东兴证券 DONGXING SECURITIES

三季报大幕拉开，优选板块价值个股

2020 年 10 月 25 日

首席观点 | 周度观点





刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：三季报大幕拉开，优选板块价值个股

本周监管层在金融街论坛和外滩金融峰会上多次提及在注册制、金融创新、金控公司持牌、互联网金融等方面的政策与监管走向，预计在金融行业对外开放和加快互联网化的大背景下，支持创新和从严监管将成为未来较长时期的核心导向。在创新高度资本化的趋势中，创新与充足的资本金和相对完善的风控体系愈发密不可分，行业资源将加速向头部机构集中。

周中起行业三季报披露陆续展开，三季度市场行情向好、交易活跃度提升，经纪业务和自营业务为券商带来更大业绩增长空间，负债端持续改善及投资端收益提升直接利好险企，预计行业主要公司前三季度业绩同比增速优于中期，其中头部公司业绩改善更为明显。时至年末行情或将逐步趋稳，行业大概率从β回归α，有强业绩支撑的板块价值个股的投资价值将加速显现，建议优中选优，精选价值。

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



曹奕丰|东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：消费习惯改变持续助力快递业务量增长，9 月行业单量增长达 44%

受益于疫情带来的消费习惯改变，快递行业业务量增速中枢较去年有明显上移。9 月行业单量增速高达 44%，较上月的 36.5%环比明显增长。国庆期间，邮政局公布数据显示快递揽收量同比增长 54%，我们预计 10 月快递业务量增速仍将维持在较高水平。

上市公司层面，顺丰快递单量增速稳定在 60%左右，单价较上月环比提升 7.9%，我们预计月饼等季节性产品的线上销售配送需求提升带来了单价的上升。通达系增速分化明显，韵达本月单量同比增长 65%，增速明显高于上月的 54%，业务量增速连续 2 个月快速提升；圆通单量同比增长 50%，略高于行业平均水平；申通 9 月业务量同比增长 19%，明显低于行业平均水平。

9 月属于快递旺季，在需求较为景气的情况下，价格竞争有所缓和，各上市公司单价降幅有所收窄。但整体来看，今年行业的竞争依旧激烈。申通日前发布业绩预告，预计 3 季度单季亏损，预示着行业的分化还将继续。在这样的环境中，维持自身市场份额的稳定与增长，是企业长期存续的关键。

风险提示：宏观经济增速下行；价格战烈超预期；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： 风电并网加速再获验，补贴新政或促海上风电加快降本

上期《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 10 月 22 日发布的《1-9 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 年前三季中国大陆风电累计完成投资 1,619 亿元，同比增长 1.38 倍；风电累计新增并网 13.06GW，同比仅下降 0.02GW，基本持平，降幅较一季度（降 35.45%）、上半年（降 30.47%）、前 8 个月（降 9.47%）显著收窄。我们根据官方数据测算，2020 年 7 月、8 月、9 月新增并网 2.24GW、1.48GW、3.02GW，同比增长 89.8%、80.4%、51.8%，连续三个月同比大幅增长。

财政部经济建设司官网 10 月 21 日发布《关于<关于促进非水可再生能源发电健康发展的若干意见>有关事项的补充通知》，确定风电、光伏和生物质发电项目的全生命周期合理利用小时数，并以此计算项目全生命周期补贴电量。风电、光伏项目并网 20 年内、生物质发电项目并网 15 年内实际超出的电量，不再享受中央财政补贴资金，核发绿证准许参与绿证交易。

我们根据政策文件确定的风光发电全生命周期合理利用小时数，按照 20 年发电全生命周期测算不同资源区对应的年均合理利用小时数，得到：1）风电 I~IV 类资源区分别为 2,400h、2,200h、2,000h、1,800h；2）海上风电为 2,600h；3）光伏 I~III 类资源区分别为 1,600h、1,300h、1,100h；4）光伏领跑者基地项目和 2019、2020 年竞价项目在所在资源区小时数基

础上增加 10%。

我们认为，位于粤闽等地的高风速海域部分海上风电项目，如设计合理、关键设备配置较好、实际风资源较好，其实际运营达到的年利用小时数或显著超过 2,600h。如分别达到 3,200h、3,800h，则项目享受的国补电量将低于 20 年内全发电量的 18.75%、31.58%。因此，该政策文件如顺利实施，或将倒逼海上风电项目设计趋于理性，降低补贴依赖考量，促产业加快降本与“平价”过程，推动行业健康发展。

我们坚持此前观点：预计随着年底临近，中国大陆风电并网有望持续加速，维持全年新增并网 36GW 的预判。一般来说，制造环节交货、确认收入，早于并网时点，我们判断，风电子板块优秀企业前三季业绩预增概率较大。

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：东方电缆、日月股份等。

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与相关公司近期财报：

《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）

《东方电缆（603606）：可转债募投项目有望提前完工》（20200731）



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：三季报前瞻：中游制造改善最大，消费分化

年初以来成长板块一路高歌猛进，7 月中旬开始到 9 月份，成长抱团陆续松动，货币政策边际收紧，估值驱动的行情走向尾声，盈利改善成为下一阶段的驱动力。当前时点下，业绩边际变动成为行情趋势的主要影响因素。中报业绩已在改善，三季度改善趋势延续，复苏速率进一步加快。参考三季报业绩，我们认为可根据两条主线进行配置：一、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；二、沿业绩改善方向，顺周期景气度向好、行业格局改善而具备成长性且三季度业绩表现优异的机械、汽车和既有长期空间又有短期催化且业绩逐步得到验证的成长性行业光伏、新能源汽车、白酒。

三季报业绩进一步回暖，中游制造业绩改善最大，消费出现分化。截至 10 月 19 日，全部 A 股约 1360 家上市公司发布了三季度业绩预告，整体披露率达到 33.38%，整体来看，各板块 2020 年三季度预喜率均高于二季度。全部 A 股（非金融）前三季度归母净利润增速达 35.89%，年内首次由负转正，三季度复苏速率进一步加快，Q3 单季度全 A（非金融）归母净利润增速达到 65.22%，Q2 仅为-0.39%。中游制造业绩改善程度最大，汽车、机械、电力设备及新能源行业 Q3 单季度归母净利润增速分别达到 563.84%、533.84%和 203.22%。消费

出现分化，食品饮料、农林牧渔业绩良好，酒店、景区、商贸零售同比增速仍处负区间。

风险提示：公司业绩表现不及预期，统计偏差



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。云安全、灵零信任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、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 5.32%，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》



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：海外两项新冠疫苗临床恢复，理性看待疫苗不良反应事件

10 月 25 日，阿斯利康宣布，该公司与牛津大学联合开发的新冠病毒候选疫苗 AZD1222，得

到美国 FDA 批准，在美国恢复 3 期临床试验，之前，AZD1222 在英国、巴西、日本和南非均已重新恢复。同日，强生公司宣布，准备在美国继续其新冠疫苗的 3 期临床试验。海外两项疫苗在发生不良反应事件之后均暂时中止，但经过药监等部门严谨的分析后，均已恢复。由于短期入组的病例较多，出现罕见不良反应属于正常现象，监管机构一直保持客观态度，在明确疫苗安全后，试验均在推进。

对于国产疫苗，尤其是灭活苗和亚单位疫苗，其安全性更具有优势。目前国家药监局也启动加速审批，授权部分进入三期临床疫苗有条件使用。对于海外处于三期的国产疫苗，已先后获得墨西哥、巴西等国的订单，再次说明海外对国产疫苗质量的信心。

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。



罗四维|东兴证券化工首席分析师

S1480519080002，010-66554047，luosw@dxzq.net.cn

化工：持续推荐优质化工龙头企业

随着下游需求的改善，叠加行业新增产能的进入壁垒显著提高，部分化工品价格呈现趋势性上涨，行业景气度显著提升。我国化工产业在经历了此前数年的退城入园后，相关企业的发展呈现较为明显的分化趋势，具有大规模一体化化工园的龙头企业具有显著优势。随着新项目的推荐和新产能的陆续投产，化工龙头企业的规模优势有望继续扩大。

其中，新材料是高端制造的重要基石之一，长久以来，我们部分新材料产业由于上游烯烃等原材料的短缺，以及下游客户较高的准入门槛和较长的准入周期，发展受到一定限制。随着大炼化的烯烃产能的密集投产，以及下游高端制造的崛起，我国新材料产业崛起的大幕已经拉开，其中既有备受关注且进口替代逻辑清晰的电子化工材料，还有我国本身在国际上具有优势的先进材料。具有技术优势的龙头企业迎来难得的发展机遇。

风险提示：下游需求低于预期，国产替代进度低于预期



林瑾璐|东兴证券银行首席分析师

S1480519070002，010-66554130，15692169289@163.com

银行：把握低估值与经济修复共振行情

年初至今中信银行业指数下跌 1.9%，板块估值处于历史低位（估值隐含不良率高达 13%，远高于 6 月末上市行平均账面不良+关注贷款率 3.3%）。

站在当前时点，我们认为银行资产质量恶化以及息差收窄的悲观预期已经基本包含在估值之中。展望未来，在宏观条件逐步好转的背景下，即让利实体取得有效成果，经济复苏持续性确认。我们认为，市场对于银行全年业绩预期将进一步稳固，银行板块有望迎来向上拐点。此外，根据以往规律，四季度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资产质量表现、经济复苏持续性以及市场投资风格变化。我们认为（1）银行资产质量或将有好于预期的表现，信贷结构较 2013 年已有显著优化，三、四季度资产质量账面指标大概率维持平稳。（2）最新社融等前瞻性数据指示经济复苏存在较强韧性。（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，后续资金进一步流出概率较小。综上，建议把握当前低估值与经济修复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。



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：三季报陆续发布，高端白酒业绩有望兑现

食品饮料板块逐渐摆脱疫情影响，表现出较好的增速，近期各类企业将陆续发布三季度报告。我们认为食品饮料板块将会继续维持增长态势。

白酒行业方面，主要有三方面明显的趋势变化：第一是酱酒热持续升温，许多小型酱酒企业近两年收入快速增长，酱酒行业快速增长趋势预计延续，对次高端价位形成一定的抢夺。次高端酒企明年盈利情况需要注意两方面：一是茅台五粮液等高端白酒价格带给次高端酒的留存空间；二是酱酒企业对次高端酒企的实际冲击；第二是整个白酒行业挤压式发展仍会继续，明年会进一步强化。由于中秋动销超出预期，名酒企业对明年普遍乐观，预期 2021 年增长目标都会比较高。对行业挤压增长，以及名酒之间的竞争会越来越激烈；第三是传统流通渠道在高端白酒销售渠道中正在被逐步弱化，特别是以大流通为主的批发市场渠道，正在逐渐淡出，团购渠道被更加重视。目前努力转型做团购、餐饮渠道，以及原有渠道资源偏重于这一团购渠道的酒企将会更具有竞争力。

整体来看，短期高端酒的价格不会出现大幅下滑，国内消费人群并不会减少，相对于中低端就来说高端酒类反馈更好，未来或将向奢侈品方向发展，白酒行业长期逻辑并未发生改变。我们认为明年行业集中度会进一步提升，高端白酒和名酒有更强的竞争优势，在疫情期间收入能够保持继续增长，市场占有率保持扩张的企业，在疫情恢复后有望得到更多的业绩弹性。

乳制品方面，天润乳业发布第三季度报告，营收 13.19 亿，同比+8.34%，归母净利润 1.2 亿，同比+2.17%。液奶动销恢复正增长，2020 年第二季度乳企营收增速恢复良好。预计各大乳企下半年业绩表现将继续向好，看好低温奶乳企以及优势区域市场空间仍较大的乳企。

调味品行业，下半年随着餐饮行业复苏，业绩有望维持高增。由于行业特殊的刚需属性，2020Q2 多家调味品企业业绩呈现高增态势。随着企业盈利能力稳步提高，费用投放不断优化，凭借酱油业务的扩张和渠道的精细化布局，未来业绩有望维持稳健发展。在渗透率提升、集中度提高的大背景下，我们看好调味品行业未来增长的趋势。

食品行业方面，桃李面包发布第三季度报告，营收 43.72 亿，同比+6.07%，归母净利润 6.86 亿，同比+36.37%。主要公司的毛利率稳定总体向好。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。在消费升级的大背景下，看好未来具有规模优势的食品行业龙头公司业绩增长空间。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、洋河股份。

《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》



张凯琳|东兴证券社服首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

商社：国考报名超 151 万人，直播助力双十一有望再创新高

进入三季报集中披露期，关注公司业绩复苏情况，四季度关注低估值标的。我们认为头部酒店企业多元化品牌战略加速推进，有望于年底在同比低基数的情况下恢复至去年同期水平。餐饮业 9 月整体恢复超 97%，已基本恢复至去年同期水平，我们预计十月有望实现同比正增长。黄金珠宝婚庆需求的释放，叠加“国庆”和“双十一”等节日因素，递延的珠宝消费需求有望四季度集中释放。

此外，持续关注高景气赛道免税、教育培训、化妆品板块。教育方面，21 年国考报名结束，计划招录 2.57 万人，同比增长 6.6%，报名人数超 151 万，140 万人已过审，平均竞争为 54.5:1，

竞争力度略高于去年，有望推动参培率进一步提升。持续看好“稳就业”背景下各类招录考试扩招带来赛道扩容，以及龙头市占率进一步提升；民办高校并购持续，关注能够并购优质院校且有较强整合能力的公司；K12 课外培训看好拥有全国性布局的培训机构，学大定增稳步推进，落地后公司有望实现经营持续改善。化妆品方面，产业链各板块仍将呈现高增趋势。直播带动下电商双十一有望再创新高，21 日双十一首轮预售开启 10 分钟，淘宝直播销售额就超过了去年全天，头部播主单品带货 GMV 超 6 亿。

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