东兴证券 DONGXING SECURITIES

监管层出手规范行业经营，助力资本市场行稳致远

2020 年 07 月 19 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：监管层出手规范行业经营，助力资本市场行稳致远

周末银保监会和证监会重磅消息频出，先是发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，根据险企偿付能力充足率等风险指标八档划分权益类资产监管比例，最高可到总资产 45%，多家上市险企喜迎权益投资比例上调；同时增加投资集中度风险监管指标，险企投资单一上市公司股票总数不得超过其总股本的 10%，但当前已超额的不强制卖出，只限新增。我们认为，提高权益投资上限将鼓励险企持续增加在权益市场的投入，对市场构成中长期利好，但目前各上市险企权益投资比例均远低于原比例上限，且其中股票和股、债基的投资比例更低，鉴于险企投资的审慎态度，短期内快速增加净权益仓位的可能性较低，此次政策调整更多体现为信号意义。而集中度指标调整或将降低未来险企举牌的频率，将险企的选股视角拉回二级市场之中。

银保监会对天安人寿、新时代信托等四家险企和两家信托，证监会对国盛证券、国盛期货等两家券商和一家期货公司实行接管，主因为经营层面和股东层面问题。相关监管措施的执行此前已在市场预期之内，但多家公司同时被接管在预期之外，反映了监管层对行业经营层面风险和投资者保护的重视。经过多年发展，国内金融机构数量大幅增加，但在扩张的同时对于经营风险的重视程度不足，部分机构存在不可忽视的潜在风险。此次监管层重拳整治行业风险企业，将为市场传递呵护成长中严控风险的信号，有助于行业长期稳定健康发展。

此外，监管层发文支持证券公司和基金公司并购重组，支持员工持股和股权激励，是对金融机构做大做强的又一政策推动；证监会就《证券期货违法行为行政处罚办法》公开征求意见，表明监管层对投资者保护的重视；而推动银行间和交易所债券市场基础设施互联互通，是给

予投资者更多选择，鼓励市场间资金流动，强化市场化定价机制，降低中小微企业融资成本，更好服务实体经济的重要举措，对于非银机构发债难、发债贵的长期问题也提供了有效的解决方案。

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：经济复苏持续，板块提估值可期

经济持续复苏之下，政策显现边际变化。**根据央行半年金融统计数据新闻发布会表态，下半年货币政策或由灵活转向适度。**在此背景下，我们预计下半年银行新发放贷款利率下行幅度或收窄。此外，在监管政策引导下，银行或更注重加大对问题贷款的处置，银行资产质量或进一步得到夯实，缓解市场担忧。

银行稳健经营的基本面未动摇。经济复苏持续，让利实体任务得到明确，资产质量担忧逐步消除的三重驱动下，银行估值提升可期。且板块估值安全边际足，当前估值隐含不良率处历史高位，具备长期配置价值。

风险提示：经济失速下行；政策变动不及预期等。



张凯琳|东兴证券社服首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

社服：跨省团队游放开带动旅游产业复苏，中报临近关注确定性细分龙头

文旅部通知，恢复低风险地区跨省团队旅游和机酒业务，上调景区限流至最大承载量的 50%，叠加暑期来临，关注旅游、酒店等相关板块在业绩边际改善同时伴随的估值修复。免税方面，财政部同意全国 27 个口岸增设和继续设立出境免税店，海口美兰机场新增 8 个离岛免税提货窗口，各免税企业动作频繁，中免合作上港集团布局港口免税。长期看好免税板块，跨省团队游开放叠加不断释放的政策红利，将引领消费回流，带动免税消费持续增长。教育方面，“保就业”政策持续落地，各省公务员省考公告均已发布，全国共计划招录 16.3 万人，同比增长 28.7%，招考人数大幅增加。持续推荐职教龙头中公教育，随着考试落地，公司将在 Q3 至 Q4 初集中确认收入。关注一对一培训龙头紫光学大，公司筹划定增改善财务结构，未来业务发展可期。关注以科锐为代表的灵活用工赛道，随着国内疫情趋稳，企业经营恢复常态，用工需求有望逐步释放。

详见 2020 年 4 月 29 日报告《中公教育：考试延期致收入季节错配，全年确定性持续强化》，

2020 年 7 月 15 日报告《紫光学大：定增有望改善财务状况，创始人拟参与彰显信心》，2020 年 4 月 29 日报告《科锐国际：灵活用工持续发力，关注行业中长期发展红利》。

风险提示：疫情控制超预期，突发性事件，超预期政策。



陆洲|东兴证券军工机械首席分析师

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

军工：极具吸引力的科技成长板块在崛起

1、从需求角度看，军工行业未来的确定性较强。一方面，行业本身需求确定性比较高，具备长期稳健增长的趋势；另一方面，在行业长期稳健增长的过程中，结构性机会较多。我们预计十四五期间我国军费开支增速将维持在 6%-9%，而此前发布的国防白皮书首次披露我军装备费在军费中的占比大幅提升至 41%，这一数据远超市场预期。这就意味着装备板块长期复合增速实际可能 10%-15%，而其中景气度较高的导弹、卫星、航空装备、复合材料等细分板块的增速或更高。

另一方面，从紧迫度考虑，我国未来装备建设速度或超预期。首先，我国军队建设目标，已从十七大的打赢局部战争，到十九大打造世界一流军队（世界一流军队已经提前到 2035 年），军队现代化实际执行速度会超预期。其次，我国目前军队装备中的先进设备占比将显著提高。以飞机为例，根据《World Air Force 2020》，中国战机数量仅相当于美国的 66%，其中二代战机占比为 57%，而美国三代及三代半战机占比高达 85%。未来先进装备的数量和占比将显著提高，换代升级空间显著。

2、从产业发展趋势来看，大多数主战装备已经进入到收获期。军工产品的研发周期较长，一般会经历前期的预研、立项、设计、研发、定型和量产。从预研到定型的周期较长，且需要投入巨额的资金；只有从定型到量产才能够真正看到订单的落地和业绩的释放。目前军工行业的大部分主战装备已经进入到定型周期正在走小批量生产或批量生产，这就意味着行业已经进入到收获期，也就是稳健回报期，风险收益比将显著改善。

3、军工股与科技股一样具备科技属性和成长性。军工股曾经很“科技”，但是缺成长。从产业发展角度，科技一直是国防军工的天然属性。同时，军事科技也是人类科技发展的最前沿，航空航天领域大量的先进技术转为民用，带动经济发展。但在相对和平时期，军费是军工行业发展的“天花板”，限制了多数军工企业的成长性，导致军工企业有很强的科技特征，军工股却未获得科技股的同等待遇。目前来看，军工行业成长性正在逐步向好。同时，军工上市公司的资产质量也有了明显提升。此前的军工上市公司多为缺乏研发能力的制造工厂，净利率水平较低；而现在出现了更多研究所性质的公司或科技属性非常强的公司，资产质量大大提升。经过多年潜心研发与规模扩张，部分军工电子公司已经在技术上对标龙头，在民用推广成本上具备市场竞争力，有望迎来军品利润增长与民品估值提升的戴维斯双击。

4、本轮军工股的驱动因素与以往不同。2014 年-2015 年市场关注军工板块的主要逻辑是资产重组增厚上市公司业绩，随后在资产重组连续低于预期以及市场注重内生增长确定性的背

景下，军工板块经历近五年的深度调整，板块市值占比已萎缩至 2%以下，市场对其预期也降至冰点。本轮军工行情的驱动因素与以往有了本质的不同，龙头股更多的是没有资产重组预期的主机厂以及具备军工消费属性的耗材类公司，它们都能看到订单落地和可持续的业绩增长。市场从原来对军工板块的主题炒作变成了长期产业逻辑可看且具备稳健回报的产业趋势投资。我们判断，从现在到 2023 年，可能是军工成长和资产证券化齐头并进的时期。

投资建议：行业配置方面，在市场流动性充裕以及市场风险偏好提高的背景下，建议超配军工股。建议关注以下主线。1）航空产业链：中航沈飞、洪都航空等；2）导弹、军工电子及军工材料领域：大立科技、鸿远电子等。

详见 2020 年 6 月 3 日报告《大立科技：红外热像仪市场爆发，中国版 FLIR 浮出水面》、2020 年 3 月 22 日报告《鸿远电子：自主可控，快速成长》、2019 年 7 月 29 日报告《洪都航空：拐点已现 蓄势待发》、2019 年 10 月 10 日报告《中航沈飞：坚定看好公司发展前景》。

风险提示：产品交付不及预期，重组进度存在不确定性。

机械：挖掘机及破碎锤产销旺盛，第三方检测业绩触底反弹

2020 年 6 月，共计销售各类挖掘机械产品 24625 台，同比涨幅 62.9%。国内市场销量 21724 台，同比涨幅 74.8%。出口销量 2901 台，同比涨幅 7.6%。

在内需提振下，3 月份以来，挖掘机市场需求快速释放。随着下游复产复工顺利推进，挖掘机主机厂和零部件厂商重拾信心。4 月份以来多个品牌的挖掘机、装载机、起重机、混凝土泵车、配件和维修费均有不同程度的上涨。我们认为，这一方面由疫情冲击带来的零部件成本上升驱动，另一方面也反应了需求旺季形势下的供需再平衡。我们提高 2020 年挖掘机的销量预期，预计全年销量有望达到 27.68 万台，同比增长 17.45%。

华测检测 2020 年上半年业绩预告盈利 1.84 亿元-1.94 亿元，同比增长 15%-21%，国检集团上半年业绩预告 0.38 亿元，同比下滑 58.63%。

我们强烈看好第三方服务及设备企业的长期成长性，我们推荐检测布局完善的华测检测，成长稳健的建工建材检测龙头国检集团，高端检测仪表龙头康斯特。

检测行业具备资产负债率低、现金流优异、业绩增长稳健、盈利能力出色等特质，且随着企业规模扩张和存续时间增长，护城河不断深化。

检测板块享受估值溢价是常态。国外检测龙头 SGS、BV、Intertek 估值大多在 30 倍以上，且年化增速基本在 10%以下。

风险提示：订单不及预期。



罗四维|东兴证券化工首席分析师

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

化工：持续推荐新材料龙头企业

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。

陶瓷材料是众多高科技产品中十分重要的核心材料，是在电子通讯、医疗健康、环保安全等领域都有广泛应用的新材料。我国陶瓷材料常年呈现结构性供给失衡的局面，在低端领域恶性竞争，在高端领域严重依赖国外品牌。但随着龙头企业的相关技术的突破，我们预计其将引领整个行业逐步实现国产化替代。行业及龙头企业未来发展空间广阔。

风险提示：国产替代进度大幅低于预期



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：新冠疫苗研发渐趋明朗，重点关注新技术方向

目前全球新冠疫苗已有 15 项进入临床，综合已公布的Ⅰ期临床数据，目前 mRNA 苗的抗体滴度水平领先，远高于康复者血清，而且生产了细胞免疫，后续Ⅲ期临床预计 7-8 月开展，预计 3 个月达到临床终点，争取秋冬季获批上市。

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，已进入Ⅰ期阶段，其临床前动物保护率数据非常突出，也有希望获得较好的数据。从疫情防控的紧迫性来看，预计Ⅲ期获得保护率超过 70%，即有望获批上市，但不同技术疫苗的保护率可能存在较大差距，尤其是在长期保护上，未来市场将会分化。

建议重点关注：①国内 mRNA 新冠疫苗研发领先企业——沃森生物；②从试剂到检测全产业服务的平台——华大基因；③核酸实验室检测服务企业——润达医疗；④原料药产业链升级，重点推荐亿帆医药、浙江医药。

详见 2020 年 1 月 5 日报告《沃森生物：13 价肺炎疫苗获批上市，重磅品种放量可期》。2020 年 4 月 27 日报告《华大基因：深入布局精准医疗，2020Q1 业绩受疫情拉动》；2020 年 6 月 8 日报告《润达医疗：体外诊断高附加值渠道龙头，构建强黏性服务壁垒》；2020 年 4 月 15 日报告《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》；2019 年 10 月 24 日报告《浙江医药：制剂国际化稳步推进，ADC 药物合作开发再下一城》。

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。



郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

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

电新：部分“新势力”车企逐步受到市场认可

据北京商报等媒体报道，蔚来汽车 7 月 18 日实现第 5 万辆整车下线。我们认为，这在新能源“造车新势力”发展历程中具有里程碑式意义。

据中汽协 7 月 10 日发布，2020 上半年，新能源汽车累计产销分别完成 39.7 万辆和 39.3 万辆，同比下降 36.5%和 37.4%。其中，纯电动乘用车产销分别完成 26.2 万辆和 26.7 万辆，同比分别下降 42.5%和 40.8%，为产销总量分别贡献 66.0%、67.9%。根据乘联会“官微”7 月 9 日发布的统计数据（统计口径与中汽协有一定差异），“造车新势力”代表蔚来旗下的 ES6 上半年销量 1.17 万辆，占比 4.39%，在纯电动乘用车市场排名第五。由此可见，其逐步受到市场认可。

我们认为，中国大陆新能源汽车市场正逐步向“去补贴化”方向发展，2B 市场的拉动效应逐步减弱，而 2C 市场消费群体对于相关车型的整体质量、驾乘体验、售后服务等影响综合性价比的关键因素更为敏感，未来数年市场将在加速洗牌中不断成长，为本土锂电产业链带来重要机遇与挑战。

风险提示：行业及相关上市公司业务发展或不达预期。



曹奕丰|东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：快递价格战短期有所缓和

6 月快递上市公司数据显示，行业业务量增速有所下降，但单价止跌回升。同时申通快递发布业绩预减，预计中报业绩同比近 90%。近期也有媒体报导义乌地区的快递提价。

我们认为此前非常激烈的价格战开始缓和，因为激烈的价格竞争并没有实现某一方市场份额快速扩张的结果，反而是导致行业整体盈利的大幅下滑以及现金流层面的巨大压力。这使得通达系快递企业不得不考虑暂缓这场乱战。

但我们并不认为快递企业的价格战会就此逐渐消退。快递行业并没有迅速冲破现有格局的能力，在行业没有进入寡头垄断格局之前，激烈的局部拉锯战会不断重复上演。

风险提示：宏观经济增速下行；快递价格战加剧；政策的不确定性



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：信创产业稳步推进，相关龙头个股回调机遇大于风险，再次重申推荐积极布局“IT重构红利”确定性核心资产

政府三公费用压缩，信创产业后续如何走势？我们前期提出观点研判，新基建是全面复工的经济抓手，信创作为科技新基建核心，有望三季度形成计算机行业亮点。2020 年是“IT 重构”规模化落地元年，IT 重构贯穿计算机行业从重要信息基础设施到上层关键应用，信创产业二级市场进入“信创 3.0 阶段”，投资相关龙头公司将充分享受“IT 重构红利”。重点关注从 CPU、服务器到基础软件操作系统、数据库、中间件等相关生态重构投资机会点，关键基础软件及应用软件领域重点推荐关注。

我们建议重点产业生态布局完善具有核心技术产品相关公司：

操作系统：中国软件，诚迈科技；

中间件：东方通、宝兰德，太极股份；

办公软件：金山办公；

服务器整机：中科曙光等。

详见报告 2020 年 3 月 1 日报告《IT 重构，中国 IT 产业成长的革命》。

风险提示：自主创新领域政策变化风险；国家科技政策执行不到位。

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