

中天研究

2020 年第 7 期

中天证券股份有限公司

目录

财经动态

6 月财经动态 2

投资策略研究

2020 年 7 月投资策略 9

投资组合

“中天一号”股票池 19

重点行业研究

物管发展介绍 24

如何理解 KDJ 28

浅析军民融合对中国军工产业发展的促进 31

药用玻璃：玻璃产业升级的新方向 36

免责声明

责任编辑：于文声　　执业证书编号：S1390519060001

6 月财经动态

2020 年 6 月 1 日～2020 年 6 月 30 日

6 月 1 日	
经济金融	李克强：要充分估计当前形势的复杂性严峻性，及时完善政策，做好政策储备，根据需要适时推出必要新举措，稳住经济基本盘，推动实现经济增长，完成全年经济社会发展目标任务。 5 月份，中国制造业采购经理指数(PMI)为 50.6%，比上月回落 0.2 个百分点。 国资委党委召开扩大会议，会议提出要进一步优化完善思路举措，指导推动中央企业把提质增效作为重中之重，全力以赴抓好经营发展，为稳住经济基本盘作出积极贡献。
6 月 2 日	
经济金融	中共中央，国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，《方案》明确，海南自由贸易港的实施范围为海南岛全岛，实行投资自由便利，大幅放宽海南自由贸易港市场准入。习近平对海南自由贸易港建设作出重要指示强调，要把制度集成创新摆在突出位置，高质量高标准建设自由贸易港。 李克强主持召开新增财政资金直接惠企利民工作视频座谈会强调，建立资金精准直达、有效使用、严格监管机制，充分发挥纾困和激发市场活力规模性政策效应。
证券市场	证监会、发改委、银保监会等 8 部委发布关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见，要求商业银行要把信贷资源从偏好房地产转移到实体经济领域；进一步对中小微企业贷款延期还本付息，加大小微企业信用贷款支持力度
6 月 3 日	
经济金融	习近平 6 月 2 日下午主持召开专家学者座谈会并发表重要讲话。要加强中医药服务体系建设，提高中医院应急和救治能力。要加强对中医药工作的组织领导，推动中西医药相互补充、协调发展。要加大卫生健康领域科技投入，集中力量开展核心技术攻关，发挥新型举国体制的优势。 国家发改委、交通运输部发布《关于进一步降低物流成本的实施意见》。意见提出，加快发展智慧物流；加大中央预算内投资、

	地方政府专项债券对国家物流枢纽、国家骨干冷链物流基地支持力度；鼓励大型物流企业市场化兼并重组；进一步降低物流成本，深化铁路市场化改革。
6 月 4 日	
经济金融	李克强对全国普通高等学校毕业生就业创业工作电视电话会议作出重要批示强调，采取更多市场化办法拓宽毕业生就业渠道，千方百计保持高校毕业生就业局势总体平稳。 5 月财新中国服务业 PMI 录得 55，较 4 月提高 10.6 个百分点，2 月以来首次处于扩张区间，为 2010 年 11 月以来最高。
证券市场	证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》。试点期间，符合条件的新三板挂牌公司可以申请转板至上交所科创板或深交所创业板上市。
6 月 5 日	
经济金融	商务部数据显示，4 月份我国服务出口 1612.9 亿元人民币，同比增长 3.5%，扭转了疫情发生以来单月出口连续下降的局面。 商务部日前发布支持中国(湖北)自由贸易试验区加快发展若干措施的通知。通知共计 24 条举措，提出要发挥自贸试验区创新引领作用，支持武汉跨境电子商务综合试验区建设，积极培育跨境电商等贸易新业态新模式等内容。 央行党委会议强调，坚定不移地支持香港国际金融中心建设发展，维护香港经济金融稳定繁荣。近期要首先把普惠小微企业延期还本付息和购买普惠小微信用贷款两项支持政策落实好，帮助中小微企业渡过难关。
6 月 8 日	
经济金融	海关统计显示，以人民币计，中国 5 月出口同比增长 1.4%，预期降 3.2%，前值增 8.2%；进口下降 12.7%，预期降 3.8%，前值降 10.2%。5 月份，电脑、家电、手机等电子产品出口分别增长 47.6%、9.1%、3.7%。 五月份，国家铁路发送货物 2.99 亿吨，同比增长 3.9%，日均发送货物环比增长 8.5%，持续保持高位运行。今年以来，国家铁路累计发送货物同比增长 2.7%。 石油输出国组织欧佩克 6 日发表声明称，欧佩克与非欧佩克产油国同意将目前日均 970 万桶的原油减产规模延长至 7 月底。同时，5

	月和 6 月未能百分之百完成减产配额的国家，将在 7 月至 9 月额外减产作为弥补。
证券市场	证监会副主席阎庆民表示，进一步提升上市公司监管效能，推动监管转型，继续加大“有奖举报”力度。财务造假是证券市场的“毒瘤”，必须坚决从严从重打击。 6 月 5 日，上交所发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，解决了红筹回归科创板过程中包括对赌在内的四大问题。
6 月 9 日	
经济金融	银保监会会议指出，进一步深化银行业保险业改革开放。支持直接融资发展，引导理财、信托、保险等为资本市场提供长期稳定资金支持。 乘联会数据显示，5 月广义乘用车销量同比增长 1.9%，为 11 个月来首次增长。5 月新能源乘用车批发销量 7 万辆，同比下降 25.8%，环比 4 月增长 19.5%。 民航局发布通知，自 6 月 8 日起，所有未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市，每周运营 1 班国际客运航线航班；同时，以入境航班落地后旅客核酸检测结果为依据，对航班实施熔断和奖励措施。
6 月 10 日	
经济金融	李克强：确定新增财政资金直接惠企利民的特殊转移支付机制等。会议确定，为帮扶涉及近 2 亿人就业的外贸企业纾困发展，在鼓励企业拓展国际市场同时，支持适销对路的出口产品开拓国内市场。 银保监会近日已经下发《融资租赁公司监督管理暂行办法》，加强融资租赁监督管理，规范经营行为，防范化解风险，促进行业有序发展。融资租赁公司融资租货和其他租赁资产比重不得低于总资产的 60%。
6 月 11 日	
经济金融	5 月中国金融数据出炉：中国 5 月新增人民币贷款 1.48 万亿元，同比多增 2984 亿元；5 月 M2 同比增长 11.1%，低于预期的 11.3%；中国 5 月社会融资规模增量为 3.19 万亿元，略高于预期和前值。 美联储公布利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25%不变。

6 月 12 日	
经济金融	李克强 11 日在人民大会堂同德国总理默克尔举行视频会晤。李克强指出，疫情过后要实现经济恢复发展，中德应当共同维护多边主义，促进贸易投资自由化便利化。中国正在进一步扩大开放，愿为各国企业来华投资提供良好营商环境。会晤前，双方举行了汽车、重型燃气轮机试验电站、人员培训等双边合作文件“云签约”仪式。 中汽协数据显示，中国 5 月份汽车销量 219.4 万辆，同比增长 14.5%，恢复正增长。 国务院称，“实施国企改革三年行动”由国务院国资委牵头，10 月底前出台相关政策；“基本完成剥离办社会职能和解决历史遗留问题”由国务院国资委牵头，12 月底前完成。
证券市场	证监会办公厅副主任李钢表示，积极支持符合条件的科创企业上市融资，推动科创板形成一定规模，推进科创板产品和制度创新，充分发挥科创板试验田作用。创业板主要规则已经完成征求意见，将尽快向市场发布。
6 月 15 日	
经济金融	本周，央行将有 4200 亿元逆回购到期。6 月 19 日有 2400 亿元 MLF 到期。 我国北斗三号全球卫星导航系统最后一颗组网卫星已进入临射倒计时，将于近日择机发射。 中汽协表示，6 月上旬，11 家重点汽车生产企业产销分别完成 70 万辆和 49.4 万辆，产销与 5 月上旬相比分别增长 63%和 41%，产销与去年同期同比分别增长 86%和 34%。
	创业板注册制起航，证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则！今日起，深交所将开始受理创业板在审企业的首次公开发行股票、再融资、并购重组申请。6 月 30 日起，开始接收新申报企业提交的相关申请。
6 月 16 日	
经济金融	李克强在出席第 127 届广交会“云开幕”仪式时强调，推动网上举办的广交会有特色出成效，保产业链安全、稳外贸外资、促合作共赢。

	国家统计局昨天公布多项主要宏观经济数据，5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 4.4%，增速比 4 月份加快 0.5 个百分点；1-5 月房地产开发投资同比下降 0.3%，1-4 月为降 3.3%；5 月社会消费品零售总额同比降 2.8%，预期降 1.5%。
6 月 17 日	
经济金融	财政部决定发行 2020 年抗疫特别国债（三期），本期国债为 10 年期固定利率附息债，竞争性招标面值总额 700 亿元。 深交所与海南省人民政府签署战略合作框架协议，支持海南上市公司通过再融资、并购重组做大做强，促进提高上市公司质量。 国际航空运输协会表示，航空公司的预订量比去年下降 82%。所有市场都受到影响，航空公司无法重新部署飞机。 中国生物新冠灭活疫苗Ⅰ/Ⅱ期临床研究揭盲：疫苗接种后安全性好，无一例严重不良反应。
6 月 18 日	
经济金融	第十二届陆家嘴论坛（2020）于 6 月 18 日-19 日在上海举办，论坛主办单位包括上海市人民政府、中国人民银行、银保监会、证监会。证监会主席易会满与上海市代市长龚正担任共同轮值主席。 李克强 17 日主持召开国务院常务会议，部署引导金融机构进一步向企业合理让利助力稳住经济基本盘，要求加快降费政策落地见效为市场主体减负。国务院要求，进一步通过引导贷款利率和债券利率下行等一系列政策，推动金融系统全年向各类企业合理让利 1.5 万亿元。 6 月 11 日当天，全国日用电量创下了今年以来新高，超过了疫情前的冬季用电最高峰。5 月份，我国货运指数由 4 月的下降 1.2% 转为增长 0.8%，实现了今年以来的首次正增长。
6 月 19 日	
经济金融	习近平对全军战略管理集训作出重要指示强调：坚持目标导向问题导向结果导向，提高战略管理水平，推动我军建设高质量发展。 5 月当月我国实际使用外资 686 亿元，同比增长 7.5%。前 5 个月，信息服务、电子商务服务、研发与设计服务，使用外资增幅均超过 40%。

	5 月份生猪生产继续恢复，猪肉供需同步增加。农业农村部最新发布，5 月份，全国生猪存栏和能繁母猪存栏双双保持快速恢复势头；猪肉市场供需都在增加，生猪出栏环比增长 3.2%。
证券市场	证监会主席易会满表示，证监会将继续推进科创板建设，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的、引入做市商制度、研究允许 IPO 老股转让等创新制度。 富时罗素第一阶段第四批次 A 股纳入名单将于 6 月 19 日收盘后生效，同时 A 股纳入因子也将从 17.5%提升至 25%，富时罗素第一阶段纳入计划将正式完成，A 股有望再迎增量资金。 科创板白皮书 2020 将于 7 月 22 日发布。该白皮书由上交所提供数据支持，旨在总结科创板开板一周年的运行情况和经验成果，并为科创板的长远健康发展建言献策。
6 月 22 日	
经济金融	上证综合指数修订，引进科创板、剔除 ST、新股计时延长。科创板也推出首个指数——上证科创板 50 成份指，计划 7 月 23 日正式发布实时行情。 6 月 22 日开盘前，富时罗素将把 A 股纳入因子从此前的 17.5%提升至 25.0%，共涉及 1051 只个股。这标志着富时罗素第一阶段的 A 股纳入工作全部完成。 本周央行公开市场将有 1200 亿元逆回购到期，其中 6 月 25 日、6 月 26 日分别有 500 亿元、700 亿元逆回购到期，由于 6 月 25 日、26 日为端午节假期，因此这 1200 亿元逆回购将顺延到期。
6 月 23 日	
经济金融	李克强同欧洲理事会主席、欧盟委员会主席共同主持第二十二次中国—欧盟领导人会晤，李克强指出，争取年内完成中欧投资协定谈判，早日签署中欧地理标志协定。中国坚定不移扩大开放，致力于为各国企业创造市场化、法治化、国际化的营商环境。希望欧方同样保持贸易和投资市场开放，放宽对华出口限制。 国务院办公厅发布关于支持出口产品转内销的实施意见。意见提出，加快转内销市场准入。鼓励外贸企业充分利用网上销售、直播带货、场景体验等新业态新模式，促进线上线下融合发展。
6 月 24 日	

经济金融	世贸组织发布最新贸易预测，数据显示，第一季度全球商品贸易同比下降 3%，预计第二季度将下降约 18.5%。 6 月 22 日，中印两国边防部队在边境地区举行了第二次军长级会晤，同意采取必要措施推动事态降温。 为加快推进海南自由贸易港建设，今年，国家发展改革委分两批下达中央预算内投资 35 亿元，资金将重点用于补齐自由贸易港建设的基础设施和公共服务短板。
6 月 29 日	
经济金融	习近平：要求全力做好洪涝地质灾害防御和应急抢险救援，坚持人民至上生命至上，切实把确保人民生命安全放在第一位落到实处。 李克强：持续扩大对外开放努力稳住外贸外资基本盘，引导加强信贷、信保等支持。统筹做好疫情防控和稳外贸外资工作，畅通国际货运通道。发展跨境电商、海外仓、外贸服务平台等新业态，培育外贸新增长点。 5 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额超 5800 亿元，由 4 月份同比下降 4.3%转为同比增长 6.0%。石油加工、电力、化工、钢铁等重点行业利润明显改善。电力行业利润由 4 月份同比下降 15.7%转为同比增长 10.9%。
6 月 30 日	
经济金融	习近平对金沙江乌东德水电站首批机组投产发电作出重要指示强调，坚持新发展理念勇攀科技新高峰，努力打造精品工程更好造福人民。 5 月份，国有企业利润总额和营业总收入环比分别增长 251%和 4%，恢复至去年同期水平的 95%和 99%；同时，5 月份，国有企业税后净利润环比增长 415%。 标普确认中国 A+/A-1 评级，前景展望稳定。标普称，未来几年相较于其他中等收入经济体，未来 3 至 4 年，中国将保持高于平均水平的整体 GDP 增长。此外，惠誉将中国 GDP 预期从上一份报告的 0.7%上调至 1.2%。 央行、香港金融管理局、澳门金融管理局决定在粤港澳大湾区开展“跨境理财通”业务试点，按照购买主体身份可分为“南向通”和“北向通”。

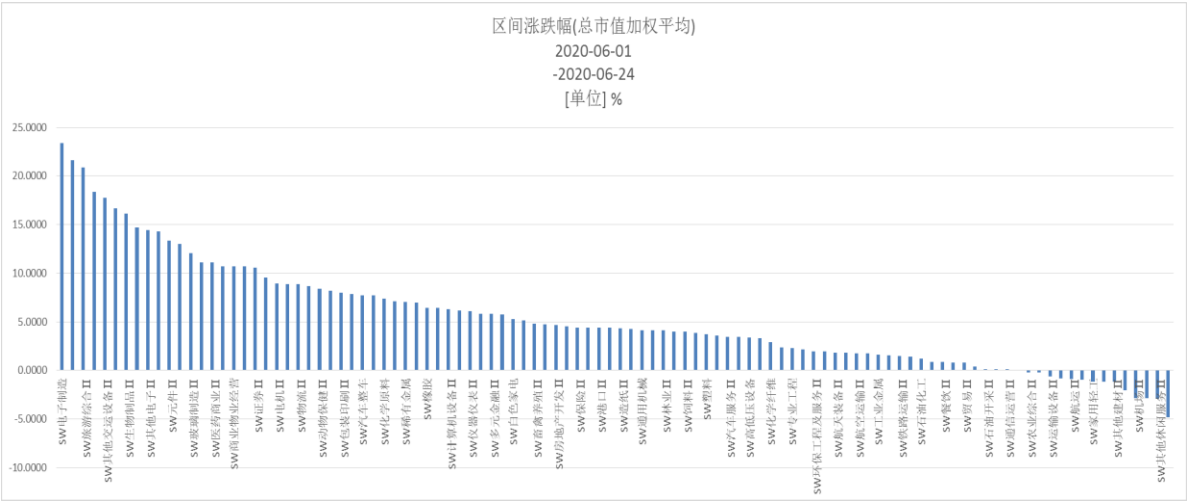
2020 年 7 月投资策略

研究发展中心 研究员 张雷

执业证书编号：S1390514040003

在资本市场改革、宽信用预期上升和风险偏好回升带动下， 6 月 A 股如期震荡走高，除月中沪指出现有限回撤外，6 月份 A 股整体表现较为积极。即便下旬美股出现回调也未能阻挡 A 股向好； 6 月（截止 24 日）沪指收涨 4.46%，创业板指几乎一路上行，全月收涨 14.2%。6 月个股涨跌幅于 1%~10%区间分布较多，赚钱效应较好。全月保持放量上涨在今年疫情环境下，是今年上半年出 3 月份以外，市场不多见的躺着赚钱的月份。行业方面。 6 月行业实现普涨，但大小盘分化明显：券商全月涨幅最大，半导体板块持续高热，电子领涨一级行业；在相关概念推动下，医药、传媒和计算机紧随其后；大消费的其他板块如消费者服务、食品饮料、家电等亦表现较好；银行表现机会较少，涨幅最低，建筑、建材、煤炭等板块表现欠佳。

图表 1：



数据来源：wind

资金方面，6 月（截止 24 日） A 股量能中枢稳步攀升至 7000 亿元水平；6 月融资余额累计上升 535 亿元，环比大幅改善； 6 月北向资金累计净流入 541 亿元，较前一周显著上升； 6 月基金发行为股市贡献新增资金约 723 亿元，股票回购规模为 112 亿元，均环比上升；IPO 规模下降但增发融资规模上升；产业资本净减持较前 5 月略有减少。总体来看，6 月 A 股资金面表现较为积极，净流入大幅增加，系统性下跌压力减少。

在资金流向方面。6 月主力资金在一级行业中净买入规模居前的行业是电子、医药、计算机和传媒等，电子业主力资金净流入达到 1400 多亿元，大多行业净流入环比均明显上升； 成交金额居前四的行业是电子、医药、计算机和传媒，环比增幅达到 10%；北向资金净流入行业规模排名居前的是电子、非银金融、电力设备及新能源和交通运输等；6 月融资净买入规模居前的行业为医药、电子和非银金融等；6 月份额扩张前十的 ETF 中，医药主题 ETF 占据三席，银行和非银金融主题 ETF 各有一只。

资本市场主要改革变化

2019 年 10 月 25 日证监会启动全面深化新三板改革，提出建立挂牌公司转板上市机制，在精选层挂牌一定期限，且符合交易所上市条件和相关规定的企业，可以直接转板上市，充分发挥新三板市场承上启下的作用，实现多层次资本市场互联互通。今年 6 月 23 日，新三板精选层首批两家企业颖泰生物和艾融软件正式启动网下询价。这意味着新三板精选层进入到实质落地阶段。截止 6 月 26 日公开发行企业数

据来看，已发行企业有 8 家，已核准有 6 家，已审核通过有 8 家，7 月份应该是新三板精选层企业出炉的第一个高峰阶段。

与此同时创业板注册制改革亦在加快推进中。6 月 22 日创业板注册制改革开始受理企业申报。 截止到 6 月 24 日晚间 7 点，受理企业已经增至 50 家，创业板注册制落实也更进一步。

新三板精选层、科创板和注册制改革下的创业板成为企业 IPO 的不同选择。从当前企业申报情况来看，拟上市板、挂牌层中有 400 家企业选择了科创板，超过了主板的 169 家和注册制前的创业板 227 家，成为当前“最火热”的上市板。这些企业预计发行股份数达到 203 亿股；有 170 家企业选择新三板精选层，预计发行股份数为 23 亿股；有 50 家企业选择注册制后的创业板，预计发行股份 21 亿股。未来符合条件的拟上市创业板的企业应该会转注册制，创业板注册制 IPO 企业数应当会继续增多。

就当前资本市场的重大改革对 A 股影响，我们认为有以下几点：

首先，改革将推升创业板热度，为 A 股成长行情和创业板行情增加砝码。 6 月份在注册制改革的激励下，创业板持续走高，创业板指回升至 2015 年末到 2016 年初的水平；新三板精选层的申报企业的行业分布来看，目前准备冲击新三板精选层的企业行业分布总体较为平均，但软件和信息技术服务业、计算机、通信和其他电子设备制造业以及医药制造业分别拥有 6 家、5 家和 4 家，是目前企业数较多的行业；传统产业一般拥有 1-2 家，这种行业分布与创业板注册制和科创板鼓励科技类中小企业上市的定位相呼应，可以起到相互促进的效果。

从历史表现来看，科创板开市后曾经有过独立性行情表现。去年 7 月沪深 300 显著回落，但科创板平均股价却连续大幅攀升。因此预计 7 月份在企业对科创板、创业板注册制和新三板精选层热情较高的情况下，创业板和科技板块的结构性行情有望延续。但是同时也要看到，在经历了开市之初的逆势大涨后，科创板整体表现逐步向主板回归；并且 2019 年四季度在 A 股整体表现好转之时科创板逆势持续下挫，2019 年 12 月初科创板走势与主板趋于一致，科创板上市之初的溢价效应逐步消散。

其次， 改革推动下 7 月创业板估值保持强势，但注册制下企业估值表现的不确定性较高，警惕上市后两极分化表现。本轮资本市场改革意在推动交易更加自由，放松涨跌停限制，企业 IPO 估值更加市场化，并配套退市制度，让市场定价机制作用更加充分。从科创板 IPO 经验来看，注册制下 IPO 股价主要分布于 15-30 元居多，并且市盈率大多位于 30-50 倍区间，并不乏过百的 IPO 市盈率，显著高于 23 倍的主板 IPO 硬性要求，板块溢价较为明显。 因此可以预见 7 月份在资本市场改革推动下创业板指拥有确定性估值溢价优势。

注册制改革背景下，亏损企业也有可能上市融资，企业融资效率提升的同时也增加了 A 股投资的专业性要求，原先打板、炒壳等短线操作行为将面临着终结，股市表现更加贴近于业绩基本面，造成估值的分化加剧，即 A 股可能会港股化。就当前股票表现来看，科创板估值已经出现一定的分化。如当前估值高于行业估值的个股较多的行业主要为医药、机械等，当前估值低于行业估值较多的行业为计算机；医药和基础化工还出现了 3 家破发的企业，而刚上市的企业中存在 6

家破发。因此行业间和行业内部估值走势分化也是注册制下投资者需要面临的重要考验。

第三，警惕板块之间的“虹吸效应”以及短期内导致板块波动增大。从创业板注册制、科创板和新三板精选层的交易机制来看，注册制创业板的投资者门槛最低，个人投资者标准要求最高的是精选层；从涨跌幅限制来看，注册制创业板与科创板要求相同，涨跌幅比例为 20%，而新三板精选层涨跌幅限制比例为 30%；因此不同资金实力和风险偏好水平的投资者可以在这三个板块中寻找到适合自己的投资标的，相互之间可能会在短期形成“虹吸效应”，加剧板块或相应指数的波动。

美欧贸易摩擦和疫情压力升高情况下 7 月股市是否能延续

美国政府正考虑对从英国、西班牙、德国和法国进口的 31 亿美元商品征收关税，为与欧洲展开新一轮贸易对抗铺平道路。美国贸易代表处当地时间 6 月 23 日晚间发布的一份公告称，这份清单中包括了飞机、酸奶、冷冻火腿、橄榄、啤酒、杜松子酒以及许多其他产品。一时间，市场对于美欧之间贸易摩擦担忧情绪上升。24 日 NYMEX 原油期货价格收跌 5.7%，道指收跌 2.72%；但美欧贸易摩擦消息的影响很快被市场消化掉。 25 日道指尾盘拉升，回升 1.18%，原油价格回升 2.72%。

与此同时，全球新增确诊病例数出现跳升。美国加利福尼亚、德克萨斯和亚利桑那等州均报告冠状病毒感染病例出现了迄今为止的最大日增幅。美国国家过敏和传染病研究所所长安东尼-福奇博士周二在

出席美国众议院能源和商业委员会的听证会时表示，美国南部和西部的一些州出现了冠状病毒感染病例激增现象，“接下来几周对于遏制该病毒的传播至关重要”。国际货币基金组织发出警告称，如果新冠肺炎疫情传播范围再次扩大、封锁措施重新实施或贸易紧张局势再次激增，股票和其他风险资产的市场可能会遭受第二次暴跌。

美国关于对欧洲加征关税和扩大征税范围的征询意见截止时间为 7 月 26 日，之后美国可以采取行动。届时，欧盟和英国预计也将在世贸组织赢得一起类似诉讼，美国将被裁定不合理地补贴波音公司。 因此我们认为市场短暂的平静并不意味着 7 月份将安然无事。此外疫情形势有再度恶化的迹象,7 月份 A 股的外部环境不确定性较 6 月份升高，还是要保持多一份的谨慎。

南方洪水影响 7 月 CPI 和投资， 警惕短期“类滞胀”

6 月 20 日至 21 日西南东北部、江淮、江南北部及湖北等地出现一次强降雨过程。受降雨及上游来水影响，金沙江中游支流蜻蛉河等 36 条河流发生超警以上洪水，其中重庆綦江上游干流及四川大渡河支流小金川发生超历史洪水，四川大渡河上游干流、重庆綦江支流蒲河及藻渡河等 11 条河流发生超保洪水。

洪水和大范围降水主要影响地区是我国长江流域的皖赣鄂湘渝川黔七省市，也是我国长江经济带的主要载体地区，上述地区短期内的投资和开工将受到影响。从近年皖赣鄂湘渝川黔的投资合计占比情况来看，长江沿岸七省市的固定资产投资总额占全部固定资产投资比例持续上升，已经由 2011 年的不到 23%上升至 2017 年的 28.1%。从今

年公布的地方投资计划来看，上述地区计划项目数为 1.37 万个，今年投资规模超过 6.4 万亿元，全国今年计划投资规模为 13.8 万亿元，七省市占比接近一半。 因此洪水和降水可能会对 7 月份投资以及开工率产生一定影响。

近年来，虽然我国基建投资增速降台阶，但我国基建投资带动的 GDP 效率有所回升，已经由 2017 年的 5.9 倍回升至 6.5 倍。今年新基建是逆周期政策的重要组成部分，七省市又是基建重点省份，因此短期内经济景气度和产能利用率等指标会受到影响。

从另一方面来看，洪水和降水还造成近期蔬菜价格攀升，菜篮子产品批发价格 200 指数在 6 月下半月累计上升 3.73%，扭转此前持续下行的走势。从更长期指标来看，1-5 月份房屋施工面积增速较 1-4 月有所回落，但新开工面积增速和销售面积增速环比 1-4 月份降幅收窄；钢材价格指数和水泥价格指数缓慢震荡回落，显现短期需求支持走弱，同时钢材和水泥负价差持续收窄，表明市场的经济悲观预期正在逐步好转。因此中长期内投资增速回升趋势不会出现根本变化，但是短期需要警惕 7 月份可能会迎来一轮通胀率上升以及开工率下降的“类滞胀”，对大类资产价格运行产生波段影响。

7 月份投资策略

1、7 月二季度经济数据出炉，预计将稳定经济表现预期 7 月 14 日将公布二季度和上半年经济数据。我们对上半年经济数据预期如下：

经济增长和工业生产方面：我们认为疫情影响的时序效应仍然存在，但我国经济内循环有效恢复，基建和房地产投资增速回升，提振消费

措施频出， 2019 年基数并不高等因素有望令二季度经济同比降速大幅收窄，我国全年经济表现好于其他国家； 1-4 月工业企业大部分行业利润增速均有所好转，降幅明显收窄，工业生产逐步恢复，二季度料将延续，但四季度恢复的边际速度可能会有所回落。

三大需求领域： 基建和地产投资增速二季度已经显现回升，结合地产销售端数据表现，二者有望在下半年延续回升态势，并且基建投资占比扩大降低对利率的敏感性，推动投资企稳回升。地产销售和交易活跃度明显持续回升，需求信号向上传导加快地产投资增速回升，且政策保障企业融资渠道畅通今年地方债发行规模较高，铁路投资计划 9000 亿元，地方基建投资计划同比显著上升，因此下半年基建投资将会密集、加快落地。 疫情对消费领域冲击较为明显；多项政策助力消费回升，但失业率上升、经济增速下降以及名义利率下行会影响消费增速回升，二季度消费降速将继续收窄。外需收缩较为显著，且下半年疫情还有二次攀高的可能，美国经济重启存在着不确定性，不宜对外贸表现预期过于乐观。

物价方面：需求显著收缩令食品项 CPI 增速保持在 3.5%以下区间波动，限制了通胀率回升幅度；二季度 CPI 增速预计将回落至 3.8%；上半年通胀率较高，决定了全年 CPI 累计增速应当高于去年。鉴于全球需求形势，当前原油价格基本已经恢复到位，二季度 PPI 增速预计触底，三季度有望出现年内 PPI 增速高点，全年维持谨慎判断。

金融数据方面：本轮政策推动宽信用效果较为明显，政府债券融资对 M2 贡献较高，预计二、 三季度 M2 会继续升高，全年 M2 增速中枢抬升。政府债券融资对社融贡献显著， 二季度和下半年政府发债

还将持续推进，表外融资增速有所好转，本外币贷款增速表现较为稳健，政策推动企业直接融资上升，预计二、 三季度和全年社融表现不弱。

经济政策和利率方面：预计下半年还将以定向降准的形式动用降准工具。政策要求引导实际利率下行， 宽货币下利率易下难上。随着宽信用和资本市场改革推进， A 股下半年料将不弱。收益率将在触及年内高点后，在流动性宽松和经济表现预期回落带动下再度下行。货币政策总体基调是更加适度灵活，并且以引导利率下行和宽松为主。但同时压缩资金空转空间，严肃金融纪律仍然没有放松。

因此我们认为二季度经济数据料将保持回升势头，内循环恢复的作用不断显现，各项数据同比降幅收窄， A 股所处于的宏观环境边际继续改善，预计 7 月份经济数据对 A 股运行影响偏中性或正面。

7 月份行业配置

7 月份企业将开始发布业绩快报（最迟不能晚于 7 月 15 日），由于今年疫情影响，预计披露业绩快报企业数量会有所增多。此外，如前所述，南方洪水和降水会阻碍短期开工， A 股业绩变化会引起市场关注。但是从中长期来看，疫情后逆周期政策作用力度继续加大，业绩复苏趋势不会改变，下游需求正在逐步回升，消费（包括食品饮料、家电、消费者服务、医药等板块）所具备的业绩优势仍将持续，市场愿意给予高估值。同时，资本市场改革将在 7 月继续成为市场焦点，创业板注册制、新三板精选层等申报企业数量继续上升，推动科技板块短期热度不减。因此我们看好 7 月份消费和科技主线。

另外，如前所述，南方天气原因可能会使得短期出现“类滞胀”局面，通胀率回落趋势暂缓，生产开工出现延迟等。因此沉寂许久的农林牧渔有望因为蔬菜和猪肉价格的回升再次获得机会。此外， 南美洲多国面临蝗灾威胁，草甘膦等概念亦可能存在机会。

由于政策性让利以及疫情下不良率与其升高等因素令银行板块机会较少，地产投资高回报阶段渐近尾声抑制地产板块表现，使得两个板块缺乏趋势性机会。但如前所述， 7 月份市场波动率可能会因为一系列风险事件再度升高，高票息策略将具备一定优势； 7 月 22 日改制后的沪指重新上线，权重板块届时有望迎来短期事件驱动机会；叠加银行和地产估值处于历史低位，如果途中资金需要寻找安全边际较高的资产规避波动率的抬升，高票息收益的吸引力将被放大，不排除银行和地产会迎来局部机会。

风险提示：疫情的不确定风险，全球经济增长不及预期，国内宏观经济增长不及预期。

二〇二〇年七月“中天一号”投资组合

（2020年7月1日—2020年7月31日）

证券代码	证券名称	所属行业	市盈率 PE(TTM)	预测 2020 年每股收益（元）	总市值（亿元）	收盘价（元）
603068.SH	博通集成	电子	44.4	2.44	112	80.58
002456.SZ	欧菲光	电子	54.6	0.54	496	18.39
300115.SZ	长盈精密	电子	168	0.69	208	22.85
688396.SH	华润微	电子	107	0.4	528	43.44
002399.SZ	海普瑞	医药生物	38.7	0.83	312	25.04
600988.SH	赤峰黄金	有色金属	144	0.26	198	11.9
300451.SZ	创业汇康	计算机	66.2	0.36	205	18.49
300481.SZ	濮阳惠成	化工	33	0.72	50	19.28
603859.SH	能科股份	电气设备	48.5	0.93	47	34.16
600760.SH	中航沈飞	国防军工	36	0.94	460	32.82

注：以2020年6月30日收盘数据计算

“中天一号”股票池个股点评

博通集成（603068.SH）.

投资要点： 公司自成立以来便一直从事无线通讯集成电路芯片的研发与销售，产品涉及蓝牙、Wi-Fi 芯片等多个领域。去年交通部和发改委联合出台文件要求在 2019 年底 ETC 用户数量达到 1.8 亿，公司充分受益。展望未来，随着万物互联时代的到来，采用 Wi-Fi 连接技术的终端设备出货量将持续增加，公司业绩增长有望持续。

股价催化剂： 物联网需求持续提升。

风险提示： Wi-Fi 连接技术研发不及预期、市场竞争加剧。

欧菲光（002456.SZ）

投资要点： 公司近期发布定增公告，拟定增募资不超 67.58 亿元，用于高像素光学镜头建设项目、3D 光学深度传感器建设、高像素微型摄像头模组建设等，本地定增将进一步提高镜头产能供给，打造光学领域垂直产业一体化产业格局，目前摄像头领域朝着高像素、多摄、3D 感应等方向变革，无论是数量和单价都将持续上升，公司作为行业龙头，其盈利能力具有提升弹性。

股价催化剂： 智能终端在镜头领域的创新升级。

风险提示： 产品研发进度缓慢、市场竞争加剧。

长盈精密（300115.SZ）

投资要点： 公司 2020 年一季度实现营收 17.6 亿元，同比增长 0.5%，在疫情严重期间，公司仍然实现收入的正增长，主要得益于平板电脑、笔记本电脑、可穿戴等居家等居家产品需求的提升，未来，居家办公将成为趋势，从而带动平板电脑、笔记本电脑等消费终端的需求，公司长期以来深度绑定国际大客户，目前国际客户营业收入占公司整体

营收超过 40%。看好公司未来在智能终端、可穿戴设备、车载移动、智能家居等方面的业务前景。

股价催化剂：5G 带动智能终端需求提升。

风险提示：产品研发进度缓慢、中美贸易摩擦加剧。

华润微（688396.SH）

投资要点：公司是国内半导体 IDM 龙头，拥有半导体设计、制造、封测以及掩膜制造业务，2020 年一季度公司业务延续 19 年下半年的复苏趋势，营收和净利润同比均有大幅提高，未来随着公司产品在功率半导体产品结构持续优化、募投项目产能释放以及产能利用率的不断提升，业绩有望持续增长。

股价催化剂：国内功率半导体国产替代加速。

风险提示：研发进度不及预期、功率半导体需求不及预期。

海普瑞（002399.SZ）

投资要点：公司作为全球肝素原料药绝对龙头，全球份额 40%，公司在上游猪小肠全球布局领先，叠加下游肝素制剂需求旺盛，肝素原料药业务中长期有望持续稳定增长。在疫情期间，公司依诺肝素凭借产品质量和成本优势，在欧洲市场销售强劲，2020 年该业务有望给公司带来可观利润。

股价催化剂：肝素原料药以及依诺肝素需求提升。

风险提示：产品销售不及预期；创新药研发低预期。

赤峰黄金(600988.SH)

投资要点：6 月 22 日公司公告调整后定增方案，调整发行数量（2.4 亿股）、募集金额（14.84）和对象（9 名高管和 5 名其他投资者），同时将限售期从 18 个月提高为 36 个月。最为重要的是大幅提升产量预期，公司计划 20-22 年矿产金产量为 4.5、10 和 16 吨，三年

合计 30.5 吨；若三年产量不达预期，9 名高管承诺锁定期自动延长至连续三年累计矿产金产量不低于 30.5 吨且达到 16 吨/年之当年年末。

股价催化剂：金价短期内有上行空间，企鹅公司增发彰显信心。

风险提示：五龙矿业技改以及 Sepon 金矿产量释放不及预期，黄金价格大幅波动等。

创业汇康（300451.SZ）

投资要点：公司是医疗信息化行业领军企业之一，一季度公司实现营业收入 3.28 亿元，同比增长 2.36%，扣除非经常性损益后净利润 0.55 亿元，同比增长 0.16%，基本符合预期。2020 年 5 月 25 日，阜康投资、公司实际控制人葛航先生与平盛安康指定方上海欧贸签订《股权转让协议》，平安自身拥有大量的商保资源，公司医疗信息化业务方面将提速，有望与公司在医院医保控费方面进行合作。

股价催化剂：疫情影响下，国内医疗信息化将进入加速阶段，公司作为领域龙头将收益行业景气度提升。

风险提示：医疗物联网业务发展不及预期

濮阳惠成（300481.SZ）

投资要点： 公司是国内顺酐酸酐衍生物龙头，一季度业绩稳定增长，2020 年 Q1 实现营收 1.65 亿元，同比-9.77%，环比-1.79%；实现归母净利润 0.34 亿元，同比 16.57%，环比 13.33%。此外，公司收购山东清洋突破顺酐酸酐衍生物产能瓶颈，有望进一步提高市场占有率。

股价催化剂：随着疫情影响的消退，消费电子行业景气度逐渐回升，公司有望受益；

风险提示：原材料价格波动；

能科股份（603859.SH）

投资要点：一季度公司实现营业收入 1.62 亿元，同比增长 89.0%，归属于母公司所有者的净利润 1714.29 万元，同比增长 85.84%。在一季度疫情最严重的的情况下，公司业绩仍然保持高速增长，足以看出公司智能制造业务的市场竞争力，预计中报业绩有望保持高增长。公司深度绑定国防军工和高科技电子、通信、汽车领域大客户，提供数字平台建设和全方位数字解决方案，随着新基建政策的加码，工业互联网将助力传统制造业升级，公司将深度受益。

股价催化剂：工业互联网建设持续推进，进展速度超预期。

风险提示：宏观经济与政策变动风险、市场竞争加剧。

中航沈飞（600760.SH）

投资要点： 公司 2020 年一季度实现归母净利润 5.98 亿元，同比大幅增长 201.57%，主要得益于期内确认的政府补助额度大幅提升。公司是我国两大战斗机龙头企业之一，担负着为空军装备建设提供先进战斗机的重任，且作为总机单位有望受益军品定价改革，大幅提升资产盈利能力。

股价催化剂：2019 年公司业务收入在海空军航空装备列装带动下稳定增长，2020 年一季度政府补贴确认额度大幅提升。

风险提示：军费增长或低于预期、军用产品列装进度或不达预期、军工行业改革或不达预期。

物管发展介绍

研究发展中心 研究员 张帆

执业证书编号：S1390518070001

2019 年，主要物管公司的在管及合约面积快速增长，在管物业业态及增值服务多元化同样带动盈利能力的提升，业绩保持高速增长。2019 年主要物管公司的营业收入、毛利、净利润以及每股派息的平均增速分别为 47.8%、47.9%、69.9%和 77.1%。

图表 1：

公司	营业收入（亿）	同比（%）	毛利（亿）	同比（%）	净利（亿）	同比（%）
碧桂园服务	96.5	106.3	30.5	73.3	17.2	83.9
雅生活	513	51.8	18.8	46	12.9	59.3
中海物业	54.7	30.8	10.9	28.2	5.4	33.8
彩生活	38.5	6.4	13.6	5.7	5.4	3.4
保利物业	59.7	41.1	12.1	42.2	5	49.7
绿城物业	85.8	27.9	15.5	29.2	4.7	1.4

资料来源：公司公告，中天证券研究发展中心整理

截至 2019 年末，上市 14 家物管公司平均在管规模达到 1.32 亿方，头部公司占比继续提升。在管面积过亿公司有 6 家，分别为彩生活、保利物业、碧桂园服务、雅生活服务、绿城服务、中海物业，未来 1-2 年内在管面积有望过亿的公司还包括蓝光嘉宝服务、永升生活服务、新城悦服务、时代邻里等。行业在管面积 4 年复合增速 38.3%与收入复合增速整体相匹配，在基础物管外增值服务亦呈现高速发展趋势。物管龙头仍空间巨大：

房地产行业的集中度在不断提升。截止 2019 年，全国商品房销售金额和面积分别为 15.97 万亿和 17.16 亿平米，而 TOP10、TOP20 和

TOP50 房企的市占率继续提升，销售金额的占比分别达到 28.4%、40.5%和 59.7%。进入 2020 年，房地产商品房销售预计会下行，但主要上市房企依然给出了 10%左右增速的销售目标。物业管理行业收并购案例丰富，收购公司平均静态估值 10-12 倍：截至 2020 年 4 月，行业 21 起主要收购，共涉及资金超过 40 亿元。其中雅生活服务收购 8 起，蓝光嘉宝收购 7 起，永升生活服务收购 2 起，碧桂园服务收购 3 起，佳兆业美好收购 1 起。物管公司的增值服务向房地产全价值链拓展，打通上下游。从房地产公司拿地开始，到预售，竣工交付，业主入住等各个环节切入，探索客户需求，提供增值服务，成为业绩增长的第二大驱动因素。公共空间业务主要包括广告位经营、公共空间经营等，雅生活服务、碧桂园服务、绿城服务 2019 年在该项业务的收入领先行业，分别为 2.2 亿元、2.1 亿元、2.0 亿元。拎包入住、美居业务主要包括家居软装、封装阳台、室内翻新等业务，保利物业、碧桂园服务、雅生活服务 2019 年在该项业务的收入领先行业，分别为 1.9 亿元、9800 万元及 9500 万元。2014 年“新型城镇化”首次写入政府工作报告以来，关于城市治理的表述持续出现，从最初的让城镇“宜业宜居”，到治理“城市病”，到 2018 年首次提出“精细化服务”，再到 2020 年首次提出“大力提升县城公共设施和服务能力”，对于地方政府城市治理水平的要求愈发提高。

图表 2：

年份	政府工作报告关于城市治理的表述
2014	稳步推进城镇基本公共服务常住人口全覆盖，使农业转移人口和城镇居民共建共享城市现代文明。提高城镇建设用地效率，优先发展公共交通，保护历史文化和自然景观，避免千城一面。通过提高建设和管理水平，让我们的城镇各具特色、宜业宜居，更加充满活力。
2015	制定实施城市群规划，有序推进基础设施和基本公共服务同城化。发展智慧城市，保护和传承历史、地域文化。加强城市供水供气供电、公交和防洪防涝设施等建设。坚决治理污染、拥堵等城市病，让出行更方便、环境更宜居。

2016	推进城市管理体制创新，打造智慧城市，完善公共交通网络，治理交通拥堵等突出问题，改善人居环境，使人民群众生活得更安心、更省心、更舒心。
2017	有效治理交通拥堵等“城市病”，使城市既有“面子”、更有“里子”。
2018	城镇基本公共服务向常住人口覆盖。新型城镇化的核心在人，要加强精细化服务、人性化管理，使人人都有公平发展机会，让居民生活得方便、舒心。
2019	抓好农业转移人口落户，推动城镇基本公共服务覆盖常住人口。新型城镇化要处处体现以人为核 心，提高柔性化治理、精细化服务水平，让城市更加宜居，更具包容和人文关怀。
2020	加强新型城镇化建设， 大力提升县城公共设施和服务能力， 以适应农民日益增加的到县城就业安家需求。完善便民设施，让城市更宜业宜居。

资料来源：政府工作报告，中天证券研究发展中心整理

城市治理不能单靠政府，通过引入市场化机构提供的城市服务，借助专业化分工的力量，有望形成地方政府、第三方机构、城镇居民三赢的局面。

物管公司有望为地方政府提供一套一体化的城市服务解决方案。传统物管服务与城市服务的细分业务条线高度重合。除了社区物管服务对应老旧小区物业管理之外，单项业务来看，保洁对应城市环卫运营，保安对应城市秩序协管，保绿对应城市园林绿化养护，设施管理对应城市设施管理，社区空间运营对应城市资源运营，甚至物管公司近年来提倡的科技赋能亦能对应城市智慧服务，通过机械化、大数据、APP 等手段赋能城市管理。因此，物管公司进军城市服务，在基础业务层面具备天然优势，特大项目管理、应急处置、资源协调、政企沟通等能力则可以通过经验积累不断补强。

中海物业：

公司 2019 年营业收入 54.7 亿港元，同比增长 30.8%，其中物业管理、增值服务、停车位买卖服务的占比分别为 75.2%、24.7%和 0.2%，

增值服务的占比仍低于同行；净利润为 5.4 亿元，同比增长 33.7%，好于市场预期；公司末期每股派息 2.8 港仙，加上中期派息，年度派息为 5 港仙，派息率为净利润的 31%。

公司的综合毛利率为 20.0%，较上年降低 0.4 个百分点，其中物业管理、增值服务和停车位买卖的毛利率分别为 16.1%、31.3%和 44.6%，物业管理毛利率下降的主要原因是包干制的物业面积及收入占比持续提升。公司的额毛利结构改善，物业管理、增值服务、停车位买卖服务的占比分别为 60.8%、38.8%和 0.4%，非物业管理业务的毛利占比仍有提升空间。

2019 年全年获取的合约面积为 1504 万平米，是历年以来最多。外拓项目业态丰富，80%为住宅，其他包括商业、政府大楼等。公司在过去两年储备了丰富的业务人员，未来继续扩大在市场化外拓上的优势。

保利物业：

根据保利物业官网，2016 年公司以央企助力乡村振兴为突破口，开始在嘉善县西塘景区探索公共服务的新模式。2016 年 6 月，保利物业接管西塘景区，用“绣花功夫”推进精细化治理，通过加强反扒、民宿整治、食品安全监管等工作，明显改善景区风貌与治安秩序，推动景区于 2017 年 2 月晋升为国家 5A 级旅游景区、2018 年 5 月入选最美特色小城镇 50 强，客流量和景区收入持续提升。根据嘉善县公共资源交易中心的数据，公司 2019 年续签“嘉善西塘古镇景区公共服务管理项目”，合同金额 1365 万元。此外，公司还先后中标西塘景区弄堂检票售票、停车场收费及核心区域票口管理、邮电路公共服务等独立项目，并逐渐延展至景区外，中标西塘镇翠南中心社区公寓房、人民政府及便民服务中心等项目的物业管理，独立项目累计合同金额达到 1543 万元（不完全统计）。凭借西塘景区的服务经验和口碑，保利物业总结形成“景区服务管理模式”，并在周边地区继续探索“城镇全域化管理模式”。自 2018 年 12 月起，公司连续两年举办“镇长论坛”，向全国镇长推广公共服务模式。

如何理解 KDJ

研究发展中心　研究员　许忠
执业证书编号：S1390520010003

前言

在之前的文章中我们曾经讨论过，中国权益市场中，占相当比例的投资者杂糅地使用基本面分析和技术分析，这意味着不论市场是否有效，技术分析在当前的 A 股市场中都天然的具备实践价值。技术分析的基础——量价数据反映的是投资者的在特定时间的买卖行为，其本质的研究方法是归纳，技术分析距离严肃科学只差“演绎”，然而人心和社会如此复杂，天堑难越。尽管如此，一些技术指标还是能够帮助我们更加深刻、快速的认识量价数据，它们如均值、方差一般是一种“数字特征”。需注意，技术指标并不是印钞机，“刻舟求剑”式的使用只能带来失败。本文尝试从理论角度剖析 KDJ 这一经典指标，旨在帮助投资者更好的认识、使用技术分析

定义

KDJ 是一种多空指标，其详尽发明历史难以追溯。综合互联网信息，我们只知道该指标由乔治·莱恩（George Lane）首创，是威廉指标的一种变形，最早以 KD 的形式应用在期货市场。KDJ 的常见表达式由如下四部分组成：

1. RSV（未成熟随机值）

$$RSV_t = \frac{C_n - L_n}{H_n - L_n} \times 100$$

其中 n 代表包含 t 日的 n 日周期，C_n 为周期内收盘价；L_n 为周期内最低价；H_n 为周期内最高价。RSV 是分布于[0,100]之间的整数。

2. K 值

$$K_t = \frac{m-1}{m} K_{t-1} + \frac{1}{m} RSV_t$$

其中 m 代表平滑参数。

3. D 值

$$D_t = \frac{m-1}{m} D_{t-1} + \frac{1}{m} K_t$$

4. J 值

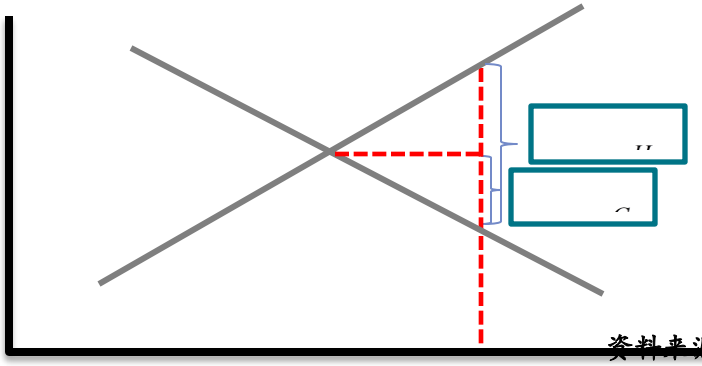
$$J_t = 3K_t - 2D_t$$

如何理解 KDJ

由上述 4 部分表达式可以直观的看出，KDJ 指标的核心是 RSV（未成熟随机值），K、D 值都是围绕 RSV 展开的，J 则是 K、D 的差值，是一种信号。下面我们来依次对 4 个指标进行详尽分析。

1. RSV 是一种典型的、描述一定时期内多空双方力量的指标，可以粗略的用一种供需模型来解释它。

图表 1：



资料来源：中天证券研究发展中心

如上图所示，横轴度量成交量，纵轴度量股价。向右上方倾斜的是股票的供给曲线，代表空方力量。向右下方倾斜的是股票的需求曲线，代表多方力量。待考察的周期 n 限定了成交量，空方的抛售压力形成了最高价；多方的买进力量支撑了最低价；收盘价代表了周期内多

空力量拉锯的结果。如果收盘价较高，多方占优，则$C_n - L_n$较大，RSV 值较大，极端情况是收盘价是最高价，此时 RSV=100；反之，收盘价较低，空方占优，RSV 值较小，如若收盘价是最低价，则 RSV=0。 也可以说，RSV 度量了周期 K 线中上影线和下影线的比例关系。由于 RSV 并不包含股票价格的趋势性，只是在 0-100 之间波动，在非常宽松的假设下，通过观察个股历史 RSV 的分布，可以得到判断“超买”、“超卖”状态的经验值。考虑到股价的连续性，RSV 并不是一个统计意义上的随机值，这可能是其被命名为“未成熟随机值”的原因。

2. K 值是人为构建的自回归函数，假设 RSV 是一个白噪声过程，同时考虑到 $\frac{m-1}{m}$ 小于 1，则{K}可以看做是一个收敛于 0 的数列。但由于 RSV 并不随机，因此 K 值可以看做是 RSV 值的一种移动平均值，平滑值 m 决定了上期数值变动能够产生的影响有多久；m 越大，K 值曲线越平滑，越能够表现 RSV 变化的趋势性；m 越小，K 值曲线越波动。

3. D 值也是认为构建的自回归函数，是 K 值的一种移动平均值。“趋势的趋势”就是所谓的“慢线”，用来形成买卖信号。

4. J 值的设定意义不是很明确，似乎只是为了使买卖信号在图形上更加显眼。

小结

KDJ 是一种多空指标，其核心是 RSV（未成熟随机值），RSV 在 0-100 之间波动，因此可以通过历史分布判断“超买”、“超卖”状态。K 值是人为构建的、RSV 的特殊移动平均值，可以更好的观察 RSV 的趋势和周期波动特点。D 值是人为构建的，K 值得特殊移动平均值，“趋势的趋势”，构建目的是为了形成买卖信号。J 值似乎仅仅使买卖信号更加显眼。

KDJ 表现在图形上的波动性是由 RSV 的数据特性和 K、D 的特殊移动平均形式决定的，但其趋势性、最大值、最小值都能够充分反映股价的多空状态。

浅析军民融合对中国军工产业发展的促进

研究发展中心 研究员 曹宇

执业证书编号：S1390520010002

2017 年 1 月 22 日，中共中央政治局召开会议，决定设立中央军民融合发展委员会，由习近平任主任。中央军民融合发展委员会是中央层面军民融合发展重大问题的决策和议事协调机构，统一领导军民融合深度发展，向中央政治局、中央政治局常务委员会负责。2017 年 6 月，中央军民融合发展委员会第一次全体会议，审议通过《中央军民融合发展委员会工作规则》、《中央军民融合发展委员会办公室工作规则》、《中央军民融合发展委员会近期工作要点》和《省（区、市）军民融合发展领导机构和工作机构设置的意见》。和平年代，如何平衡协调国防工业建设和经济发展之间的关系，如何实现社会资源的合理分配是个大命题。

一、我国的军民融合发展伴随着我国国防科技产业的发展，基本经历了五个阶段：

第一阶段：建国初期到 70 年代末。对于国防工业建设，毛泽东同志提出应坚持“军民结合，平战结合，以军为主，寓军于民”的发展模式。1956 年，在最高国务会议上，毛泽东同志又说：“在生产上要注意军民两用，注意学会军用和民用两套生产技术，平时为民用生产，一旦有事就可把民用生产转化为军用生产。数据显示，1958 至 1960 年，在军工企业生产总值中，军工企业的民品占比均值为 60.8%，1960 年更是达到了 74.5%。1960 年以后，随着中苏关系恶化，地缘冲突风险上升，国防工业进入临战状态，以积极备战为主要生产目标，军工企业基本停止了生产民品，军工企业的排产更趋向于计划性、封闭性、单一性，1978 年时，军工企业生产总值中，军工企业的民品占比低于 8%。

第二阶段：主要是 20 世纪 80 年代，以党的十一届三中全会为标志，政府的工作重心以经济建设为主，并推进计划经济向市场经济转型，实行改革开放。邓小平同志提出“军民结合、平战结合、军品优先、以民养军”， 军工企业重新开始大规模生产民用产品，同时随着国家工作重心的转移，军工企业订单大幅下降，甚至有些军工企业的

生存都出现了问题。但当时我国的民品供给严重不足，军工企业充分利用闲置产能，利用自身的科技特长，迅速转产，既稳定了员工队伍，又满足了人民需求，当时的产品包括摩托车、洗衣机、电风扇等。这个时期，是“军转民”的初始阶段，就是军工企业由服务国家国防建设转到了服务国家经济建设。1989 年，军工企业生产总值中，核、航空、电子和兵器工业的民品产值占比达到 70%。

第三阶段：20 世纪 90 年代，江泽民同志提出了军民结合、寓军于民和两头兼顾、协调发展的思想，江泽民强调“国防经济和社会经济、军用技术和民用技术，应该相互兼容、相互促进”，为协调发展国民经济与国防建设起到了重要作用。随着改革开放的深入及社会主义市场经济的发展，原来隶属于政府或军队的一些国防工业部门被撤销，成立了新的国防科工委和十一大军工集团，将国防工业整体纳入到社会主义市场经济中，军民融合迈出了历史性的一步。随着“军转民”的深入，各大军工企业开始建立现代企业制度，并放开“手脚”，逐步融入到社会主义市场经济中去，按市场需求生产民品，不但取得了一定的经济效益，而且在一些民品领域开始成为行业翘楚，在航空、能源、船舶、交通和光机电一体化等行业取得一定的成绩。数万项军用专利技术转为民用，有力推动了我国高科技产业的发展、科技创新，以及科技成果的产业化，民品产值增速超过 20%。这个阶段是“军转民”内容的极大丰富、层次的明显提高，“军转民”得到了深入发展。

第四阶段：21 世纪初到 2013 年。2007 年 9 月，在党的十七大报告中，胡锦涛同志指出，要“建立和完善军民结合、寓军于民的武器装备科研生产体系、军队人才培养体系和军队保障体系，坚持勤俭建军，走出一条中国特色军民融合式发展路子”。2008 年，撤销国防科工委，成立国防科技工业局，管理对象从国防工业扩大为全国所有从事武器装备科研生产的企事业单位，进一步健全“军民融合”的管理体制，“民参军”开始蓬勃发展。2009 年 7 月 24 日，中央政治局就中国特色军民融合式发展路子研究进行第十五次集体学习，胡锦涛同志详尽阐述了走出中国特色军民融合式发展路子的构想和办法。这个阶段，各大军工集团的民品收入继续大幅上升，同时大批高新技术装备

开始列装部队，军品的技术含量及质量都大幅提高，开创了“军民融合”的新局面。

第五阶段：2013 年至今。党的十八大以来，习近平主席着眼国家安全和发展战略全局，就推动军民深度融合发展提出一系列新思想新论断新举措，明确提出要把军民融合发展上升为国家战略，形成了系统的军民深度融合发展重要论述。习主席指出，军民融合是国家战略，关乎国家安全和发展全局，既是兴国之举，又是强军之策。推动“军民融合”的深度发展，既可以国家经济整体实力支持推进国防军队建设，又可以最大限度的实现国防军队建设中一些高精尖技术在民品领域的应用，从而带动国民经济高新产业的发展，“军民融合”完全融入到国家经济建设中，成为助推国家经济发展的利器。“军转民”、“民参军”二者相互促进、相辅相成，而且相关行业潜力巨大。比如原来民用领域基本是空白的商业航天、通用航空，军企在国内有着绝对的领先优势，“军转民”后的经济效益会出现爆发式增长；而民企的碳纤维、半导体、军用自动检测设备也在批量的供给军企，并在一些其他细分领域也形成了技术突破，进入部队的装备采购清单，发展空间广阔。

图表 1：军民融合顶层架构基本建立

时　间	事　件
2015年3月	十二届全国人大三次会议，军民融合发展上升为国家战略
2015年11月	中央军委改革工作会议
2016年3月	《2016 年国防科工局军民融合专项行动计划》
2016年7月	《关于经济建设和国防建设融合发展的意见》
2017年1月	中央军民融合发展委员会成立
2017年2月	《推进装备领域军民融合深度发展的思路举措》
2017年6月	召开中央军民融合发展委员会第一次全体会议
2017年9月	召开中央军民融合发展委员会第二次全体会议
2017年12月	《关于推动国防科技工业军民融合深度发展的意见》
2018年1月	《关于支持中央单位深入参与所在区域全面创新改革试验的通知》
2018年3月	十九届中央军民融合发展委员会第一次全体会议

资料来源：国防科工局官网，《军民融合政策汇编》

二、世界各国军民融合发展情况简介。

纵观世界各国，“军民融合”发展国防军队建设是一种普遍现象，“军民一体化”是大趋势。

俄罗斯：以行政手段，从 1992 年至今，自上而下的推进“军转民”。俄罗斯主要继承了前苏联军工企业，但美苏冷战时期，苏联为了保持强大的军事力量，将国防工业完全独立于国民经济之外，且先进的技术仅用于军事，不得用投入民品，强大国防工业对国民经济的影响非常有限。因此，在“军转民”之初，俄罗斯的军工企业非常不适应，但经过不断的尝试、调整，目前已经进入良性循环，组建了军民融合集团，大力发展军民两用技术，。由于俄罗斯经济衰退，财力不足，对“军转民”的进展影响较大，转型所需的配套资金不能准时足额到位，甚至于国防经费都不能按时足额发放，军品订单存在大量欠款，影响企业资金回款。

日本：作为二战的战败国，按照战后协议，日本不能拥有自己的军队，更谈不上发展本国的军工企业，但日本走出一条以民用企业为主体，“先民后军、以民掩军、强调军民通用性、政策扶持军品企业”的发展之路，也拥有了一批在世界上都一定影响力的军品企业，如三菱重工、川崎重工、神户制钢所、日本海事联合、日本制钢所等等。尽管这些企业的军品产值比较低，民品的产值大且竞争力也较强，但掌握了大量尖端技术，并部分运用到了民品上。水平并不落后。日本企业可以实现，在一个工厂里，军民品经常共用一条生产线组织生产，因此日本军品的产能潜力巨大。

以色列：全民皆兵、以武立国，“以军带民”成果显著，军工产业已经成为以色列国民经济的支柱产业。2012 年，以色列军品出口额达 75 亿美元，排名世界第六。以色列有 150 家左右的兵器生产公司，武器装备 1000 多种，军工产品超过 50%以上出口，100 多个客户遍布世界各地，从业人员达 60 万人，以色列 2019 年总人口 902 万。长期以来，以色列坚持以先进的国防尖端科技带动国民经济的发展，实现路径是先国有后民营，国营军工企业占 80%，是主体，同时为了增强企业的活力及创新精神，近几年以列色一直在推进军工企业私有化改革，大的军工企业出售资产给私营企业、引入私营投资者等等，推进军企兼并重组，并走出国门，增强国际竞争力。军火外交，更是以色列的

一大特色，利用军火贸易改善国与国之间的关系，甚至化敌为友，1999 年的约旦，2012 年的土尔其。

欧盟：在欧盟范围内，组建跨国家的军民融合体系，军贸快速增长。欧盟各国的国防军工水平差异较大，而且欧洲防务主要由美国承担，美国的军事基地遍布欧洲，所以与美、俄相比，欧洲各国的国防预算在 GDP、政府支出的占比都较低，国防预算曾出现过连降十年的情况。但随着欧盟对欧盟范围内的军工企业进行整合，并成立跨国集团后，军贸金额持续增长，增速比欧盟制造业产值增速还要快，可以在全球范围内与美国军企一争高下，欧盟的军企带有典型的外向型经济特征。欧洲本地的军品需求有限、市场偏小，为了提升军企的盈利能力，欧盟特别重视军民融合，各国都制定了相应的法律法规及政策，从而实现“以民养军”，同时欧盟各国制定通用标准，鼓励军企按照通用标准制造军品。以 2013 年数据为例，欧盟与美国前五大军火商进行比较，可以发现，美国军火商的军品收入占比大幅高于欧盟，欧盟军火商的民品收入占比普遍超过 50%（ BAE Systems 除外）。

美国：“军民融合” 可以分为两个大的阶段，以 20 世纪 90 年代为分界线，之前是市场自发调节的结果，随着军品需求的上升或者军品盈利丰厚，“民转军”的企业增多，同样当军品需求下降时，军品需求下降或者军品盈利缩水，“军转民”的企业增多。这个时期，是随着市场的变化，企业根据自身的盈利情况、承受风险能力等等经营情况，在“民转军”、“军转民”之间进行角色的切换。20 世纪 90 年代以后，美国为实现“军民一体化”，进行一系列影响深远的改革，对军队、军工管理部门、军工企业进行整体的调整，打通军事技术、民用科技及资源间的转移通道，提供资金支持、鼓励开发军民两用技术，提升技术的开发利用效率，有力推动了国防军事建设与国家经济发展的良性互动。美国的“军民一体化”改变了人类的生活，阿波罗登月工程、星球大战计划等美国军事项目，研发出来并利用的先进科技，推动产生了一大批民用产品，如互联网、液晶电视、无线移动通讯、微波炉、条形码、GPS、核磁共振、ICU、彩超、波音 707 等等，使人类的生活发生了颠覆性的效果。

药用玻璃：玻璃产业升级的新方向

研究发展中心 研究员 赵瑞祺

执业证书编号：S1390519020001

玻璃是国际医药界广泛使用的药用包装材料之一。近期，一则“药用玻璃严重短缺”的消息引起了大家的注意。如果医用玻璃供应不足,新冠疫苗研发成功后，全世界将面临一个新的难题：无法运输急需的数十亿疫苗。文中所说的“药用玻璃”指的就是中性硼硅玻璃。下面我们将介绍玻璃材料应用的一个重要分支——药用玻璃。

随着医药行业的发展以及医药产品的丰富化，更多偏酸或偏碱的药物出现，需要化学稳定性更好的医药玻璃。美国积极探索“中高硼”的技术路径，研制成功适合管制瓶生产且氧化硼含量大于 8%的玻璃。20 世纪 50 年代开始，全球研制开发了一系列此类玻璃，硼含量均超过 8%，包括康宁的 7800，肖特的 Fiolax，日本 NEG 公司的 BS 等。至此，药用玻璃材料品种得到进一步完善。

我国《药用玻璃材料和容器通则国家药包材标准》将药用玻璃材料依据线热膨胀系数和三氧化二硼（B203）含量的不同，结合玻璃性能要求分为高硼硅玻璃、中硼硅玻璃、低硼硅玻璃和钠钙玻璃四类。

钠钙玻璃 B203 含量小于 5%，其耐水性及抗热冲击性能较差，一般适用于一次性输液瓶或口服液瓶。高硼硅玻璃 B203 含量大于 12%，其抗热冲击性能和耐水性能最佳，但是由于从药用玻璃管到药用玻璃制品的转化加工需要更高的温度，作为药用玻璃的应用有限。中硼硅玻璃 B203 含量 8%-12%，该玻璃材料由肖特发明并逐步推广，由于其优异的抗热冲击性能及耐水性能而广泛应用于各种针剂、血液、疫苗等药品的包装。低硼硅玻璃 B203 含量 5%-8%，其耐热冲击性能低于中硼硅玻璃，耐水性能弱于中硼硅玻璃。可以用于储存对化学稳定性要求不高的药品（如普通抗生素粉针剂、口服液），但是难以满足酸性、碱性较强的药品。

中性硼硅玻璃化学结构稳定、膨胀系数优良、耐酸碱腐蚀、耐冷热温度变化、耐机械强度高，在药品有效期内不会与药物产生相溶性

反应，不会改变药剂质量，具备优异的化学稳定性和热稳定性，已成为目前国际药品包装通用标准的中性药用玻璃。据国际 Report linker 报告，全球药用玻璃市场 2025 年将达到 220.5 亿美元，印度和中国的新兴市场的增长率将达到 9%，中国将成为药品玻璃包装瓶的主要消费国之一。

从欧洲药典、美国药典、日本药典可以看出，欧美发达国家在药品生产加工过程中，已经开始普遍地、广泛地使用一级耐水药用玻璃，即中性硼硅玻璃，特别是原研药产品，绝大多数的原研药品都采用了中性硼硅玻璃。

20 世纪 60 年代，为了满足国内医药产品包装需求，我国自主研制了低硼硅医药玻璃品种，并开始规模化生产。该类管制瓶在当前国内市场仍处于绝对主导地位，每年消耗量为 300-400 亿支低硼玻璃瓶。

2017 年 12 月，国家药监局发布《已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求》的征求意见稿，其中明确提到：注射剂使用的包材标准，不建议使用低硼硅玻璃和钠钙玻璃。

考虑到中国庞大的人口基数对应的中硼硅玻璃使用量，中国潜在的中硼硅玻璃需求量将接近当前世界用量。当前中国药用玻璃每年 30 万吨的使用量，按照中性硼硅玻璃模制/管制瓶依照 30%-50%不等的替代率进行测算，中性硼硅模制瓶市场空间为 15.75-26.25 亿元。未来 3-5 年，国内中性硼硅玻璃市场将持续放量。

在全球范围来看，目前具有中高硼药用玻璃生产能力的企业屈指可数，包括肖特、康宁、SGD、格雷斯海姆、NEG 等。其中具备规模化高合格率生产中高硼玻璃管的企业更为有限，肖特、康宁以及日本的 NEG 等在全球玻管市场上处于寡头垄断地位。因产能受限，国际厂商每年可以出口中国的中硼硅玻管仅 2 万吨左右，国内中性硼硅药用玻璃严重供不应求。

中性硼硅药用玻璃的生产加工技术难度较高，我国很多药用玻璃生产企业技术水平目前还不具备生产中性硼硅药用玻璃的能力，但玻璃行业内一些技术领先的企业已经开始了布局和开拓。

德国肖特：2019 年 8 月 28 日，肖特集团在浙江省缙云县为其药用玻管基地进行了隆重的奠基仪式。肖特集团将在第一阶段预计耗资 6000 万欧元兴建生产基地，一期产能达到 2 万吨，计划于 2020 年底正式投入生产。

四星玻璃（837502.OC）：目前国内第一家也是唯一一家采用冷顶式全电熔维洛法技术批量生产中性硼硅玻璃的企业。现年产 20 亿支小瓶和安瓶、2 万吨中性硼硅玻璃管，市场占有率 20%以上。

山东药玻（600529.SH）：国内第一家、全球第六家掌握中性硼硅玻璃（Ⅰ类玻璃）模制瓶生产技术的企业，现已成为中国最大的医药玻璃专业制造商，生产规模位居亚洲前列。公司主要产品模制抗生素瓶在国内市占率超过 80%,棕色瓶的全球市占率接近 30%,在规模、成本和质量方面优势显著。目前公司中硼硅模制瓶产能约 2 亿只，中硼硅管制系列瓶产能可达 6.87 亿只（2018 年销量 6788 万只）。

旗滨集团（601636.SH）：2019 年 12 月公告，将投资建设中性硼硅药用玻璃素管项目，药用玻璃项目总投资约 6 亿元，药用玻璃项目成为旗滨集团在电子玻璃、节能玻璃之后的又一重大项目，目前项目进展顺利。

正川股份（603976.SH）从事药用玻璃管制瓶等药用包装材料的研发、生产和销售，是中国医药包装协会理事单位、全国包装标准化技术委员会玻璃容器分技术委员会会员单位。2019 年年报显示，其硼硅玻璃管制瓶收入占 2019 年营收总额 48.16%。

力诺特玻（833017.OC）主营业务为特种玻璃的研发、生产与销售，拥有药用包装玻璃、耐热玻璃和电光源硬料玻璃等系列产品。耐热玻璃成为格兰仕、美的电器、LG 电子、乐扣乐扣等著名企业的供应商；硼硅药用玻璃安瓿、小瓶为上海医药集团、神威药业集团、齐鲁制药等企业的主要供应商。

从药用玻璃行业发展的长远趋势上看，高质量的中性硼硅药用玻璃管未来必然逐步取代低硼硅玻璃成为我国药用包装的主流材料，未来中性硼硅药用玻璃市场发展前景广阔，我国玻璃产业也将以此为突破口，带动产业加速转型。

■免责声明

本报告仅供中天证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本报告仅供参考。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者自主做出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资需谨慎。本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“中天证券股份有限公司研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。根据本公司的经营证券业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。本公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

根据《中天证券股份有限公司投资者适当性管理办法》的相关要求，将本报告评级为中等风险，适用于稳健型及稳健型以上投资者，稳健型以下投资者不宜使用。

中天证券股份有限公司研究发展中心地址：沈阳市和平区光荣街 23 甲

邮编：110003

电话：024-23255945