证券研究报告
2020 年 10 月 20 日 星期二

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：当下投资分化的原因在哪里？——9 月经济数据点评

行业与公司

- 药明康德（603259）：中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足
- 三鑫医疗（300453）：业绩持续快速增长

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	4,755.49	-0.76	16.08
上证综指	3,312.67	-0.71	8.61
深证成指	13,421.19	-0.82	28.67
中小板指	9,015.77	-0.62	35.93
创业板指	2,689.67	-1.28	49.58
道琼斯工业	28,195.42	-1.44	-1.20
标普 500	3,426.92	-1.63	6.07
纳斯达克	11,478.88	-1.65	27.93
伦敦富时 100	5,884.65	-0.59	-21.98
日经 225	23,671.13	1.11	0.06
香港恒生	24,542.26	0.64	-12.94

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,409.00	-68.00
NYMEX 原油	40.93	-0.10
COMEX 黄金	1906.9	4.00
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	584.2	6.40
DCE 焦炭	2092.5	-10.00
SHFE 螺纹钢	3611	-21.00
CBOT 黄豆	1055.2	5.00
CBOT 小麦	626.6	0.20
CBOT 玉米	404.2	2.20

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	93.4245	-0.2782
美元/人民币	6.701	-0.0322
欧元/人民币	7.8493	-0.033
欧元/美元	1.17671	0.0054
美元/日元	105.379	0.013
英镑/美元	1.29414	0.0033
美元/港币	7.75	0.0005

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：当下投资分化的原因在哪里？——9 月经济数据点评**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251904】

事件： 三季度 GDP 同比增长 4.9%，较二季度上升 1.7 个百分点，但略低于预期，前三季度经济增长由负转正同比增长 0.7%。

点评： 面对新冠肺炎疫情巨大冲击和复杂严峻的国内外环境，三季度 GDP 同比增长 4.9%，呈稳定复苏态势。

工业层面，复苏态势巩固，高新产业持续较快增长，预计四季度工业生产将保持平稳向好，但仍需注意国内外经济环境依然复杂，不稳定性、不确定性较多，同时秋冬季节仍存局部疫情反复的可能。

投资层面，固定资产投资累计增速转正，行业出现分化，制造业信心向好，新动能带动作用增强；基建投资累计增速转正，年内增速可能不及预期；房地产投资反弹持续放缓，“三条红线”威力初显。

消费层面，复苏进程进一步加快，前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，其中三季度增长 0.9%，季度增速年内首次转正，居民收入和消费支出状况均持续改善，10 月假日数据显示经济复苏继续向好，预计四季度社零总额将延续较快恢复势头。

就业形势继续好转，劳动力市场总体平稳，9 月，全国城镇调查失业率和 31 个大城市城镇调查失业率均较上月下降 0.2 个百分点，9 月新增就业人数同比增速年内首次转正，前三季度，全国城镇新增就业 898 万人，完成全年目标任务的 99.8%，年内就业目标完成在即。

三季度，国内疫情稳定，企业加速复工复产，生产生活秩序有力恢复，市场活力增强，消费和工业生产是接下来的主要看点。四季度，复苏趋势将延续，宏观调控政策将维持稳定性和连续性，进一步加大对关键领域和薄弱环节的政策支持力度，预计内需将持续修复，消费加速回升，经济增速稳步上行，全年有望实现 2-2.5%的增速目标。

风险提示：外需恢复和经济复苏不及预期，冬季防疫情况影响施工进度。

行业与公司

- **药明康德（603259）：中国医药外包龙头，引擎澎湃动力充足**

【医药生物组 马云涛 S1250520090001 021-68416017】

点评： 投资逻辑：1）随着海外产能向我国的持续转移以及国内创新药的崛起，我国 CXO 行业规模有望保持 20%以上的复合增速；2）公司是我国 CXO 行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，竞争优势显著；3）公司短期、中期和长期均有充足发展动力，其中小分子 CRO/CDMO 为公司在中短期内提供充足的业绩驱

动力，基因和细胞治疗 CDMO、临床 CRO 为公司提供中长期加速引擎。

客户资源、赋能平台、人才优势给药明康德围起长且宽的护城河。公司坚持“长尾战略”的商业模式，客户数量快速增长，2020H1 达到 4000 家，未来仍将持续快速增长，同时公司客户质量和粘性远高于同行业，客户资源优势显著。公司目前已经建立医药研发生产的全产业链布局，赋能全球医药研发，CRO+CDMO 协同优势逐步凸显。公司拥有位居前列的人才储备水平以及具备全球视野及产业战略眼光的卓越管理团队，激励机制逐步健全，员工自身价值诉求和利益诉求得到充分满足，公司已经打造突出的人才壁垒。

小分子 CRO/CDMO 为公司在中短期内提供充足业绩驱动力。公司的中国区实验室服务和 CDMO 业务收入占比分别达到 50%和 29%，总体来看，小分子 CRO 和 CDMO 业务占比近 80%，随着海外产能转移的持续，国内创新药研发和生产投入的持续增长，以及公司产能的持续扩充，小分子 CRO 和 CDMO 业务有望继续保持 20%以上稳健增长，为公司短、中期的稳健发展提供充足驱动力。

基因和细胞治疗 CDMO、临床 CRO 为公司提供中长期加速引擎。公司的美国区实验室服务主要提供细胞和基因疗法产品的 CDMO 服务和医疗器械测试服务，收入占比 12%，细胞和基因疗法市场空间广阔，未来生产外包需求较大，公司的细胞和基因治疗 CDMO 业务长期成长动力充足。临床 CRO 服务收入占比 8%，临床 CRO 市场规模高于临床前 CRO，市场空间广阔，公司持续加速布局，目前基数较低，未来有望保持 30%以上复合增长，贡献较大业绩弹性。

盈利预测与投资建议。预计公司 2020-2022 年营业收入复合增速有望达到 27%，归母净利润复合增速有望达到 34%。公司是我国 CXO 行业龙头，在客户资源、赋能平台、人才优势等方面具有较高壁垒，同时，公司业绩成长动力充足，有望长期保持较快增长，给予公司 2021 年 100 倍市盈率，对应目标价为 145 元，维持“买入”评级。

风险提示：研发生产外包服务行业增速或不及预期的风险；项目进度不及预期的风险；对外投资收益的波动性风险；汇率波动的风险。

- **三鑫医疗（300453）：业绩持续快速增长**

【医药生物组 杜向阳 S1250520030002 021-68416017】

事件： 公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营收 6.8 亿元，同比增长 41.7%；实现归母净利润 8205.7 万元，同比增长 105.5%；扣非归母净利润 7402.5 万元，同比增长约 122.2%。

点评： 血液净化产品高速增长，Q3 盈利能力持续提升。2020 年前三季度，1）分季度看，Q1/Q2/Q3 单季度收入分别为 1.7/2.6/2.5 亿元（+27.4%/+72.2%/+27.3%），单季度归母净利润分别 1214/3234/3757 万元（+141.7%/+167.9%/+64.5%），前三季度营业收入高增长的主要原因包括血液净化产品市场份额进一步提升、成都威力生和宁波拉菲尔的并表、防护类产品的增量。2）盈利能力：2020 前三季度毛利率为 37.4%（+4pp），其中 Q3 单季归母净利润进一步提升；期间费用率为 21.9%（-2pp），其中销售费用率为 12.5%（-1pp），毛销差扩大导致盈利能力大幅提升，净利润增速远高于收入增

速。

公司打造完整的血液净化生态产业链，瞄准 ESRD 广阔市场。公司不断提高全资子公司的生产效率，同时控股血液净化设备专业制造厂商成都威力生，内生外延整合并举，不断寻求新的业务增长点。2019 年我国 ESRD 患者超过 300 万人，治疗率不足 1/4，潜在空间巨大，公司目前市占率不足 10%，未来前景可期。同时公司同时收购宁波菲拉尔，布局心胸外科体外循环产品，2020 年上半年受疫情影响严重，但从长期来看，有助于公司不断扩宽新的业务领域，发掘盈利增长点。

设立全资子公司汉方医学，打造慢性肾病管理平台。公司利用血液净化和终末期肾衰竭治疗器械领域的优势，借助中国中医科学院江西分院等高端人才聚集平台，延伸肾脏病管理产业链，开展中医药慢性肾病产品的研发，为公司提供多元化的收入来源，提升综合竞争力。

盈利预测与投资建议。考虑到明后年公司血液净化领域产品受益于进口替代和其他产品受疫情影响逐渐恢复，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.06、1.44、1.98 亿元，对应 EPS 0.40、0.55、0.75 元，对应 PE 为 48、35、26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险、并购整合风险、输液类产品市场萎缩、竞争加剧。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-10-19	7,939.85	7,939.85	0.00	7,317.52	297.54	7,218.50	-6,920.95	622.33	56.93
2020-10-16	15,212.40	7,917.28	7,295.12	14,238.47	550.24	591.06	-40.82	973.93	76.61
2020-10-15	15,245.51	7,924.27	7,321.24	14,279.29	630.88	619.84	11.04	966.22	76.07
2020-10-14	15,214.61	7,927.74	7,286.87	14,268.25	687.93	620.39	67.54	946.36	75.57
2020-10-13	15,135.81	7,896.48	7,239.33	14,200.70	786.48	699.52	86.95	935.10	73.93

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 10 月 20 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
中金公司	601995	45,858.9	28.78	20201020	20201020		
国安达	300902	3,199.5	15.38	20201020	20201020		
洪通燃气	605169	4,000	22.22	20201020	20201020		
科翔股份	300903			20201027	20201027		
金富科技	003018			20201028	20201028		
五洲特纸	605007			20201028	20201028		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 10 月 20 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
000069	华侨城A	2020-10-19	1,943.75	0.28%	0.24%	股权激励限售流通
300793	佳禾智能	2020-10-19	3,520.00	52.78%	13.20%	发行前股份限售流通
603226	菲林格尔	2020-10-19	267.61	1.29%	1.27%	股权激励限售流通
603396	金辰股份	2020-10-19	6,158.25	139.34%	58.22%	发行前股份限售流通
002915	中欣氟材	2020-10-19	564.47	10.95%	2.77%	增发A股法人配售上市
300080	易成新能	2020-10-19	59,619.19	118.57%	29.46%	增发A股法人配售上市
300709	精研科技	2020-10-19	4,045.81	54.48%	35.02%	发行前股份限售流通
300047	天源迪科	2020-10-19	1,392.96	2.23%	2.18%	增发A股法人配售上市
300710	万隆光电	2020-10-19	3,509.00	104.67%	51.14%	发行前股份限售流通
300488	恒锋工具	2020-10-20	369.45	2.28%	2.23%	增发A股法人配售上市
002097	山河智能	2020-10-20	6,014.87	5.95%	5.53%	增发A股原股东配售上市
603920	世运电路	2020-10-20	23.11	0.06%	0.06%	股权激励限售流通
300629	新 劲 刚	2020-10-20	1,496.44	14.96%	11.38%	增发A股法人配售上市
603466	风 语 筑	2020-10-20	20,000.00	221.83%	68.60%	发行前股份限售流通
002908	德生科技	2020-10-20	6,062.72	46.34%	30.19%	发行前股份限售流通
002907	华森制药	2020-10-20	30,600.00	323.77%	76.17%	发行前股份限售流通
600547	山东黄金	2020-10-20	9,159.95	2.78%	2.11%	增发A股原股东配售上市
603815	交建股份	2020-10-21	11,338.75	227.23%	22.72%	发行前股份限售流通
300540	深冷股份	2020-10-21	209.01	2.22%	1.68%	发行前股份限售流通
300604	长川科技	2020-10-21	3,098.29	11.10%	9.87%	增发A股原股东配售上市
603683	晶华新材	2020-10-21	7,623.20	151.14%	60.18%	发行前股份限售流通
603027	千禾味业	2020-10-21	8.96	0.01%	0.01%	股权激励限售流通
300466	赛摩智能	2020-10-21	886.81	1.68%	1.66%	增发A股原股东配售上市
002600	领益智造	2020-10-21	544.24	0.25%	0.08%	股权激励限售流通
603083	剑桥科技	2020-10-21	3,149.22	21.34%	12.49%	增发A股法人配售上市
603801	志邦家居	2020-10-21	51.60	0.24%	0.23%	股权激励限售流通
603799	华友钴业	2020-10-21	2,847.99	2.64%	2.50%	增发A股原股东配售上市
601900	南方传媒	2020-10-22	642.66	0.72%	0.72%	增发A股法人配售上市
600225	*ST 松江	2020-10-22	4.23	0.00%	0.00%	股权分置限售流通
002301	齐心集团	2020-10-22	9,221.90	14.37%	12.56%	增发A股法人配售上市
002908	德生科技	2020-10-22	6,945.83	53.08%	34.59%	发行前股份限售流通
600887	伊利股份	2020-10-22	3,023.92	0.51%	0.50%	股权激励限售流通
002057	中钢天源	2020-10-22	1,687.92	3.02%	2.93%	增发A股原股东配售上市
603922	金 鸿 顺	2020-10-23	9,600.00	300.00%	75.00%	发行前股份限售流通
002627	宜昌交运	2020-10-23	5,967.99	12.56%	10.51%	增发A股法人配售上市
600984	建设机械	2020-10-23	7,293.99	9.28%	7.54%	增发A股法人配售上市
002377	国创高新	2020-10-23	43,002.74	88.43%	46.93%	增发A股原股东配售上市
300578	会畅通讯	2020-10-23	200.08	1.32%	1.15%	增发A股法人配售上市
300016	北陆药业	2020-10-23	165.14	0.34%	0.33%	股权激励限售流通

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 10 月 20 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷琬	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn