东兴证券 DONGXING SECURITIES

应对下半年证券行业政策面抱有更大期待

2020 年 06 月 28 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：应对下半年证券行业政策面抱有更大期待

截至本周，申万证券指数已连续两周跑赢大盘和非银板块，展现出难得的连续性。作为市场风向标和前周期品种，证券板块表现高度反映投资者对未来市场的判断，近期针对行业的政策红包频出，下半年关于创业板注册制、金融对外开放和相关业务创新及监管放开均值得期待。多重利好有望助推证券板块业绩与估值双升。若政策效应从行业上升至市场层面，则证券板块想象空间更为宽广。

据《财新周刊》报导“证监会计划向商业银行发放券商牌照”，我们认为直接向商行发放券商牌照的可能性仍较小，因和新证券法中关于分业经营的表述存在一定差异，且加速混业在国内仍有诸多壁垒需要破除，监管、制度、经营体系建设及人才储备均需时间，亦可能加剧金融行业内资源的不均等分配，仍需平衡各方的利益诉求。而从几大国有商业银行中选取两家试点设立券商的选项较为可行，且对市场及金融板块带来的冲击有限。中国银行早先通过香港子公司中银国际控股中银证券，已获得券商全牌照并推动中银证券独立上市，未来工行等大行直接或通过子公司平台间接获得券商全牌照亦无制度障碍，也有经验可以借鉴，是更为稳妥打造“航母券商”的路径。

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：看好政策引导以及经济预期企稳的提估值机会

据《财新周刊》报导“证监会计划向商业银行发放券商牌照”，希望打造“航母级”券商，以应对金融开放。我们认为，金融混业不仅是应对金融开放、国际投行竞争的措施，更是适应国内经济结构转型升级的必然趋势。在实操层面，目前仍面临商业银行法突破、监管模式限制、激励机制匹配等一系列问题。若政策明确下来，参考海外大型金融机构模式，我们认为，国内大型银行成为全能银行或金融控股集团的可能性较大；国有大行将在资金、客户、渠道优势下，成为真正的全方位金融中介服务商，客户粘性得到提高、收入结构更为多元化，或将充分受益。

年初以来压制银行板块估值表现的两大不确定性因素，净息差以及资产质量压力，基本在预期之内；当前来看，板块迎来政策引导的较大利好，中长期投资价值更为凸显；看好政策引导以及经济预期逐步修复带来的银行板块提估值机会。

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：端午旅游人数恢复 50%，5 月海南免税销售大幅增长

端午三天假期，全国共接待国内游客 4880.9 万人次，同比恢复 50.9%；实现旅游收入 122.8 亿元，同比恢复 31.2%。旅游业复苏程度与五一基本持平，考虑到北京作为重要的旅游目的地和出发地，疫情的反复影响了部分旅游业的复苏。同时疫情短期内或抑制京津冀本地餐饮业复苏进程，但对全国其他地区基本无影响。我们认为疫情强化行业马太效应，拥有较强菜品“标签化”的品牌复苏情况或将更为乐观。免税方面，5 月海南免税品实现销售额 19.77 亿元，同比增长 147.9%，海外疫情背景下，海南作为出境游的重要替代，免税业发展迅速。

“保就业”政策持续落地，多省省考公告发布，招考人数大幅增加。人社部、教育部等多部门将于 7 月开展全国民营企业招聘月活动，缓解招聘和就业压力。继续推荐“稳就业”主线，首推职教龙头中公教育。关注以科锐为代表的灵活用工赛道，疫情或成为许多企业开启灵活用工模式的契机，推动灵工渗透率提升。

详见 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》，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》。

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，突发性事件，超预期政策。



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：核心工具软件公司价值进一步彰显

本周广联达、金山办公等工具型软件涨幅靠前，创历史新高，其投资价值得到了市场的进一步认可。近年来，众多工具型软件公司纷纷登陆资本市场。据不完全统计，具有工具型软件的上市公司有十多家。未来工具型软件行业还将继续壮大。

我们在《工具型软件行业深度报告：价值从何处来，转型该何处去》中对工具型软件行业建立了一个分析框架，并对重点工具型软件进行了详细分析。

好的工具型软件公司一定要做到客户生命周期内的收入（LTV）扣减运营成本要远大于获客成本（CAC），才能在客户身上赚到钱。通常来说，LTV/CAC 大于 3 被认为是一个公司商业模型良好的指标。

详见 2020 年 5 月 19 日报告《工具型软件行业深度报告：价值从何处来，转型该何处去》。

风险提示：宏观经济增速下行，竞争加剧的风险。



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：海外疫情呈二次爆发趋势，继续推荐检测相关机会

最近一周，全球疫情发展呈增加趋势，单日新增确诊近 20 万人，考虑到南半球已经进入冬季，疫情二次爆发的概率增加，尤其是美国、巴西等在疫情尚未完全控制的条件下，过早复工带来疫情继续发展，而更多发展中国家疫情防控措施也非常薄弱。

从疫苗研发进度来看，国产的灭活疫苗已启动海外的三期临床，按照最快 3 个月出结果，疫苗上市时间预计到 9-10 月份，目前疫苗的保护效果及免疫时效尚存未知，即使上市也需要一定的时间完成群体免疫，预计到 2021 年依然存在较多的检测需求。

建议重点关注：①从试剂到检测全产业服务的平台——华大基因；②核酸实验室检测服务企业——润达医疗；③原料药产业链升级，重点推荐亿帆医药、浙江医药。

详见 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》，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》，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》。

风险提示：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：七家光伏企业共倡 M10 硅片尺寸标准，影响几何？

6 月 23 日，阿特斯、晶科能源、隆基股份、晶澳科技、潞安太阳能、润阳悦达、中宇光伏等七家公司联合倡议，建立几何尺寸为 182mm*182mm 的硅片标准（M10），呼吁以该尺寸作为研发下一代硅片、电池、组件产品的标准尺寸。

对此，我们解读如下。

1）该倡议将对硅片尺寸整合起到一定助推作用。据中国光伏行业协会统计数据，2019 年光伏硅片市场以 156.75mm 尺寸为主，其占比约 61%。为了进一步提高组件功率，多家企业近年来开展了更大尺寸的硅片研制，涉及 158.75mm、161.7mm、163mm、166mm、210mm 等。我们认为，如果硅片尺寸过多，将对供应链各环节之间的衔接带来一定挑战；而前述七家企业联合倡导 182mm 尺寸，将在一定程度上减少未来数年市场主流硅片尺寸的多样性，提高全市场资源配置效率。

2）M10 硅片短期难以一统天下。我们认为，前述七家企业选择 182mm 尺寸作为硅片升级目标，具有较强务实性，短期产线技改边际投入可控。而对于已启动更大尺寸（如 210mm）制造计划的厂商而言，转向 182mm 尺寸开发的现实意义不大。我们预计，182mm 和 210mm 等尺寸将于未来数年共存竞争，通过比拼实际应用性价比获得相应的市场座次。

3）光伏制造业仍将以降本增效为阶段性发展目标，推动平价上网的实现与普及。

风险提示：光伏硅片技术路线发展或偏离预期。



陆洲|东兴证券军工机械首席分析师

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

军工：北斗三号组网完成，红外测温设备需求将长期存在

1、中印边境局势仍然紧张，印度加紧军事部署。印媒称，印度政府无法解决两国边境地区长达两个月的对峙。我们认为未来冲突的概率较低。建议关注导弹类标的的机会。

2、北斗三号组网完成，未来成败在下游应用。北斗三号组网完成，未来发展最大的空间在于下游应用端，如轨道、交通、建筑等。建议关注军品订单为主的北斗设备厂商与下游应用

相关标的。

3、美国疫情复工后加速，红外设备需求常态化。美国很多州和城市正在减缓或者撤回重新开放经济活动的决定。红外测温设备的需求具有常态化的趋势，建议关注红外芯片成本降低带来的下游应用机会。

4、射频 MLCC 军民需求旺盛，国产替代正当时。射频 MLCC 在高频段通信应用广泛，此领域国内军民、民品替代空间较大。建议关注 MLCC 领域有核心陶瓷材料研发的相关公司。

5、当前军工板块整体估值水平较低。继续看好核心元器件与零部件的投资机会。如射频 MLCC 鸿远电子。优秀航空零部件公司中航光电、中航电测；空天信息产业链康拓红外、天奥电子、北斗星通；红外领域大立科技、高德红外。

详见 2020 年 2 月 10 日报告《康拓红外（300455）：卫星的“大脑”和“心脏”》、2020 年 3 月 1 日报告《天奥电子（002935）：空天信息网络时频龙头》、2020 年 2 月 24 日报告《北斗星通 北斗导航全产业链龙头》、2020 年 3 月 31 日报告《中航光电（002179）年报点评：研发费用增长拖累利润释放，低基数或为未来高增长埋下伏笔》、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》、2020 年 4 月 23 日报告《中航电测：军民用智能测控龙头》、2020 年 5 月 21 日报告《高德红外：红外民品市场快速打开，军品量产再上新台阶》。

风险提示：境外疫情扩散带来的系统性风险；北斗三号应用拓展不及预期；军工订单不达预期。

机械：挖掘机及破碎锤产销旺盛，仪器仪表具备长期成长空间

5 月份共计销售各类挖掘机械产品 31744 台，同比增长 68%。国内市场销量 29521 台，同比涨幅 76.3%。出口销量 2223 台，同比涨幅 3.3%。

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%。

2015 年国际仪器仪表的市场规模已超过 7000 亿美元，我国已经成为全球仪器仪表生产大国。目前国内仪器仪表行业企业数量为 4445 家，2018 年国内仪器仪表行业主营业务收入达到 8091.6 亿元。

从国内仪器仪表上市公司经营情况来看，经营规模和产品丰富程度与赛默飞世尔、岛津、安捷伦、丹纳赫等海外龙头仍有较大差距。多数国内仪表企业只专注于少数领域，我们认为，国内仪表企业未来一方面在品牌建设和产品性能上有较大提升空间，国产替代潜力巨大，另一方面，整个行业也具备较大的整合空间，未来国内有望出现若干综合性仪器仪表集团，这也是产业进一步升级的必然趋势。我们认为，国内高端仪器仪表和工业控制领域有巨大国产替代的空间，具备技术优势的企业有望脱颖而出。

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

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