东兴证券 DONGXING SECURITIES

阿里增持圆通，电商系资本对通达系影响明显加深

2020 年 09 月 06 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：阿里增持圆通，电商系资本对通达系影响明显加深

本周阿里系对圆通进行增持，增持完成后将持有公司 22.5%股份。从行业格局的角度，我们认为影响不大，圆通与阿里一直维持着非常紧密的联系，现在只是进一步加强合作。

但快速公司站队的现象会越发明显。由于互相之间的差距还处于可以依靠资本弥补的范围，是否能够稳定的获得资本的支持对于快速公司来说越发关键。随着京东扶持的众邮快递以及拼多多扶持的极兔快递相继入局，行业的竞争明显已不再局限于快递业务本身。

风险提示：宏观经济增速下行；政策的不确定性；价格战烈度超预期



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

目前我国化工产业处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



张凯琳|东兴证券社服首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

商社：下半年免税、教培、化妆品有望持续高景气，节假日催化下餐饮酒店、珠宝复苏可期

下半年商零社服重点关注两条主线：

1、高景气赛道：免税、教育培训、化妆品。免税方面，政策助力下免税市场蛋糕将被不断做大。离岛免税、市内店等多渠道布局已经陆续展开，适度竞争助力行业市场规模不断扩大。教育方面，学校复课利于培训机构业务的全面开展。职业培训受益于“稳就业”政策，各类招录考试扩招带来赛道扩容，看好龙头市占率进一步提升；民办高校板块兼具稳定现金流带来的“确定性”与内生外延带来的“成长性”，关注能够并购优质标的且有较强整合能力的民办高校；K12 课外培训随线下复课将逐步复苏，看好拥有全国性布局的培训机构。化妆品方面，产业链各板块仍将呈现高增趋势。上游 ODM、原料商凭借技术、规模优势，将持续享受行业成长红利；国内美妆消费延功能化、多样化升级，新品及新品牌带动香化品牌企业高增；疫情催化化妆品消费线上转移，代运营行业受益，行业集中度不断提升。

2、板块复苏：餐饮酒店、珠宝。随着疫情防控趋于稳定、全国影院陆续复工，餐饮有望迎来新一轮复苏，餐饮行业复苏将呈现两极分化，拥有较强菜品“标签化”的品牌复苏情况或将更为乐观。国内酒店板块疫情下龙头逆势扩张，多元化品牌战略加速推进，头部企业年底有望迎经营拐点。珠宝板块的“金九银十”将至，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在下半年集中释放，同时直播带货成为行业新亮点，网红营销助力提升品牌影响力。

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，超预期政策。



刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：业绩驱动下证券板块估值上升空间打开

从中报情况看，投资类业务在券商利润构成中的重要性继续提升。监管层近期多次释放资本市场扩容信号，市场规模正随注册制稳步推进而持续增长，未来投资品种和对冲工具扩容亦可期待。当前 IPO 和再融资周期缩短，股权投资 IRR 提升；新证券法推行后上市公司信息披露更加透明，市场环境有望持续优化，将吸引内外部中长期投资资金入场。正反馈机制下，股权投资及权益投资收益提升将打开券商业绩空间。同时，注册制下券商投行收入料将加速增长，继续重申投行业务是券商未来最确定 α 的判断。本周两融规模也站上 1.5 万亿，超过年初预期，市场气氛仍然活跃，成交量向下空间有限。此外，股质规模也企稳静待回升，资管业务或将因资管新规过渡期延后而获得更大调整空间，期权衍生品规模也呈现加速扩张趋势。总体上看，券商全年业绩值得期待，H2 或将超过 H1。

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：悲观预期充分释放，看好低估值修复行情

年初至今中信银行业指数下跌 7.4%，涨幅垫底全行业，板块估值处于历史低位水平，估值隐含不良率达到 13%的历史高位。站在当前时点，我们认为银行股利空基本落地，伴随让利实体任务明确、经济复苏持续性确认以及全年业绩预期逐步稳固，银行板块有望迎来向上拐点。板块上涨空间主要取决于资产质量表现、经济复苏持续性以及市场投资风格变化。我们认为银行资产质量存量结构已有显著优化，当前不良压力较为可控，或将有好于预期的表现。从中长期来看，上市银行将在混业经营发展的大趋势中充分受益，ROE 有望保持在较高水平，具备长期配置价值。

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。



陆洲|东兴证券军工机械首席分析师

S1480517080001，010-66554142，luzhou@dxzq.net.cn

军工：板块企稳，或将开始新一轮上涨周期

1、摩擦冲突成常态，武器装备建设任重道远。本周中信军工指数微涨，部分前期回调明显的标的再次开启上涨模式。8 月 31 日印度再次非法越境，9 月 4 日中印国防部长于莫斯科会晤。我们认为复杂的中印边界问题不可能通过一次会晤解决，最多只能起到在有限时间内降

温的效果。我国军事力量与美国还存在较大差距，在美国频频干预我国周边地缘政治的背景下，应当抓住一个短期和两个长期看待国防工业的发展：短期是外部局势紧张倒逼十四五期间武器装备的快速上量，长期分别为对标美军在本世纪中叶建成世界一流军队，和国防科学技术的外溢民用化发展。

2、军工板块上涨逻辑清晰，需求放量带动业绩增长。第一，“十四五”军工各领域订单饱满，部分景气度较高的赛道可能有数倍增长；第二，近日中美对抗持续升级，国家安全考虑下武器装备建设的速度将明显加快；第三，实弹演练频繁，弹药清库存为导弹等消耗品后续放量提供坚实基础；第四，军工板块属于国内大循环，供给端已基本实现国产替代，不受制于国外配套商，而需求端未来确定性较强；第五，公募基金主动持仓将见底回升，未来存在较大的配置需求。

3、建议关注若干条景气度较高的细分赛道产业链投资机会。第一，飞机产业中的沈飞+成飞配套产业链。飞机产业链投资主要逻辑在于“十四五期间飞机放量+零部件外包比例的大幅增加”，主要包括“整机+上游零部件和材料”；第二，耗材类资产产业链。主要逻辑在于“军工中的消费品属性+实战演习增加推升耗材消耗”，主要包括“导弹产业链+无人机产业链”；第三，军工科技产业链，主要包括“红外产业+核心元器件+空天信息产业”。

风险提示：境外疫情持续扩散带来的系统性风险；军工订单不达预期风险。

机械：工程机械及检测重点公司半年报业绩亮眼，持续看好

我们重点跟踪标的华测检测、国检集团、三一重工、恒立液压、艾迪精密发布半年度业绩。华测检测二季度归母净利润为 1.79 亿元，同比增长 56.3%，国检集团二季度归母净利为 0.75 亿元，同比增长 13.63%；三一重工二季度归母净利润为 62.74 亿元，同比增长 77.89%；恒立液压二季度归母净利润为 6.39 亿元，同比增长 85.45%；艾迪精密二季度归母净利润为 2.08 亿元，同比增长 124.89%。

2018 年，全国规模以上检验检测机构数量仅占全行业的 12.8%，但营业收入占比达到 76.5%。与外资检测龙头相比，中国第三方检测总体仍处于起步阶段，多数检测机构在全球化布局、实验室和人员投入、检测领域等方面仍有较大成长空间。长期的信誉积淀、持续的研发和人才投入、推进多元化和全球化布局是成长为世界级检测龙头的必由之路。华测检测目前为最大民营第三方检测机构，在食品检测、环境检测等领域建立了品牌优势，随着公司对检测领域的不断丰富和业务规模的持续扩张，公司护城河有望继续深化。

2020 年 1-7 月，国内挖掘机销售 18.95 万台，同比增长 26.7%，其中国内市场销售 17.21 万台，同比增长 27.5%，出口 1.74 万台，同比增长 20%。随着国内疫情得到控制，3 月份以来工程机械行业旺季得到持续。我们期待后续国内逆周期政策持续出来，特别是对于基础设施建设、市政工程等领域的投入加大，有望为工程机械提供增量需求。我们认为本次疫情冲击为国产主机厂和核心零部件厂商提供难得的机遇，国产替代空间有望加速。

风险提示：订单不及预期。



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：乐观看待新冠疫苗市场机会，重点布局新技术疫苗

目前全球进入临床阶段的新冠疫苗涵盖核酸、病毒载体、重组亚单位、灭活 4 个路径，预计 Q4 部分疫苗的保护将最终揭晓。从目前二期临床结果和三期方案来看，即使都能获批上市（保护力大于 50%），不同疫苗的保护力、适用人群、安全性、保护时效等可能都存在差异，政府采购定价都需要考虑，我们判断未来新冠疫苗大概率自费+免费结合，而且自费和免费预计都有利润空间，我们维持国内采购 100 元/支的预测，国内+外销将是过千亿的市场规模。

国内疫苗研发已在 4 个路径布局，而且均已获得临床批件，苏州艾博与沃森生物联合申报国内首个 mRNA 疫苗，预计 9 月份获一期临床数据。康泰生物公告与阿斯利康合作，至少生产 1 亿支腺病毒载体疫苗，公司只需要在国内补充 1 期临床和抗体桥接数据即可共享阿斯利康海外三期临床的数据，国内上市节奏有望大幅提前。

建议重点关注：①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）；②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）。③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）；④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。



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：震荡中抱紧价值板块

金抱团开始松动， 成长板块大幅回调。上周 A 股、美股、港股主要指数全面下跌。前期资金抱团的强势板块出现大幅度回调，特别是最后两个交易日。9 月 3 日至 9 月 4 日，A 股中，医药板块、调味品板块均大幅下跌，跌幅超过上证综指和创业板指。NASDAQ 指数、恒生科技指数分别下跌 6.17%和 4.06%，同时 VIX 指数飙升，投资者恐慌情绪较高。此外，这两个交易日跌幅最大的公司，主要集中在年初以来涨幅最大的成长板块。

估值分化已达极致，宏观环境不支持成长股估值的持续走高。成长股的单边行情之后，市场的估值分化已经达到极致。历史上，估值分化达到极致的情况在 2014 年 2 月也发生过，

而后价值开始跑赢成长。当前宏观经济环境并不支持估值持续走高。PPI 的回升和货币政策边际上不再宽松都制约成长股估值的走高。

以史为鉴：2000 年互联网泡沫破灭前，同样估值分化达到极致，而后价值开始跑赢成长。2000 年互联网泡沫发生前，美股成长与价值估值分化达到极致，而后流动性收紧，纳斯达克指数迅速大幅下跌但 S&P500 和道琼斯指数表现稳健，价值持续跑赢成长近 3 年。当前，尽管我们也认为并不会出现 2000 年互联网泡沫破灭后成长股持续近 3 年大跌的行情，但是同样估值分化已达极致，流动性由宽松转向中性，价值的配置性价比高于成长。

行业配置：三条主线挖掘价值板块。建议沿三条主线挖掘价值板块。第一、悲观预期已经充分释放的低估值板块：包括银行和保险；第二、长周期景气度向好、短期高频数据也在明显改善的行业：工程机械（存量替换、新增需求）；新能源汽车（长期政策驱动，短期销量增速转正）；建材（投资驱动产业链）；化工（顺周期细分领域、新材料长期向好）；第三、短期业绩高增长的地产后周期产业链，厨电、白电、轻工（家居）。此外，中报业绩披露已结束，特别关注中报业绩向好且估值相对较低的板块。

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



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：合规驱动高成长，需求升级有望带动行业集中度提升

从合规和风险管理向数字化转型赋能转型，我国信息安全市场潜力巨大，需求升级有望带动行业集中度提升。等级保护 2.0 标准落地，企事业单位将进一步加大信息安全产品和服务的投入。2018 年我国信息安全市场为 495.2 亿元，赛迪预测，到 2021 年我国网络信息安全市场将达到 926.8 亿元。工信部网站《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，网络安全产业规模超过 2000 亿。预计未来五年保持 20%以上的增长速度仍是大概率事件。同时，网络安全需求从单一的信息安全产品需求逐渐发展升级为安全产品、安全集成与安全服务相互交织的解决方案需求。安全服务化趋势要求更加全面的综合服务能力和完整可靠的安全解决方案，提高了行业竞争门槛，安全市场集中度有望提升。

我们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、安恒信息等。

风险提示：下游客户信息安全投入不及预期；政策实施不及预期。

详细报告参见《计算机行业：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》



郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

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

电新： 新核准的核电项目，对海南发展有何意义？

2020 年 9 月 2 日国务院常务会议核准海南昌江核电二期工程和浙江三澳核电一期工程，两个项目有效总投资超过 700 亿元。

2019 年我国核准 4 台核电新机组（漳州 1、2 号和太平岭 1、2 号），对比来看，我们认为，此次核准基本延续了此前节奏，利好核电产业平稳发展。本次核准的 2 个工程共涉 4 台核电机组，我们预计，华能主导的昌江二期单台机组容量 1.15GW，中广核主导的三澳一期单台机组容量 1.25GW，合计 4.8GW；同时预计，2020 年和 2021 年分别开工 2 台，2025~2027 年陆续投运。其中，昌江 3、4 号机组建设对于海南省用能清洁化具有重要意义。

海南省为岛屿地形，从经济性等角度看，电力自给自足具有较强的现实意义。若昌江 3、4 号机组顺利投运，加上此前已投运的 1、2 号机组，4 台机组合计容量 3.6GW，如按年利用小时数 7,350h 测算，则对应年发电量 264.6 亿 kWh（3、4 号机组对应 169.05 亿 kWh），相当于 2019 年海南省用电量（354.58 亿度，海南统计局发布）的 74.6%。

我们中性假设，2020~2030 年海南省用电量年均增速 4.3%，则 2030 年用电量将达到 563.43 亿 kWh，上述 264.6 亿 kWh 核电年发电量将满足 47%的用电需求，对于海南省用电清洁化具有重要意义。适度保守假设，2020~2030 年海南省用电量年均增速 2.5%，则 2030 年用电量将达到 465.24 亿 kWh，上述 264.6 亿 kWh 核电年发电量将满足 57%的用电需求。

从国电投近期在海南的业务布局来看，海南省未来有望开发远海风电。综合分析，我们判断，已建与核准待建的 4 台核电机组将担任海南“基荷电源”清洁化的大任；未来 5 年海南续批核电新机组的概率不大，远海风电开发值得关注。

风险提示：海南电力需求发展，以及相关核电项目建设进展，或偏离预期。



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：食品饮料业绩韧性强 下半年势头保持良好

食品饮料业绩韧性强，2020 年 1-3 月，我国我国社会消费品零售总额分月同比下降了 19%，但食品饮料板块依然处于增长状态。从整个上半年来看，食品饮料板块仍表现出较好的增速，Q2 增速较高，预计下半年势头依旧良好。

细分行业来看，白酒行业一季度受影响严重，全国规模以上白酒企业产量同比下降 15.87%，销量下降 5.67%。主要原因是疫情期间聚会用酒机会减少，销量下降导致行业萎靡。第二季

度白酒行业实现恢复性增长，高端白酒龙头企业营收利润仍然上涨，白酒龙头依然有强大的抗风险能力。上半年高端白酒已经实现逆势提价，次高端白酒由于疫情影响酒宴聚会减少，仍在消耗库存，并未有提价动作。低端白酒并没有受疫情过多影响。

啤酒行业 2020 年上半年部分企业营业收入同比下降，主要系疫情影响，疫情期间公司市场销量比重大的餐饮夜场等渠道基本停滞，二季度随着餐饮动销的恢复，Q2 季度啤酒行业营收恢复良好，疫情并不改变啤酒行业长期逻辑，随着行业结构的不断优化，高附加值产品的转型升级，看好啤酒行业未来的增长。

乳制品行业 2020 年上半年整体收入维持低个位数增长，Q2 乳企营收增速恢复良好，其主要原因为疫情环节终端网点客流量上升，叠加学生开学因素，液奶动销恢复正增长，乳企促销力度略有下降。在疫情过后，消费者对健康更为重视，看好下半年乳企业绩的增长。同时我们建议关注低温奶板块公司，预计未来整个乳制品行业中“小而美”与“大而全”将同台共舞。

调味品行业上半年龙头溢价持续提升，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，调味品抗风险能力较强，多家调味品企业业绩呈现高增态势。调味品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。我们认为行业未来将在渗透率提升、集中度提高的背景下持续增长，看好行业未来提升空间。

食品行业受到疫情冲击相对较小，收入增速恢复快。相对于 Q1 而言，Q2 受到疫情的负面影响降低，疫情为部分细分食品市场带来新的增长点。主要公司毛利率较为稳定，总体向好。疫情带来的影响正在消退，食品行业表现出较好的抗风险能力。在消费升级大势下，随着龙头公司产品升级、渠道多元化的进程，未来业绩或将继续增长。

【重点推荐】双汇发展、今世缘、贵州茅台、五粮液、泸州老窖

【建议关注】恒顺醋业

详细报告请参见：《双汇发展：站在新一轮盈利周期的起点上》、《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》、《恒顺醋业：重整旗鼓老字号聚变下的新世界》。

风险提示：食品安全，原材料价格波动，终端渠道恢复不达预期，业绩兑现不达预期

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