能引起恐慌性情绪集中爆发，进而引起信用利差短时间内大幅上行，连带影响股票市场成长板块的估值。行业配置建议关注：1）顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；2）经济后周期的可选消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费；3）悲观预期

已充分释放、估值安全边际高的金融：银行、保险、地产。

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

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