民生证券
MINSHENG SECURITIES

民生证券研究院

研究周观点

民生研究周观点

研究周观点　　2020 年 6 月 15 日

- **民生宏观策略周观点**

企业中长贷推高信贷增速。5 月各项贷款余额增速继续回升 0.1 个百分点至 13.2%，连续第 3 个月回升。新增人民币贷款 1.48 万亿，略高于预期，同比多增 3000 亿。其中，企业中长贷同比多增 2781 亿元，占同比增量的绝大部分。居民短贷和中长贷、企业短贷和票据融资都同比变动不大。地方专项债推高社融增速。5 月社融存量增速继续回升 0.5 个百分点至 12.5%，延续了疫情后的快速增长势头，增速创过去两年新高。5 月新增社融 3.19 万亿，略高于预期，同比多增 1.48 万亿，其中政府债券同比多增 7500 亿，占比超过一半。这其中，完全可归于地方专项债的贡献，5 月地方专项债融资同比多 7600 亿。货币创造力度边际减弱。货币创造力度边际减弱。5 月 M2 增速 11.1%，持平上月，略低于预期。与此同时，两个现象值得注意：一是专项债集中发行下 5 月新增财政存款达 1.31 万亿，创有数据以来之最；二是银行对非银机构贷款减弱，相应地，5 月非银机构存款减少 6736 亿元。综合判断，货币创造力度边际减弱的主要原因在于流动性边际收紧，事实上，5 月 R007 均值较上月上升了 8bp。6 月资金面可能会比 5 月宽松。6 月资金面可能会比 5 月宽松。5 月 M2 增速较低的原因之一在于大量政府债券发行融的资金并未及时通过财政开支花出去，而是通过财政存款留在政府部门（一般来说存在央行），这就对银行流动性造成抽离，限制货币创造功能，同时也导致 5 月资金利率处于较高水平。6 月来看，随着这部分财政存款转化为财政开支，流动性将重新注入银行体系中，届时资金压力会得到缓解，DR007 中枢值有望边际下降。

我们策略团队认为：创业板改革正式落地。

核心观点：创业板改革正式落地，为市场突破长期阻力位提供动力。6 月 12 日证监会发布实施创业板 IPO 注册管理办法等涉及创业板改革并试点注册制的规章制度，改革主要包括设置行业负面清单、修改完善审核时限要求、允许亏损企业上市、明确日涨跌幅限制将改为 20%、同步放宽相关基金涨跌幅至 20%、完善红筹企业上市及退市条件等。深交所表示将于 6 月 15 日至 29 日接收证监会创业板首次公开发行股票、再融资、并购重组在审企业提交的相关申请，6 月 30 日起开始接收新申报企业提交的相关申请，这意味着创业板改革并试点注册制进入实操阶段。当前 A 股已运行至 2900 点重要阻力位附近，叠加外盘扰动，本周 A 股出现波动调整。但整体来看，外部风险相对缓和、国内经济持续改善、货币政策宽松趋势不改、机构及外资有望持续流入，都为 A 股提供有力支撑。创业板注册制落地将为金融市场注入新的活力，有望为市场突破长期阻力位提供强劲动力。把握科技主线，关注券商板块。①疫情前科技股已经开始领涨，主要是基于对去年底科技行业景气度拐点的预期。疫情过后科技行业的景气度有望延续去年底开始的上行趋势。除了全球半导体周期拐点和 5G 资本开支上行，国内科技产业在中美关系恶化的背景下有更加强劲的自主可控逻辑加持。②医药和食品饮料为代表的内需消费集中体现了流动性宽松下的配置需求和经济下行的避险需求，当前全球经济复苏趋势确认，板块估值不断创历史新高，从行业比较角度看，持续享受相对受益的概率在下降，未来时间换空间、震荡等待业绩兑现估值修复的可能性较大。③创业板注册制落地后 IPO 及再融资业务有望实现快速增长，将为券商板块带来催化。

民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

本周重点研究报告

1. 【民生建材】海螺水泥（600585）深度报告：海螺水泥核心壁垒是成本领先和优秀的费用控制
2. 【民生银行】行业动态报告:社融增速再创年内新高，银行股拐点出现
3. 【民生宏观】为什么我们认为下半年 CPI 大概率由正转负—暨 2020 年通胀形势展望

- **公司深度报告**

【民生建材】海螺水泥（600585）深度报告：海螺水泥核心壁垒是成本领先和优秀的费用控制

- **行业点评**

【民生汽车】行业数据点评：5月乘用车销量重回正增长，特斯拉月销过万

一、事件概述

乘联会于8日公布，5月狭义乘用车零售销量为160.9万辆，同比增长1.8%，为2019年6月份以来首次上涨；另外，1-5月累计零售销量为616.5万辆，同比下降26%，降幅有所收窄。新能源汽车方面，乘用车批发销量为7.02万辆，同比下降25.8%，环比增长19.5%。

二、分析与判断

政策效果+刚需恢复，助力销量增速转正

今年年初疫情以来车市1到5月同比增速为-20%、-78%、-40%、-3%，1.8%，疫情后回升幅度较强，历年5月环比4月基本持平，而今年5月环比4月增长12.6%，一方面是疫情后刚需逐步恢复，家庭购车和换车需求释放；另一方面，近年来各地汽车消费刺激政策的效果逐步显现。

看好新能源汽车下半年需求增速回升

今年以来，国家层面以及地方政府持续推出支持新能源汽车消费的政策，包括免征购置税政策延长2年、补贴退坡温和、充电桩补贴、停车优惠等等，支持新能源汽车渗透率逐步提高。经过2019年的调整，在政策支持叠加疫情压制今年上半年需求的背景下，我们判断下半年需求增速有望迎来回升。

特斯拉月销再破万，产业链受益

5月份特斯拉销量为11095量，环比增长205.2%，前5月特斯拉国产Model 3合计销量约3.2万辆，市占率约13%。国产磷酸铁锂版的Model 3预计价格比标准续航版更具优势，预计下半年发布；另外，上海工厂二期Model Y项目于今年1月开工建设，预计明年初生产交付，特斯拉销量表现可期。

三、投资建议

二季度乘用车增速有望触底，预计三季度回升延续，行业基本面逐步恢复上升通道。建议关注上汽集团、长安汽车、玲珑轮胎；另外，建议关注特斯拉产业链受益标的宁德时代、拓普集团、璞泰来。

- **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。

2020 年 6 月组合精选重点财务数据

名称	行业	EPS19A	20E	21E	PE19A	20E	21E	周涨跌幅
常熟银行	银行	0.65	0.73	0.84	11.18	9.92	8.69	-4.9%
韦尔股份	电子	0.54	1.71	2.18	340	107	84	1.7%
领益制造	电子	0.28	0.44	0.57	32	20	16	-6.1%
燕塘乳业	食品饮料	0.79	0.88	1.01	28	26	22	1.2%
金牌橱柜	轻工制造	3.61	2.97	3.49	15	19	17	-3.4%
志邦家居	轻工制造	1.48	1.67	1.97	21	19	16	-1.5%
仙琚制药	医药生物	0.45	0.58	0.75	34	26	20	4.2%
恒生电子	计算机	1.76	1.66	2.08	60	63	51	8.5%
捷顺科技	计算机	0.22	0.30	0.42	39	37	27	-3.7%
鸿远电子	国防军工	1.88	2.17	2.75	28	24	19	-3.2%

资料来源：WIND，民生证券研究院（周涨跌幅区间为 6 月 8 日-6 月 12 日）。

一、行业周观点汇总

1、计算机行业观点：政策利好不断释放，重申看好金融 IT

整体观点：1）政策利好不断释放，重申看好金融 IT。本周五证监会发布实施创业板 IPO 注册管理办法等政策，放宽了对公司的盈利要求、日涨跌幅限制放宽 20%(存量企业将同步实施)，加上之前政策层提出的“T+0”等改革。我们重申之前的观点，金融 IT 板块将迎来新的建设增量以及板块情绪的回暖的双重利好，建议重点关注金融 IT 领域领军企业恒生电子。2）2020Q1 服务器数据公布，浪潮逆势增长，服务器作为数据中心的基础设备，直接受益于云计算发展大趋势、新基建建设等因素，看好未来国内服务器市场的扩大和销售量的上涨，并看好浪潮市占率和出货量的持续上升和海外市场的扩大。

建议关注：

金融 IT：恒生电子、长亮科技、神州信息、同花顺

信息技术创新：中国软件、中国长城、太极股份、诚迈科技、东方通、神州数码

云计算：浪潮信息、用友网络、石基信息、宝信软件

远程办公：泛微网络、金山办公

网络可视化：恒为科技、中新赛克、迪普科技

超高清：当虹科技、淳中科技

车联网：中科创达、千方科技

医疗 IT：卫宁健康、创业慧康、久远银海

信息安全：启明星辰、深信服、绿盟科技

工业互联网：用友网络、东方国信、宝信软件

2、军工行业观点：海洋双星组网，海洋观测能力显著提升

短期观点：本周，军工板块相对沪深 300 指数涨幅较小，其中飞机制造产业链相关标的涨幅较好，爱乐达+14.8%、北摩高科+11.1%、中航高科+9.5%。北斗三号最后一颗卫星预计于 6 月 16 日发射，待星间链路测试后将实现全球组网，北斗发展将进入新阶段，建议关注北斗相关个股。

长期观点：我们认为军工板块中长期有望获得超额收益，坚定看好“成长+改革”逻辑：成长方面，①2019 年我国军费预算增速为 7.5%，且近年来增速保持稳定；②《新时代的中国国防》披露，2017 年我国装备费占军费的比例上升至 41.1%，武器装备采购投入增加；③军工行业业绩保持稳定增长，行业基本面持续向好。改革方面，①央企混改不断推动，目前南北船战略性重组已经完成，未来军工资产证券化率有望持续提升；②国务院颁布最新的央企上市公司股权激励政策，后续相关公司股权激励计划值得期待；③军品定价机制改革落地有望改善

行业生产效率。

3、医药行业观点：板块超额收益明显，持续推荐估值性价比高的 API

短期内持续关注后疫情时代下“枢纽性”和内需驱动型板块的成长确定性。结合全球化思维（特别是海外疫情蔓延中所暴露的我们在基础医疗投入不足的问题，这个可能会带来医药新基建的加大投入），优选医药板块中景气度提升的特色领域，如新基建相关的医疗器械、特色原料药板块，及长期受益于内需提升的创新药、血制品、医药外包等细分领域持续值得布局。结合公司质地、板块景气度和估值情况，我们推荐：凯莱英、药明康德、泰格医药、普洛药业、仙琚制药、天宇股份、复星医药、华兰生物、康泰生物、我武生物、凯普生物、金域医学、迈瑞医疗、万孚生物等。中期看好“补短板”叠加供给侧产业升级下的医药投资主线，长期对医药持续乐观，看好国内产业升级过程中龙头公司的优势强化。

4、教育行业观点：独立学院转设加速，利好民办高教集团

本周关注独立学院转设进度加速和北京出现小规模疫情爆发，暂缓 1-3 年级复学。教育部 6 月 11 日再次新增批准同意三所独立学院转设为民办普通本科学校，2020 年批准转设数量已达 14 所，对比 18 年的 3 所，19 年的 6 所，可见独立学院转设进度明显加快，利好旗下拥有独立学院的高教集团，即可加速脱钩，降低成本，又可增多招生规划。6 月 12/13 日，北京出现小规模疫情爆发事件，新增确诊 36 例，防疫等级升级。当前存在疫情反复的可能，但是疫情仅为突发事件，后期仍会恢复正常的教学常态，因此我们认为今年将是在线教育持续受益的一年，继续看好在线教育和 K12 培训需求上涨。

至此，我们建议重点关注职业教育(含民办教育集团)和 K12 教育培训板块(含在线教育)。1)职业教育:高等教育毛入学率的提升，会持续增多高等教育毕业生人数，就业竞争加剧，扩大职教需求和民办高校招生计划。考虑一方面今明两年是事业单位、公务员、国企招录大年，后续选择考公、考事业单位、考研、考师的毕业生人数将进一步上升，为提升自身就业能力，选择参与专业机构培训的学生人数和参培率有望同步提升;另一方面，二学位的认证和独立学院转设的加速，推动民办高教集团下属学校的招生名额增多，高就业率也对学生更具有吸引力。因此，我们看好业内公司受益行业需求增长;2)课外培训:看好升学竞争下的刚需带来的行业景气度。一方面，疫情导致行业供给端进入出清阶段，头部机构凭借充足的资金储备、线上课程的快速转化，可继续吸引和服务学生。另一方面，面对中高考的指挥棒，K12 教培需求不因疫情而有所下降。此外，考虑在线教育持续受益政策利好，看好行业供给格局往头部集中和具备线下一体化能力的公司。

公司方面，K12 教培板块推荐立思辰，建议关注昂立教育、新东方在线(HK);职教板块推荐中公教育，建议关注希望教育(HK)、中教控股(HK)、民生教育(HK)、中汇集团(HK);其他推荐佳发教育，建议关注新开普。

5、餐饮旅游&交通运输行业观点：离岛免税政策调整在即，客单价增长空间几何？

免税：行邮税起征点调整，影响几何？我们认为，未来行邮税起征点的提升主要带来两方面影响。一是对于 8000 元以上高档商品的销售构成利好；根据我们的测算，在第一种测算方

法下，行邮税起征点每提升 1%，对应客单价的提升为 0.5%；第二测算方法下，行邮税起征点的任意幅度提升，均会带来 8%的客单价；乐观情景下，行邮税起征点每增加 1%，对应的客单价提升 3%。第二点由于数据的可得性不足，难以对其影响进行量化。二是减少免税运营商在行邮税上的补贴力度，从而有利于其增加提升整体销售折扣力度的能力。

航空：疫情有所反复，短期估值修复承压。截止本周六，国内航班恢复率恢复至 79%，日均旅客运载量同比降幅进一步收窄。但受北京地区疫情反复影响，以及首个国际航班“熔断”情况出现，我们预计全服务航司估值修复将承压，短期华夏航空独特的支线航空商业模式拥有更高的确定性。中长期看，航空业最坏的时间点已过，Q3 旺季来临，航司现金流恢复带来的资产负债表改善，将驱动 PB 估值进一步向上修复。

机场：国际航班“五个一”政策调整，关注租金协商和疫情反复情况。我们此前认为，国际航线“五个一”政策一刀切的方式仍有商榷空间，对部分疫情控制进展良好国家宜采取逐步恢复方式。本周民航局因应实际情况，对“五个一”政策采取调整，部分恢复此前停飞的 95 家外航客运航班。预计自 6 月 8 日起，我国每周航空口岸入境人数约 33000 人，平均每日入境人数约 4700 人，较此前每日 3000 人有所提升，但仍低于疫情前日均 25000 人的规模。此外，伴随民航局对“五个一”政策采取调整，以及海外部分国家如泰国、日本等入境管制措施逐步放松，国际旅客复苏时点或有望好于预期。机场免税租金层面，考虑中免在各机场逐步上线会员购业务，我们预计其在主要机场的保底租金偿付能力已得到保证，关注三季度末机场与免税运营商的租金协商进度。

快递：5 月件量增速提速，顺丰仍是最大赢家。5 月递业务量预计完成 73.8 亿件，同比增 41%，增速连续两月加快；快递业务收入预计完成 772 亿元，同比增 25%；单票收入同比降 11%。上市公司层面，我们预计 5 月顺丰件量增速继续领跑，尤其是电商件继续放量，特惠件盈利改善。进入 6 月，考虑电商 618 活动及高速公路重新收费，我们预计量价环比将保持改善趋势。

投资建议

推荐组合：（1）免税：行业中长期逻辑未变，政策放松预期强烈，推荐中国国旅，“五个一”政策放宽，国际旅客高占比机场有望受益，推荐上海机场、白云机场。（2）快递&供应链：推荐中长期有望为其带来第二增长曲线的顺丰控股，以及低估值，高分红的厦门象屿；（3）低估值困境反转的航空、酒店板块，建议关注中国国航、东方航空、南方航空、首旅酒店、锦江酒店。

二、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

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

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。