民生证券研究院

会议纪要/晨会

晨会纪要

晨会纪要 2020 年 07 月 08 日

客户观点反馈

大盘连续几个交易日放量上涨，赚钱效应积聚。客户认为短期内小盘股将依然表现强势，但目前小盘股对于蓝筹股已缺乏估值优势，而且资金环境的变化会进一步推动风格切换；看好优质的核心资产公司、科技成长板块的长线机会和具备估值修复机会的金融周期板块。

总量观点

【民生金融】行业动态报告:银行股大涨之后怎么看

（郭其伟，分析师 S0100519090001，0755-22662075）

银行股涨幅创下历史记录。7月6日银行指数（中信）大涨9.02%，涨幅位居各行业板块的第一位。和历史行情比较，今日的银行指数涨幅位列历史最高单日涨幅的第5位。银行股迎来牛市行情。

银行业政策压力最大的时间点已经过去。下半年货币政策边际收紧。政策方向从上半年的全局性让利，向定向精准滴灌转变。在中小银行基本面偏弱的情况下，打通对中小企业的流动性传导渠道，需要更多的政策松绑，来加强地方金融对实体经济的支持力度。近期银行业的利好政策频出。7月3日晚发布的《标准化债权类资产认定规则》，进一步降低了中小银行非标转标的压力。

投资资金配置银行股的需求强烈。截止6月末，WIND口径的公募基金净值总额达到历史新高的17万亿元，比年初大幅增长16%。其中股票型基金和混合型基金合计达到3.89万亿元，逼近2015年的阶段性高点。下半年大量的资金寻找低估值的板块进行配置。低估值、低仓位、高股息，而且基本面边际改善的银行股成为资金配置首选，多因素启动了银行股的估值修复行情。

银行股目标价位预计在1.1倍PB左右。截至7月6日收盘，银行指数的PB估值为0.80倍。2019年疫情前银行指数的PB估值中枢在0.85倍附近。但是考虑到利率下行，DDM模型的折现率下降；银行股利润增速平稳，疫情影响逐步消化。两因素叠加，银行股估值回到疫情前的水平再向上突破到1.1倍PB左右问题不大。短期若因为情绪和政策出现调整，会是较好加大配置的机会。

投资建议

从6月末以来上涨的银行股集中于以小微零售业务为特色的高估值标的，低估值标的涨幅偏小。推荐组合沿着两个方向走，一是零售小微标的：常熟银行、平安银行、宁波银行、招商银行。二是低关注度低估值标的：南京银行、杭州银行、江苏银行、光大银行。

风险提示

资产质量波动，息差下行压力，政策出台不及预期。

行业观点

【民生医药】行业专题研究:如何看待早期药筛CRO估值和空间？

民生证券研究院

分析师：田铭

执业证号： S0100516010001

电话： 0755-22662077

邮箱： tianming@mszq.com

昨日重点研报

【民生金融】行业动态报告:银行股大涨之后怎么看

【民生医药】行业专题研究:如何看待早期药筛 CRO 估值和空间？

【民生汽车】上汽集团(600104.sh)6 月产销快报点评：上汽通用五菱销量大增，整体销量持续改善

【民生地产】中南建设（000961）点评报告：延续高周转优势，拿地质量持续提升

（孙建，分析师 S0100519020002，021-60876703）

随着维亚生物和成都先导等早期药物发现CRO企业登陆二级市场，资本市场逐步关注早期药物筛选CRO市场空间以及估值问题。我们从绝对估值角度估算了存量可药性靶点对应的早期药物筛选市场空间，从相对估值角度对比分析了海外早期药物筛选CRO企业Peptidream、Evotec和Schrodinger与本土早期药物筛选CRO成都先导、维亚生物和药石科技的商业模式、人均创收/创利和估值水平，我们认为早期药物筛选CRO企业高溢价来自于：业务可拓展性+IP属性提升对客户议价能力。因此，我们认为长远来看这些早期药物筛选CRO企业仍然有较大的成长空间。

早期药物筛选平台：原研创新药物研发"种子孵化器"，产业链地位关键。活性化合物（Active ingredient）专利是创新药申报专利中最核心最具价值的专利，活性化合物专利到期后仿制药才能上市，me-too类创新药也需要详细分析"原研创新药"的核心化合物专利从而有效绕过其被专利保护的所有化合物结构式。而早期药物筛选技术平台可以发现这些活性化合物，在整个创新药物研发产业链中处于非常关键的位置。

FDA批准创新药数据看，First-in-class占比52%，早期药物筛选行业成长性强。FIC 药物仍是主流，早期药物筛选行业仍然有较大的成长空间。2019 年以前 FDA 批准创新药物中 52%以上是 FIC 药物。基于过去 5 年可成药性靶点数量快速增长的趋势，我们判断：2020-2029 年可能会持续迎来 FIC 药物上市的爆发期。1990-2019 年可药性靶点药物开发成功率在 16.9%，相比于 2015 年以前 26%药物开发成功率出现下降主要是因为 2015-2019 年新发现的人类序列结构数量增速要快于创新药物开发速度，具有滞后性，可以预期 2020-2029 年间 FIC 药物数量会因为 2010-2019 可药性靶点数量的快速增加而同步上扬。因此我们认为早期药物筛选行业仍然有较大的成长空间。

看订单空间：药物筛选CRO企业订单峰值可达到42亿元以上，市场相对分散。我们假设 2010-2019 年单个靶点筛选订单单价处于逐步提升的趋势中，按照存量+新发现人类可药性蛋白靶标都可以作为早期药物筛选 CRO 企业的订单去承接，则 2019 年每家早期药物筛选 CRO 企业可以承担的靶点数量为 2815 个，假设 2019 年单个靶点订单金额 150 万（我们按照成都先导 2019 年公布的单个靶点筛选单价 200 万下调至 150 万作为行业均值，每个筛选平台的靶点单价跟技术平台搭建成本和人工工时有关，每家会有区别，因此以上单价仅为估算）计算得到 2019 年整个早期药物筛选市场订单峰值有望达到 42 亿元。如果参考成都先导 DEL 库筛选服务收入（1.06 亿元）和维亚生物早期药物筛选服务收入（3.23 亿）体量来看，我们认为这个行业内有技术优势和客户积累的CRO 企业仍然有较大的成长空间。

看估值：从海内外早期药物筛选CRO对比，探讨本土药筛CRO高估值合理性。相比于 Peptidream、Schrodinger 和 Evotec 3 家早期药物筛选的海外 CRO，本土的 3家早期药物筛选 CRO 企业成都先导、维亚生物和药石科技收入和利润以及商业模式均具有极强的相似性。①从收入和利润看：海外早期药物筛选 CRO 企业收入利润规模不大，但却享有高估值；②从商业模式看：服务变现+产品变现在早期药物筛选 CRO 中更为常见；③从平台价值属性看：IP 属性带来更高议价能力，同时可以拓展到创新药产品变现模式；④从客户结构看：越来越多 MNCs 开始寻求早期药物筛选外包服务。

业务可拓展性+ IP属性决定了药物筛选CRO生态链丰富性和业绩高弹性。①早期药物筛选平台的强 IP 属性带来更大话语权。由于药物研发全产业链中的核心专利是前期化合物开发专利，这就决定了化合物筛选和优化服务这种强 IP 属性高溢价服务变现与传统药物发现 CRO 企业服务变现模式在溢价程度、收入确认方式和收入波动性等多个方面存在明显区别。②不同于一般流程服务的医药 CXO，具有更高的人均创收、创利能力。我们通过对比发现从人均创收和创利水平来看，早期药物筛选 CRO 企业的单人创收和创利能力更强（处于行业中上游）。

③早期药物筛选平台强大的业务可拓展性带来更丰富业绩兑现空间。早期药物筛选技术可以为公司带来极强的业务可塑性，从长期来看会为公司带来更高的业绩弹性和更丰富具有差异化的业务生态链发展模式。我们从目前的国内本土 3 家早期药物筛选 CRO 企业的业务拓展方向可以看到这些平台型企业丰富的业务拓展空间，为未来成长性奠定基础。

投资建议

推荐药石科技（创新分子砌块）、成都先导（DEL 技术）、药明康德（DEL+FBDD+SBDD）、康龙化成（DEL+SBDD），关注维亚生物（SBDD+FBDD+AMSM）等 CRO 企业在早期药物筛选行业中持续建立起来的核心竞争力以及未来业务模式可拓展性带来的业绩弹性。随着新可药性靶点数量不断增加，早期药物筛选企业业绩确定性也会越来越大。未来商业模式可拓展性有望带来更大的业绩弹性。

风险提示

行业政策变动；创新药研发景气度下滑；订单短期波动性；竞争风险。

【民生汽车】上汽集团(600104.sh) 6月产销快报点评：上汽通用五菱销量大增，整体销量持续改善

（邓健全，分析师 S0100519110001，0755-22662070）

事件概述

公司6月产销快报公告显示，6月产量47.7万辆，同比+2.6%，上半年产量199.2万辆，同比-30.3%；6月销量47.9万辆，同比+2.8%，上半年销量204.9万辆，同比-30.2%。二季度以来，累计产销量增速持续改善。

分析与判断

上汽通用五菱助力经济复苏，销量逆势大涨。为响应国家促进经济活力的号召，五菱品牌发布“奋斗者烟火计划”，投入22亿元奋斗津贴，针对创业者提供补贴方案，成为全国第一家针对夜市经济进行专项补贴的汽车企业。上汽通用五菱6月销量为12.4万辆，同比大涨24%。五菱品牌销量同比增长49%，为9.48万辆。其中，五菱微货同比增长91%，微客同比增长32%。

实施股份回购计划，彰显未来发展信心。公司近日公告拟以自有资金不超过30.3亿元回购总股本的0.5%~1%的股份。基于对未来持续发展的信心和对公司价值的认可，着眼于公司的长远和可持续发展，为了维护股东利益，综合考虑公司的经营与财务状况、发展战略等，公司实施本次股份回购用于实施股权激励。

入股神州优车，加快上汽出行业务发展。公司目前正努力把握产业发展趋势，加快创新转型，从传统的制造型企业，向为消费者提供移动出行服务与产品的综合供应商转型。神州租车是国内领军的汽车租赁企业，在相关领域内具有较为成熟的运营管理经验。本次入股将有助于公司出行业务的加快发展。

投资建议

公司整车产销规模处于国内领先地位，有望受益于汽车行业的回暖。“电动化、智能网联化、共享化、国际化”的发展战略有利于公司在产业变革下构建具有全球竞争力业务体系，保持市场份额领先地位。我们预计公司2020-2022年EPS为1.73、2.28、2.52元，对应当前市值PE为11.1、8.4、7.6倍，公司PB（MRQ）为0.9，行业中位值为1.53，首次评级，给予“推荐”评级。

风险提示

宏观经济下行；汽车需求不及预期；新能源汽车政策不达预期等。

【民生地产】中南建设（000961）点评报告：延续高周转优势，拿地质量持续提升

（赵翔，分析师 S0100520010001，021-60876730）

事件概述

中南建设发布6月经营情况公告，6月单月合同销售额257亿，同比+34.5%；6月单月销售面积191.6万平，同比+32.3%；1-6月累计合同销售额813亿，同比+0.2%；累计销售面积609.2万平，同比-5.7%。

分析与判断

今年销售额增速转正，预计全年可完成15%以上销售额增速。公司主要布局区域，在疫情后需求提升较为显著，其中环沪区域尤为明显；伴随6月单月销售增速持续提升至34.5%，今年上半年累计销售增速已转为正向增长；此外，公司储备货值周转性较高，19年末的3500亿货值，预计有2700亿可在今年实现推盘，结合公司主要布局区域的需求有望维持良好的态势，预计全年公司销售额可实现15%以上的增速。

延续拿地高周转，储备补货积极性高。6月份，公司继续围绕核心二线城市，以及需求较好的强三线城市布局；新增建面294万平，环比+296.1%、同比+202.3%；新增总地价81.3亿元，环比+82%、同比+66.4%；拿地楼面地价3019元/平米，6月土地开拓增速进一步提升；从拿地与销售面积比值看，6月拿地与销售面积比141%，19年上半年拿地与销售面积比115%，体现出公司储备补货的积极性较高。

拿地质量有所改善，规模与利润并重。我们以静态毛利率进行测算来看，即利用项目当前的可比售价，结合建安成本及利息资本化，在不考虑时间成本的基础上，对拿地质量进行测算。可以发现，今年上半年中南建设所获取项目的静态毛利率接近29%，为近三年拿地最高水平；公司在规模扩张的同时，确实保障了较好的利润空间。

投资建议

根据前文分析，公司储备布局较好，拿地持续改善，成长性仍具有显著的优势，预测公司20-22年每股收益为1.89、2.43、3.03元，对应PE为5.9、4.6、3.7倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：1、地产政策改善不及预期；2、外围风险不确定性加大。

● 风险提示

宏观政策变化的风险，商品价格大幅下跌的风险，个股业绩不达预期的风险。

分析师简介

田铭，英国南安普顿大学国际银行与金融研究硕士。2011年加盟民生证券，原新三板分析师。

分析师承诺

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，保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。