行业观点

- **核心策略：淡化市场波动 长周期坚守成长**

上周，市场整体大幅上行。主要指数中，创业板指领涨，中、小盘指数涨幅高于大盘指数。行业方面，休闲服务、电子、医药生物等涨幅居前。

欧美二季度数据出炉，黄金价格暴涨创新高。上周中，欧美国家二季度 GPD 数据出炉，欧元区二季度经济萎缩 12.1%，成为 1995 年有记录以来最差数据，虽然是预期之中，但仍然诱发了欧洲各国股指在公布当天的大幅下行；美国二季度 GDP 环比下降 32.9%，降幅略低于预期，当日美股指整体低开高走，纳指收盘勉强翻红。欧美表现也引发了除中国外亚太市场股指的走弱。与此同时，各国经济的近期表现，推动了市场避险情绪的短期快速聚集，引发黄金价格大涨，一度突破 2000 美元/盎司创历史新高，伦敦黄金交易成交额达到 1750 亿美元创单日历史新高。相对国内外市场，国内消费与产业双升级下，内需市场环境更趋稳定。

政治局定调国内大循环格局，投资更关注中长期机会。上周市场整体呈现出普涨行情，成交量逐日回升。而国内政治局会议，定调国内内需大循环为主体，结合国际双循环共同促进发展的新格局。进入八月，大幅解禁的利空消除，排除其他未知利空因素，结合当下经济环境来看，部分资金有望聚焦回流 A 股。板块上，上周免税概念股再度走强，带动休闲服务板块再度领涨两市；科技股反弹，推动电子板块涨幅居次席。北向资金经历连续两周大幅净流出后，上周净流出量大幅缩减，市场投资机会更偏向中长期中具有创新成长特征的优势板块。

投资策略：淡化波动 坚守科技成长

配置上：短期内，外交摩擦、流动性等因素对于市场的冲击作用直接。就市场上周表现来看，科技股连续走弱后触底反弹，疫苗股延续强势，板块轮动的情况依旧明显。风电、光伏等有较大利好的板块短期获得的超额收益显著。选择上，短期可重点关注中期业绩修复的动态走向以及科技股人气回归推动的反弹行情，特别是偏绩优与低估值的板块。同时，疫苗问世的进度加速，相关个股有望持续收益。综合看，外围风险所激发来出，与内需发展相关的消费类及自主可控相关的核心科技类板块如医药、机械、半导体、新能源车等将释放更多确定性信号。

- **市场：股指大幅上行 创业板指领涨**

上周主要指数中，创业板指领涨。市场格局方面，中、小盘指数涨幅高于大盘指数。行业方面，休闲服务、电子、医药生物等涨幅居前。

- **资金：融资余额持续上升 北上资金小幅净流出**

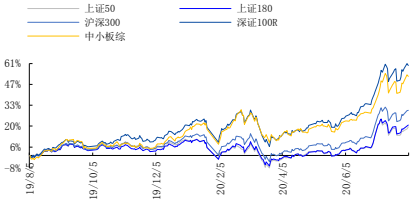
资金面上，融资余额总体继续上升，北上资金小幅净流出。

- **情绪：成交额连续回落 换手率同步回落**

上周各市场总体成交额总体回落，换手率同步回落。

- **风险提示：经济超预期波动，企业盈利不及预期。**

主要市场走势图



资料来源：Wind

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
晨光新材	21.58	63.98	0.00	0.00
昊海生科	197.66	24.89	46.97	121.03
安利股份	11.12	20.09	32.38	42.36
法狮龙	22.63	20.05	0.00	5.40
深冷股份	18.20	20.05	20.05	29.66

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价	涨跌幅%		
	RMB	1 日	5 日	本年
保龄宝	16.12	-15.69	-2.18	168.31
中船防务	33.54	-15.62	-16.69	126.16
海汽集团	43.88	-15.13	7.65	332.86
海顺新材	29.53	-14.90	-20.02	145.34
獐子岛	5.28	-14.29	0.57	97.75

分析师：虞坷（执业证书：S0020519070004）

- **医药**

疫苗行业跟踪：新冠疫苗、中和抗体动态跟踪& 7 月疫苗批签发数据跟踪

投资摘要：

新冠疫苗：截至 7 月 31 日，全球已有 166 款新冠疫苗产品在研发中，共有 27 款产品已经进入临床试验阶段，目前已有 3 款国内自主研发疫（科兴、北京所、武汉所）苗与 3 款海外疫苗（BioNTech&辉瑞&复星医药、Moderna、牛津大学&阿斯利康）进入 III 期临床，多条研发技术路线的新冠疫苗进展顺利，智飞生物与微生物所合作的重组蛋白疫苗进入 II 期。此外，多个疫苗已披露临床前和 I/II 期临床数据，康希诺披露 2 期临床实验结果、牛津大学/阿斯利康披露其 1/2 期临床试验结果、Moderna 披露 I 期临床结果、辉瑞和 BioNTech 公布初步结果，疫苗的长久免疫性需进一步观察。

中和抗体：有希望作为新冠治疗和短期预防的有效药物，目前海外 Abcellera & Lily 的 LY-CoV555、再生元的鸡尾酒组合 REGN10933+ REGN10987 已进入临床 III 期，君实生物 的中和抗体也在国内外进行 I 期临床中，进展较为领先。

7 月疫苗批签发更新：本月新增疫苗批签发 8455.51 万支，同比增长 78.4%，批签量大幅增加。今年首批流感疫苗批签发，包括华兰生物的四价流感疫苗 130.3 万支、长春所的四价流感疫苗 57.9 万支、上海所的流感疫苗 56.1 万支、北京科兴的流感疫苗 49.0 万支，根据中华预防医学会透露信息，为应对流感-新冠双流行的挑战，2020 年流感疫苗的批签发量预计将比 2019 年翻番，达到 5000 万剂。HPV 疫苗万泰生物 2 价 32.65 万，PCV 13 沃森生物 85.38 万，四联苗康泰生物 110.6 万，国产创新疫苗景气度不断提高。

投资评级：疫苗行业景气度较高，我们维持推荐评级，建议关注智飞生物、康泰生物、沃森生物、华兰生物、康希诺等疫苗龙头企业。

风险提示：疫苗研发进展不及预期；疫苗生产质量存在风险；疫苗审批上市进程存在不确定性；行业政策变动风险。

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

- **策略**

跨周期调控与经济周期长度

跨周期宏观调控可能是什么

我们认为跨周期调控，是国家在发展过程中，非正式经济占比逐渐降低，经济周期逐渐延长，经济体量增长，逆周期调控难度逐渐增大后的一个必然选择。它的实现方法是调节需求/产出的波动率，进而实现对于风险的控制。

这种行为将有两种组成部分：

- 在需求波动率过高时遏制需求的波动率（财政刺激，拉动内需，“房住不炒”都在此类）
- 在供给波动率过高时遏制供给的波动率（供给侧改革，环保限产都在此类）

在这种调控思路下，货币政策，财政政策实际上都只是手段而非目的，实现供给和需求的平衡，降低需求/供给的波动率是目的。这个目的实现的过程中，国家的非正式经济将逐渐转化为正式经济，从而实现国家发展的目标（城镇化即为代表）。

从逆周期到跨周期，美国的经验

跨周期调节的优势在于它可以延长经济周期的长度，但风险在于延长后的经济周期将会积累更大的风险。

从美国的经验来看，1950-1980 年更偏向于逆周期的监管，但结果是经济周期碎片化，持续时间较短。1980 年之后更偏向于跨周期的监管，即便通胀制约存在，也依然以维持经济结构为先。尽可能降低经济周期中的波动率。但代价是，2000 年科网泡沫和 2008 年金融危机比先前的危机更为严重。

跨周期可能拉长经济周期的时间

如果在可预见的未来，共和国实行跨周期的调控，潜在的影响和可能的机会

- 经济周期可能被延长
- 未来除了经济数据之外，我们可能需要关注供给和需求的波动率
- 跨周期调节意味着更稳定的发展周期，当然代价是在更长时间段内积累的尾部风险需要用更大的决心和智慧化解

结论及投资策略

综上所述，我们的结论如下：本轮中国经济周期的持续时间可能较以往更长；未来中国经济指标的波动率可能降低；从长期来看，中国经济版图中非正式经济的规模将逐渐缩小，低波动率环境更有利于企业集中度的提高

我们认为未来期权策略有可能成为良好的指数增强方法，上证 50 Buy Write/Put Write 策略有可能类似美国 PUT,BXM 基金，在长期跑赢 SPX 指数。

风险提示：不确定性事件发生导致必须回到逆周期调节模式；反垄断审查开始从严导致集中度提高存在上限；尾部风险的积累比预期更快。

分析师：陈大鹏（执业证书： S0020520070002）

货币政策强调灵活，关注未来发债节奏

市场回顾

截至 7 月 31 日，这两周央行公开市场净回笼 6977 亿元，其中 MLF 到期 2000 亿元，TMLF 到期 2977 亿元。银行间市场流动性稳定中略有宽松。期限利差变化不大。10 年期国债收益率上升 1BP 至 2.96%；国开债收益率上升 3BP 至 3.47%。当前疫情在全球持续蔓延，外部环境的变化与国内经济政策的落地落地对于市场未来的走向影响较大。

政策关注

7 月 31 日，经国务院同意，央行等部门宣布延长资管新规过渡期至 2021 年底。

7 月 30 日，中共中央政治局会议：加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，建立疫情防控和经济社会发展工作中长期协调机制，坚持结构调整的战略方向，更多依靠科技创新，

完善宏观调控跨周期设计和调节，实现稳增长和防风险长期均衡。

7 月 29 日，美联储公布 7 月份利率决议，将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%，同时承诺在未来几个月至少按目前的速度增加其持有的美国国债和机构发行的住宅和商业抵押贷款支持证券。

经济数据

中国 7 月制造业 PMI 为 51.1，预期 50.5，前值 50.9；综合 PMI 产出指数为 54.1%，环比降 0.1 个百分点。

农业农村部日前发布的数据，今年夏粮产量达到 2856 亿斤，增产 24.2 亿斤，相较去年，同比增长 0.9%，创历史新高。

分析师：陈颖（执业证书： S0980518090002）

国元策略（2020 年第 7 期）八月金股组合及投资逻辑

A 股策略：预计 8 月份市场波动率将会有所平复，行业景气程度可能成为行情主要驱动力

7 月份市场成交量放大有多个因素的推动，长期来看，我们认为当前正处在经济周期的初期阶段，对于中国权益市场的未来走势并不悲观。另一方面我们认为波动率放大之后需要时间恢复，考虑到 7 月份地缘政治和经济数据的刺激已经给市场造成了较大的波动。我们认为 8 月份将会是一个波动率放缓的月份，这点也与美国 VIX 期货曲线显示的情况相呼应。

有鉴于此，行业景气程度和企业业绩可能成为 8 月的主要驱动力，当前经济复苏进程中，投资快于消费，工业表现较为不错的情况有望延续。我们认为工业品价格的复苏以及工业企业利润的环比修复可能成为是主旋律。在风格方面我们依然认为成长向价值的转换正在发生。

全球策略：鸽派预期+潜在的波动率放大

7 月底的 FOMC 会议联储如市场预期给出了较为鸽派的声明。同时联储也坦承当前经济复苏存在不确定性，不过联储对于经济的看法是，六月中旬之后美国疫情的反弹是降低了复苏的进程，但没有逆转复苏的趋势，同时认为经济的复苏可能需要更久时间。在这样的背景下，市场最合理的猜测是：一旦波动率放大后，联储会加码宽松甚至采用负利率。

投资策略：工业品价格的上行潜力，中国市场工业企业利润的修复，工业蓝筹股，周期股可能成为共识方向

风险提示：疫情风险超预期

分析师：虞坷（执业证书：S0020519070004）

重点报告

正海生物（300653）2020 年中报点评：Q2 业绩回暖，20H1 回归增长轨道

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

事件：

2020 年 8 月 4 日公司公告 2020 年中报：报告期内，公司实现营业收入 1.34 亿元，同比增长 1.35%，归母

净利润为 5501.57 万元，同比增长 7.89%，扣非归母净利润 5181.29 万元，同比增长 5.15%。

观点

积极开发市场，Q2 业绩明显改善，20H1 回归增长轨道

受疫情影响，口腔科和神经外科手术量下滑明显，20Q1 业绩受到一定影响，随着国内疫情得到控制，各地区的医院和相关科室逐步开放，同时公司也通过“直播”课程加大学术宣传，积极开拓开发新客户，报告期内完成各省级产品挂网 1016 个品次，较 19 年底增加 73 项，Q2 业绩大幅改善，单季度实现营收入 8957.73 万元，同比增加 25.77%，环比增加 99.68%，销量同比增加 41.56%，公司 20H1 业绩重新回归成长轨道。

疫情下，口腔修复膜承压，生物膜逆势增长

口腔修复膜：疫情后口腔门诊的开放相对更晚，20H1 公司口腔修复膜业绩有所影响，实现营收 5372 万（-16.48%），收入占比为 39.96%（-8.53 pct），毛利率 91.67%（-1.85pct），随着口腔门诊的恢复，下半年有望恢复增长；生物膜：公司新客户开发顺利，在神经外科领域完成新开发终端医院数量近 50 家的优秀业绩，实现营收 7023 万（+21.56%），收入占比为 52.24%（+8.68 pct），实现逆势增长，下半年有望继续维持高增长。

坚定阶梯式产品布局策略，活性生物骨获批可期

公司坚定执行“销售一代、注册一代、临床一代、研发一代”的新产品开发策略。公司活性生物骨已经进入上市注册的技术审评阶段的发补资料补充中；公司临床阶段产品中引导组织再生膜已进入临床试验结果评价及数据总结阶段，高膨可降解止血材料与生物硬脑（脊）膜补片 2 个新产品的临床试验正进行中；公司还有多款处于临床前阶段的在研品种：子宫内膜、3D 打印生物骨修复材料、齿科修复材料、乳房补片。

投资建议与盈利预测

公司是国内唯一的口腔修复材料上市公司，疫情下生物膜增长稳定，在研产品活性生物骨获批在即，考虑今年疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现收入 3.24/4.06/5.21 亿元，归母净利润 1.21/1.47/1.83 亿元，对应每股收益为 1.01（-0.58）/1.23（-0.73）/1.53（-0.99）元/股，对应当前股价 PE 分别为 73/60/48 倍，维持公司“增持”的投资评级。

风险提示

新产品研发风险；审批进度不达预期；医疗纠纷风险；动物疫情风险。

中芯国际（688981）点评报告：开启国产半导体发展黄金 10 年，惠及全产业链加速成长

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

事件：

国务院印发《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》。《若干政策》提出，为进一步优化集成电路产业和软件产业发展环境，深化产业国际合作，提升产业创新能力和发展质量，制定出台财税、投融资、研究开发、进出口、人才、知识产权、市场应用、国际合作等八个方面政策措施。

点评：

政策惠及集成电路全产业链，最大力度支持国产半导体发展

从财税减免政策看，支持力度最大的是半导体制造环节，接着是 IC 设计、封测、材料和设备。国家鼓励对 28nm 及以下先进制程且经营 15 年以上 IC 制造企业或项目前十年免征企业所得税等优惠政策。除税惠减免外，还从人才、融资渠道等多方面大力度支持产业发展。从整体角度看，本次政策出台最大程度确定了国家推动半导体行业发展的决心和力度。

中美摩擦催化国产企业崛起，各行业龙头优先受益

国内产业升级在中美摩擦催化下倒逼本土企业加速发展。从产业链各环节看，IC 设计以及封装测试基本进入成熟发展阶段，有比较好的盈利性和技术储备。晶圆制造、设备和材料尚处于成长阶段，不稳定盈利、高资本支出、高研发投入等是该阶段企业的特点。由于半导体行业进出壁垒非常高，各环节龙头企业在政策中受益最大。

投资建议与盈利预测

鉴于政策惠及半导体全产业链，建议关注各细分领域龙头企业。因为受惠力度最大的是晶圆制造行业，重点推荐先进制程龙头中芯国际，以及上下游合作企业。建议关注 1）特色工艺龙头华虹半导体；2）功率半导体龙头华润微、三安光电。

风险提示

政策落实不及预期；外部冲击风险；技术开发进度不及预期。

御家汇（300740）首次覆盖报告：底部反转，一代淘品牌有望破茧成蝶

分析师：李典（执业证书：S0020516080001）

报告要点：

“自有品牌+代理业务”双轮驱动，2020Q1 业绩拐点初现

御家汇由淘品牌御泥坊起家，通过自有品牌培育+国际品牌代理，逐渐成长为一家多品牌、多品类、全渠道的美妆集团。自有品牌包括“御泥坊”、“小迷糊”、“大水滴（原名‘薇凤’）”、“御 MEN”、“花瑶花”、“HPH”等，产品品类覆盖面膜、水乳膏霜、彩妆、清洁洗护等多个品类，其中面膜品类优势显著。代理业务主要承接国际品牌在中国地区的销售业务，目前已与城野医生、强生、露得清等 20+国际品牌达成合作。2019Q4 公司业绩触底回升，2020Q1 进一步改善，经营与业绩拐点初现。

行业：化妆品行业高景气，代运营行业持续扩容

公司是业内唯一具备自有品牌孵化及运营经验的代运营商，同时占据化妆品与电商代运营两条高景气赛道,有望随行业发展持续高增长。1）化妆品行业：护肤品类自 2017 年以来增长不断提速，其中面膜品类 2013-2019 年 CAGR 高达 16.6%，处于需求释放期。2）代运营行业：B2C 电商快速发展，跨境品牌数量与规模仍处于高增长期，代运营业务下游需求持续扩容。

多品牌+多渠道+灵活营销+智能工厂，铸造公司核心竞争力

1）多品牌：核心品牌御泥坊聚焦爆款打造与品牌升级，子品牌差异化定位拓展细分市场，代理品牌业务持续放量。2）多渠道：线上积极拓展拼多多、云集等新兴电商平台，同时上线微信“水羊潮妆”平台，布局私域流量运营；线下渠道恢复良性增长，成功覆盖屈臣氏、沃尔玛等 CS、KA 核心网点。3）灵活营销：积极拥抱小红书、抖音、B 站等新媒体平台，发力 KOL 营销，布局直播带货，赋能产品销售，淘外平台投放效果迎来边际改善。4）智能工厂：斥资 8 亿打造面膜智能生产基地，布局美妆全产业链。

投资建议与盈利预测

公司自有品牌止跌转涨，代运营业务持续放量，基本面持续向好。未来随自有品牌毛利率提升、代运营品牌进入收获期，利润端有望逐渐释放。预计 2020-2022 年公司实现归母净利润 0.75/1.57/2.37 亿元，EPS 0.18/0.38/0.58 元，对应 PE127/61/40x，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示

品牌市场竞争加剧，新品牌孵化不达预期，盈利节奏不达预期。

通策医疗（600763）2020H1 点评：口腔恢复迅猛，全年业绩增长可期

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

事件：

8 月 03 日，公司公告 2020 年半年报，报告期内公司实现营业收入 7.38 亿元，同比下降 12.87%；归母净利润 1.45 亿元，同比下降 30.22%；扣非归母净利润 1.38 亿元，同比下降 32.86%。

2020H1 表现下滑，主要系 Q1 疫情影响，Q2 恢复显著

由于新冠疫情影响，公司于 1 月 23 日起全面停诊，3 月 5 日陆续恢复急诊、急需诊疗活动，5 月 18 日正式全面恢复。Q2 业绩恢复良好：

从诊疗人次来看，公司上半年服务 82.48 万人次，同比下降 18%；Q1/Q2 服务人次分别为 24.75、57.73 万人次，同比变动-50%和+12.47%

从营收水平来看，公司上半年实现营收 7.38 亿元，同比下降 12.87%；Q1/Q2 分别实现营收 1.92 和 5.45 亿元，同比变动-51.08%和+20.39%

从净利润水平来看，公司上半年实现净利润 1.45 亿元，同比下降 30.22%；Q1、Q2 分别实现归母净利润-0.19 亿元和 1.64 亿元，同比变动-119.58%和+44.63%

从盈利能力上来看，公司上半年毛利率和净利率水平出现波动，分别为 40.31%和 21.67%，较去年同期水平分别下滑 5.29pct 和 8.64pct；Q2 毛利率和净利率分别为 50.35%和 34.00%，同比提升 5.68pct 和 6.18pct。

种植业务有望在三季度发力，其余业务已恢复到较高水平

拆分业务数据来看，公司 Q1 和 Q2 种植业务收入增速分别为-66.7%和+17.4%，一季度下滑程度高于其他业务，主要系恢复时间较晚。种植积压需求在二季度并未完全释放，同时公司“种植倍增”计划大力推进，种植业务有望在三季度较大幅度提升。在 3 月份开始陆续恢复的业务如正畸、儿科和综合科在 Q2 分别实现 22%、37%和 24%的高增长。

内生增长依旧强劲，分院贡献度稳步提升

核心医院平海路、城西和宁口分别变动-21.65%、-0.72%及-34.01%，城西已基本不受疫情影响，恢复到去年同期，而平海路院区在 Q2 也重回到两位数增长，恢复态势良好。新开分院潜力可期，业绩恢复迅猛，2017 年开业的萧山分院和城北分院在疫情下仍然分别实现 37%和 29%正收入增长。

投资建议与盈利预测

疫情恢复状态良好，蒲公英计划有序进行，省外武汉恢复迅猛、西安医生资源丰富，复制确定性进一步提

升。考虑疫情影响，预计公司 20-22 年营收分别为 23.37/30.10/38.61 亿元，归母净利润 5.86/7.74/10.26 亿元，EPS 分别为 1.83/2.41/3.20 元/股，对应 PE 为 99/75/57 倍，维持“买入”评级。

风险提示

医疗纠纷风险；跨区域发展推进不及预期；竞争加剧风险；人才流失风险。

智飞生物（300122）2020 半年报点评：Q2 恢复高速增长，新冠疫苗进展领先

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

事件：

8 月 3 日，公司公告 2020 年半年报，报告期内公司实现营收 69.94 亿元，同比增长 38.80%；归母净利润 15.05 亿元，同比增长 31.18%，扣非归母净利润 15.13 亿元，同比增长 28.58%。

国元观点：

Q2 业绩恢复快速增长，自主+代理双轮驱动

公司 Q2 实现收入 43.59 亿元（+58.79%），实现归母净利润 9.88 亿元（+53.23%），业绩恢复高速增长。上半年公司 9 价 HPV 疫苗批签发同比增长 83.13%，4 价 HPV 疫苗同比增长 29.80%，五价轮状同比增长 24.66%，自主产品 MPV 4 同比增长 291.72%，Hib 疫苗同比增长 291.86%，MCV 2 同比增长 541.07%，自主产品和代理产品均实现快速增长趋势。

截止 2020/7/26 日公司批签发情况：4 价 HPV 366.44 万，9 价 HPV 313.36 万，口服轮状 216.99 万，Hib 疫苗 111.38 万，MCV 2 146.70 万，MPV 4 331.68 万。

盈利能力进一步优化，后续管线项目众多

公司毛利率 2020H1/Q2 分别为 38.47%、39.31%，Q2 环比增加 2.22pct，净利率 2020H1/Q2 分别为 21.51%、22.67%，Q2 环比增加 3.07pct，毛利率和净利率水平实现小幅优化。公司销售费用率 6.14%，同比下降 2.58pct；管理费用率 1.32%，同比下降 0.26pct；财务费用 0.73 亿元（+189.56%），主要由于借款增加，利息费用增长较快；研发费用 1.06 亿元（+57.38%），公司目前自主研发项目共 28 项，其中 16 个已进入临床阶段，目前母牛分枝杆菌疫苗（结核感染人群用）处于 CDE 审评阶段，PCV 15 进入 III 期，有力保障公司长期发展。

新品有序开拓市场，新冠疫苗进入临床 II 期

目前公司积极推进结核类诊断试剂宜卡的市场准入工作，已顺利准入海南、江西 2 个省份。此外，公司预充装 ACYW135 多糖疫苗、预充装 AC 结合疫苗和预充装 Hib 疫苗已分别中标 22、27、23 个省级单位，产品结构进一步优化，自主产品有望保持稳健增长。公司和中国科学院微生物研究所合作研发的重组新型冠状病毒疫苗目前已进入临床 II 期，临床进展位居前列，重组蛋白疫苗技术稳定成熟，产能易于放大，前景较好。

投资建议与盈利预测

疫苗景气度不断提高，暂不考虑后续新冠疫苗的收入贡献，我们预计公司 20-22 年营业收入分别为 151.63/200.40/230.98 亿元，归母净利润 32.28/46.78/58.70 亿元，EPS 为 2.02/2.92/3.67 元/股，对应 PE 94/65/52 倍，维持“买入”评级。

风险提示

新品研发和上市存在不确定性；产品安全性风险；和 MSD 续约存在风险。

中芯国际（688981）点评报告：下游 5G、IOT 领域需求旺盛，28nm 节点盈利性有望持续改善

分析师：贺茂飞（执业证书：S0020520060001）

事件：

公司与北京经济技术开发区管理委员会于 2020 年 7 月 31 日共同订立并签署《合作框架协议》，共同合资成立 28nm 及以上晶圆制造公司。项目分两期建设：1）一期计划最终产能达成月产 10 万片 12 寸晶圆；2）二期项目将根据客户及市场需求适时启动。该项目一期计划投资 76 亿美元，注册资本金拟为 50 亿美元，其中中芯国际出资拟占比 51%，剩余资金由公司与北京开发区管委会将共同推动其他第三方投资者完成。

点评：

通信和消费类产品对 28/22nm 节点需求激增

根据台湾晶圆代工企业 UMC 20Q2 业绩说明会透露，上半年经历了 40-22nm 产能利用率明显提高，流片数量激增，公司计划在 12X 和 12A 扩充 28-22nm 产能。40nm 产品主要对应无线应用，而 28/22nm 产品应用拆分来自于通信和消费，对应产品是互联芯片、基带、5G 电话以及家庭办公应用芯片。

5G、IOT 加速推进 28nm 节点需求，盈利性有望持续改善

业内一直认为 28nm 节点处于产能过剩状态，这也是造成 28nm 线盈利性差的根本原因。但是随着 5G、IOT 和数据中心的需求持续增大，同时疫情正戏剧性的改变人们的办公和生活习惯，业内开始重新审视 28-22nm 节点以及产品需求。本次框架协议签订意在扩充 28nm 以上产能，我们认为 5G、IOT 和数据中心对 22nm 以上产品需求可能超出行业预期，疫情加速了行业发展进程，现有 28nm 节点盈利性有望持续改善，对 28nm 需求需重新评估。

投资建议与盈利预测

公司先进制程逐步放量，盈利性较差的 28nm 线有望持续改善，成熟工艺提供稳定业绩支撑。预计 2020-2022 年公司营收 271.27、304.31、333.48 亿元，归母净利润 19.52、22.80、23.28 亿元，给予“增持”评级。

风险提示

最终协议未达成风险；新制程技术产能爬坡不及预期；外部冲击导致市场拓展不及预期等。

龙蟠科技（603906）系列二：公司车用尿素长期空间讨论

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

本期报告我们主要讨论公司车用尿素空间未来有多大，价值几何？我们认为长期来看，公司车用尿素销量有 10 倍增长空间，该业务长期市值 132 亿。

国六驱动车用尿素加速增长，需求量有 5 倍成长空间

国四、国五和国六柴油车尿素用量占燃油消耗比例分别为 3%/5%/8%，自国四实施以来，车用尿素进入高速成长期，2014 年全国车用尿素用量 20 万吨，2019 年全国车用尿素用量达到 197.7 万吨， 2014-

2019CAGR 达到 58%，2019 年市场规模 37 亿元。2020 年 7 月 1 日，全国轻型车开始实施国六 a，2023 年 7 月 1 日全国所有汽车实施国六 b，可以预见车用尿素市场规模将加速增长。经测算，2025 年车用尿素需求可达 948 万吨，2030 年车用尿素需求达到 1280 万吨；考虑价格下降 2025 年市场规模达 158 亿元，2030 年市场规模达到 193 亿元。

公司是车用尿素龙头企业，品牌和渠道优势明显，市占率有望持续提升

车用尿素一梯队企业为龙蟠科技、中石化旗下悦泰、中石油旗下昆仑之星，一梯队企业销量远高于其他企业，我们认为伴随行业发展，行业集中度将持续提升。龙蟠科技是行业龙头企业，1）2019 年车用尿素销量 24 万吨，市占率 12%；2）旗下可兰素品牌是国内一梯队，2010 年及 2011 年公司车用尿素产品先后通过美国石油学会 API 柴油机排放处理液认证及德国五 DA-QMC 对车用尿素产品的 AdBlue 商标认证，是国内最早达标国际标准的尿素产品；3）公司在渠道铺设全面，涵盖车厂配套、经销商、加油站和高速公司，并且创新推出加注站持续布局。综合以上，我们认为公司市占率未来有望持续提升。

公司车用尿素业务长期或能增长 10 倍以上

考虑龙蟠科技品牌和渠道优势明显，我们按照公司车用尿素市占率每年提升 1.5pct 情况，预计 2025/2030 年车用尿素销量分别为 201/320 万吨。

投资建议与盈利预测

预测 2020-2022 年公司营收分别为 20/25/28 亿元，同比增长 18%/22%/15%，归母净利润分别为 1.8/2.3/2.7 亿，同比增长 44%/23%/18%，对应 EPS 为 0.61/0.75/0.88 元，维持买入评级。

中长期来看，2025/2030 年车用尿素利润分别 4.4/6.3 亿，给予 2025 年利润 30 倍，长期来看车用尿素业务市值可达到 132 亿。

风险提示

车用尿素推广不及预期；产品价格下降过快；产能扩张不达预期。

恒瑞医药（600276）2020 年中报点评：疫情不改业绩恢复趋势，股权激励彰显信心

分析师：常启辉（执业证书：S0020517090001），联系人：刘慧敏

事件：

2020 年 7 月 31 日，公司公告 2020 年中报：报告期内实现营收 113.09 亿元，同比增长 12.79%，归母净利润 26.62 亿元，同比增长 10.34%，扣非后归母净利润 25.62 亿元，同比增长 11.94%。

2020 年 7 月 31 日，公司公告 2020 年度限制性激励计划（草案），拟向包括高管、关键岗位人员在内的 1302 人员授予限制性股票总量不超过 2573.60 万股。

国元观点：

疫情影响，Q2 业绩仍小幅提高

在新冠疫情影响下，Q1 全国各级医院的就诊率有一定幅度下滑，公司三大板块中的麻醉和造影受影响较为明显，Q1 增速有所放缓，经过短暂调整，Q2 业绩有小幅提高，公司研发收获不断，卡瑞利珠、瑞马唑仑等新适应症获批，目前全国范围内的医院的就诊率正在全面恢复正常，医疗刚需属性有望在下半年持续反弹，预计疫情的短期影响不改公司长期发展。Q1、Q2 单季度分别实现营收 55.27 亿元（+11.28%）、57.82 亿元（+14.28%），分别实现扣非归母净利润 12.76 亿元（+10.52%）、12.86 亿元（+13.40%）。

研发创新和国际化是公司的业绩增长有力抓手，股权激励彰显信心

公司创新研发有序推进，取得创新药瑞马唑仑、卡瑞利珠肝癌、食管癌&肺癌共 3 个生产批件，仿制药制剂吉非替尼的生产批件，取得卡培他滨 2 个规格、非布司他共 3 个品种的一致性评价批件。盐酸右美托咪定氯化钠注射液在美国获批，将卡瑞利珠项目有偿许可给韩国 CrystalGenomics Inc.公司。股权激励范围广，且解锁条件较高， 2020-2022 年各年度的净利润较 2019 年相比，增长率分别不低于 20%、42%、67%，彰显公司信心。

投资建议与盈利预测

公司创新药逐渐进入收获期，卡瑞利珠、阿帕替尼、吡咯替尼等有望借助医保和适应症扩大增厚业绩，考虑疫情影响，我们调整盈利预测，预计公司 20-22 年预计归母净利润为 66.29 亿元、84.18 亿元和 106.61 亿元，同比增长 24.42%、26.98%和 26.08%，EPS 分别至 1.25（-0.31）/ 1.59（-0.40）/ 2.00（-0.49）元/股，对应 PE 分别为 76/60/47 倍。考虑到公司为行业龙头，创新药稀缺标的，管线实力逐步显现，维持“买入”评级。

风险提示

新产品临床和审批不及预期；带量采购、医保谈判降幅超过预期；带量采购品种放量不及预期；医保控费超过预期。

重要新闻

- 汇率两个月反弹超两千点 人民币升值与外资流入形成共振。8 月 5 日，人民币对美元即期汇率盘中升破 6.94，创近 5 个月新高。自低点算起，近两个月人民币汇率反弹超两千点。业内人士认为，近期人民币汇率相对走强，除了有中国经济稳步复苏、美元回调这两项基本因素外，跨境资金流入增多也有一定影响。在金融业不断扩大开放的时代背景下，海外资金加快进入中国市场已是大势所趋，人民币升值与外资流入料形成阶段性共振。
- 创业板注册制首批新股中签结果出炉 投资者“打新”热情高。8 月 5 日，创业板注册制下首批两家企业公布网下初步配售结果及网上中签结果。其中，锋尚文化中签号码共有 17587 个，美畅股份中签号码共有 31367 个，两只新股的每个中签号码都只能认购 500 股公司股票。同时，蓝盾光电于 5 日晚发布中签率公告。
- 推动财险业高质量发展三年行动方案出炉。银保监会网站 8 月 5 日消息，近日银保监会印发《推动财产保险业高质量发展三年行动方案(2020-2022 年)》提出，到 2022 年，财产保险业保持平稳较快增长，基本实现财产保险公司偿付能力充足率均达标、风险综合评级均在 B 类以上。
- 多家央企晒出下半年施工图。近期，多家央企召开了 2020 年年中工作会议，部署下半年工作重点。中国证券报记者梳理发现，全面落实“国企改革三年行动方案”成为央企下半年工作重心；混改、重组、“新基建”是下半年央企改革发展的关键词。业内人士认为，在“国企改革三年行动方案”的引领下，各项改革将进入加快落地新阶段，混改、并购重组、上市、股权激励等举措有望激活资本市场一池春水。
- 多地开花 吸引力爆棚！外企热衷投资中国新基建。在疫情冲击全球经济、跨境投资承压的背景下，外资企业投资中国的步伐并未停止，在新基建领域的投资更是热情高涨。总部位于法国的世界 500 强企业施耐德电气最近在华动作频频，昨日与宁德时代签署战略合作协议，双方将在“绿色智能工厂”“新

能源发电”等新基建领域展开合作。此前一天，施耐德电气还宣布与北京的华胜天成联合兴建面向边缘云计算场景的胶囊数据中心。

- 定增方案获批数量猛增 新经济新产业畅享资本“灌溉”。A股定增审核节奏正在加快。统计数据显示，年初至今，共有96家A股公司的定增方案获得证监会发审委通过。其中，仅7月以来，就有40家公司的定增方案过会，审核速度明显加快。对此，有投行人士认为是意料之中：“一方面，再融资新规发布实施后，上市公司积极响应，定增方案频出；另一方面，发审委对市价定增态度明确，审核速度明显加快。”

- 50条行动措施 85项细分任务 深圳绘就金融支持大湾区建设“路线图”。上海证券报记者昨日从深圳市地方金融监管局获悉，为扎实推进落实央行等四部门发布的《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》（下称《意见》），深圳联合央行深圳市中心支行、深圳银保监局、深圳证监局制定了《深圳市贯彻落实<关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见>行动方案》（下称“行动方案”），共50条行动措施、85项细分任务。

- 68家险企调升权益投资上限 数千亿增量资金在路上。权益投资实施差异化监管后，各家险企依据偿付能力等因素，迎来8个不同档位的权益投资上限，最低10%，最高45%。具体每家保险公司的权益投资上限是多少？权益投资空间提升的都有谁？二季度末最新偿付能力数据提供了一些线索。

- 新发FOF现比例配售 上半年总规模同比激增3.4倍。伴随着今年股市回暖，权益类基金规模不断攀升，公募FOF(排除养老目标基金)也受到青睐，规模持续走高。数据测算，截至上半年，29只普通公募FOF总规模为184.3亿元，同比激增3.35倍，仅上半年规模就猛增近120亿元；产品平均规模为6.36亿元，同比规模也实现了翻倍，且总规模和平均规模数据都连续四个季度净增长。

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188