

小而美，机会多

——中小市值行业2020年中期投资策略

报告日期：2020年05月27日

姓名：董瑞斌

Email:

dongruibin@cmschina.com.cn

执业号：S1090516030002

姓名：张景财

Email:

zhangjingcai@cmschina.com.cn

执业号：S1090516070002

CMS  招商证券

□ 结构转型越发迫切，科技消费奠定未来

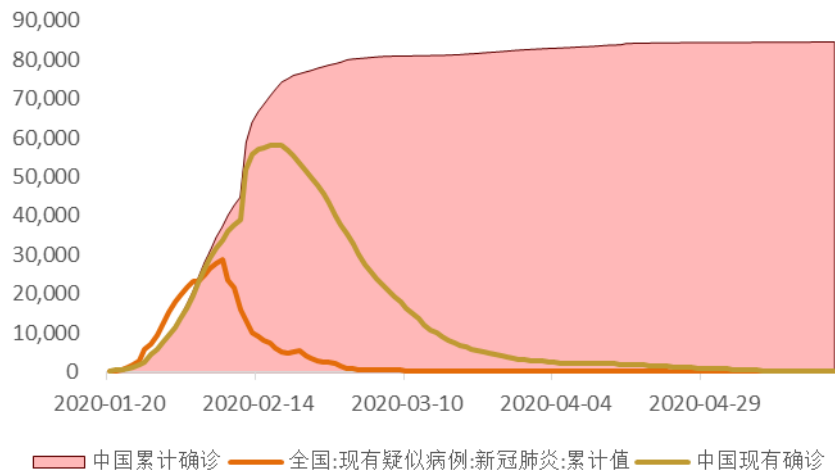
- 1、疫情对经济影响较大
- 2、经济增速放缓，行业整合快速推进。
- 3、人均收入快速增长，消费升级需求旺盛
- 4、中美贸易摩擦持续，进口替代机会大
- 5、流动性充裕，资产价格看好

□ 关注：行业整合（安车检测、浙江仙通）；新兴需求快速增长（春风动力）；进口替代（蓝晓科技）

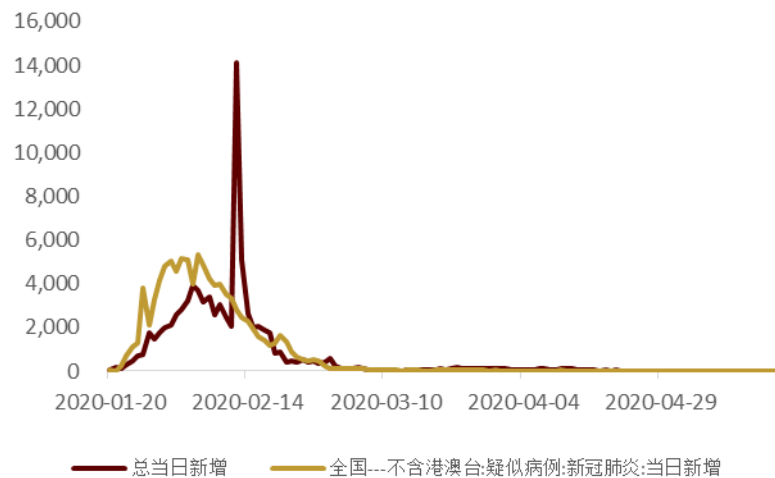
□ 风险提示：市场系统性回调风险；中小盘股业绩波动大；个股业绩增速下滑

- 国内疫情防控已取得阶段性胜利。根据国家卫健委数据，截至5月22日，国内累计确诊84522人，现有确诊139人，累计治愈79738人。4月下旬以来单日新增确诊和疑似多次维持个位数增长，基本趋于稳定。
- 全国各地均已解除一级防控响应。全国已无一级响应级别省份，二级响应级别省份减少至5个，三级响应级别省份24个，四级响应级别省份2个。

全国疫情累计趋势图



全国疫情新增趋势图



资料来源：wind、招商证券

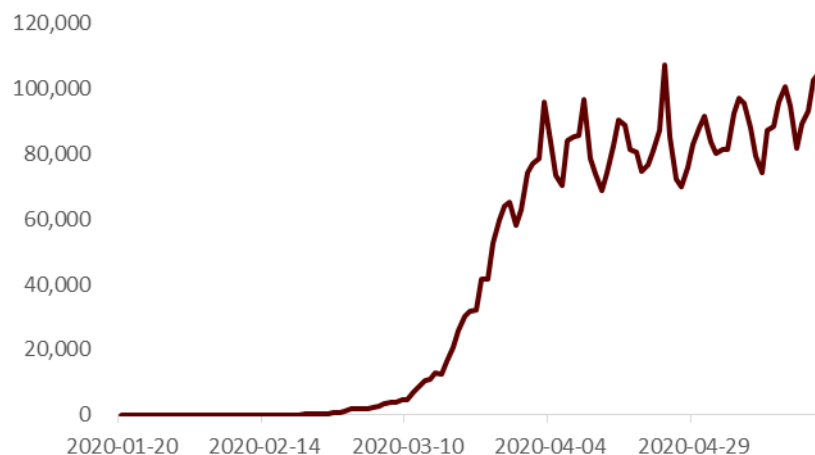
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

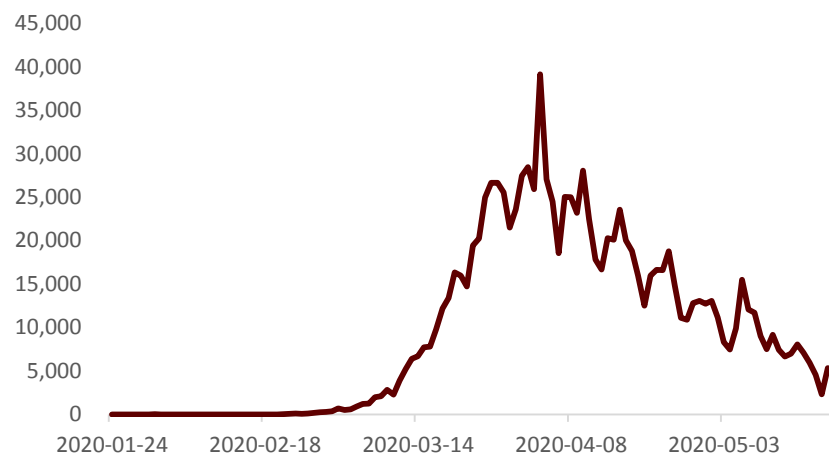
资料来源：wind、招商证券

- 国外确诊数量总体增长仍然较快。根据世卫组织数据，截至5月22日国外累计确诊513万例，现有确诊279万例，累计治愈201万例。5月21日单日新增确诊10.45万例，接近前期新增高点。
- 欧美发达国家拐点已陆续出现。德国、法国、意大利、西班牙单日新增均已明显下降，美国稳定在2万多例，日本已则降至两位数水平。

国外疫情新增趋势图



欧洲地区新增确诊趋势图



资料来源：wind、招商证券

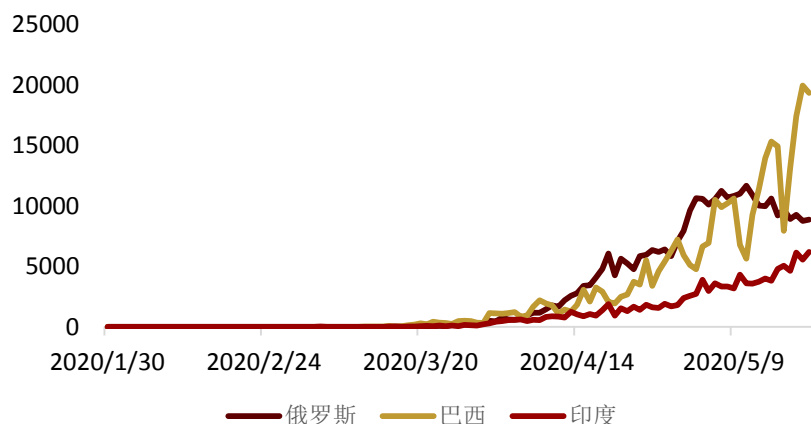
资料来源：wind、招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 新兴市场国家仍处于快速扩散阶段。俄罗斯和巴西累计确诊数均超过30万，分列第二和第三位。俄罗斯新增维持高位；巴西单日新增19342万例、印度单日新增6198例，均持续创新高。
- 新兴市场国家医疗条件有限，疫情防控难度大，周期也将会被拉长。

新兴市场国家新增确诊趋势图

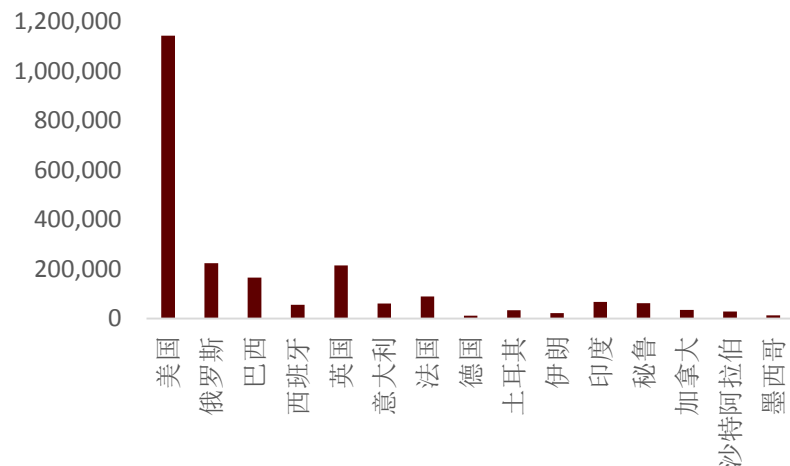


资料来源: wind、招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

重要国家现存确诊数量



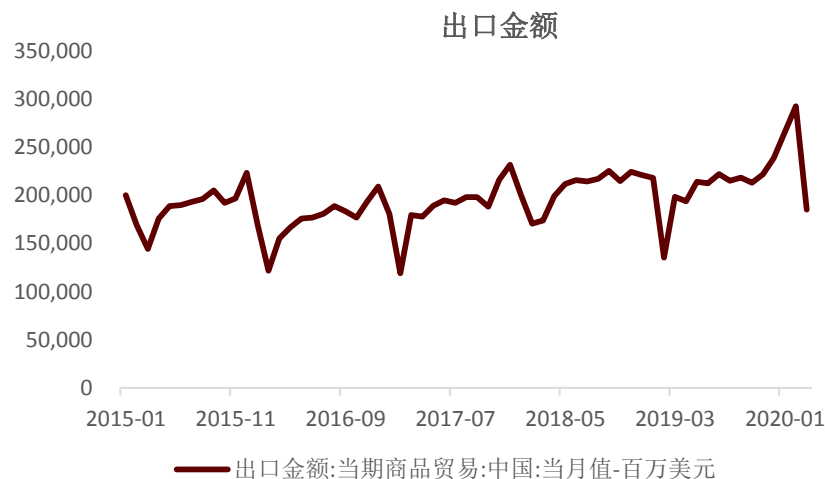
资料来源: wind、招商证券

疫情对经济短期影响较大

- 疫情对经济活动短期影响较大。疫情导致经济活动短期被抑制，2020年一季度GDP同比下降6.8%，尤其1/2月份经济指标下滑严重，3月份有所改善。
- 出口型企业负面影响三月开始逐渐显现。疫情三月份开始全球蔓延，进而引发外部需求急剧下降，预计对外贸打击仍将持续。



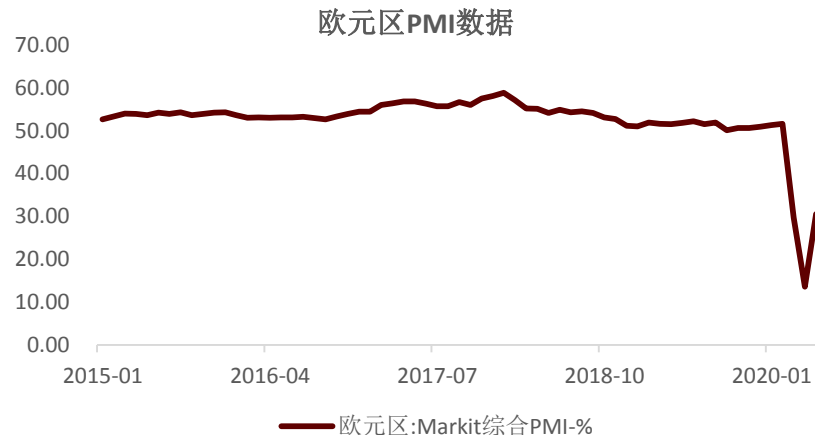
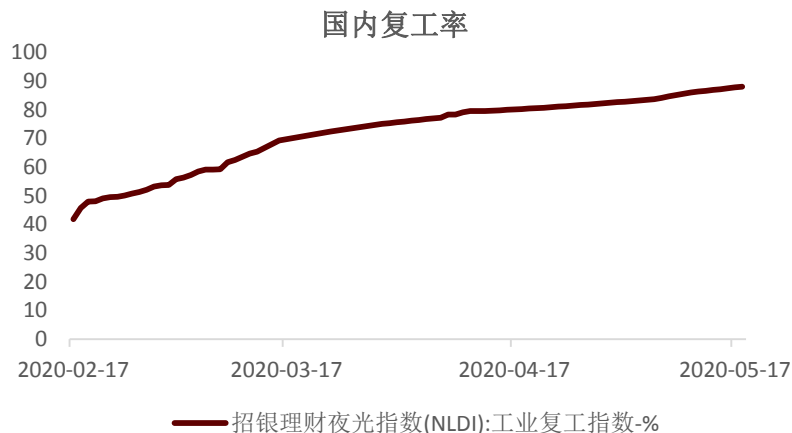
资料来源: wind、招商证券



资料来源: wind、招商证券

目前经济活动已开始逐渐恢复

- 国内三月份下旬复工复产，经济有望持续回暖。截至 5 月 18 日，全国规模以上工业企业平均开工率和复岗率分别回升至 99.1%和 95.4%，基本达到正常水平；全国中小企业的复工率达到 91%。但海外疫情持续蔓延，企业生产经营仍面临较大困难。
- 欧洲多国已开始恢复经济活动。鉴于欧洲多国已出现疫情拐点，因此各国已逐渐放开防控措施，进而经济活动得到恢复，5月份PMI已出现明显反弹。



资料来源：wind、招商证券

资料来源：wind、招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

但经济增速放缓为大概率事件

- 全球疫情蔓延不确定大，对经济影响评估较难。目前全球单日新增维持高位，难以评估疫情何时结束，对于经济冲击时间亦难评估。若新兴市场国家疫情治理周期拉长，对于国内出口也必然会产生较大负面影响。
- 经济转型阶段，单纯GDP增速放缓是必然，增长更具质量。新基建是未来重要方向，根据招商策略团队测算，新口径下新基建未来5年投资规模最高可达11万亿以上，但规模占总投资额比重仍较小。但新基建更具长效作用，更能提升科技产业话语权。

中国GDP增速情况



新基建规模测算

单位: 亿人民币		2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	20至25年新增投资合计
信息基础设施	5G 基础设施	800	3000	5000	5500	4500	3500	2500	24800
	物联网	830	1036	1235	1545	1766	1973	2116	10500
	工业互联网	720	813	921	1043	1182	1339	1517	7535
	卫星互联网	2	8	40	100	200	280	350	980
	人工智能	139	153	196	274	385	488	641	2276
	云计算	668	950	1298	1731	2078	2493	2992	12209
	区块链	21	40	77	101	142	185	240	805
	大数据中心	200	244	236	224	216	240	256	1616
	智能计算中心	318	446	549	701	865	1038	1246	5162
	智能交通基础设施	432	496	570	647	736	840	958	4679
融合基础设施	智慧能源	916	1042	1146	1235	1317	1382	1440	8480
创新基础设施		100	140	200	220	300	360	380	1700
合计 1		5046	8368	11468	13321	13687	14118	14635	79043
考虑 5G 建设对上下游基础设施建设的投资带动 (假设带动系数为 0.5)		400	1500	2500	2750	2250	1750	1250	12000
合计 2		5446	9868	13968	16071	15937	15868	15885	91043
同比增速		81.19%	41.55%	15.06%	-0.84%	-0.43%	0.11%		
剔除 5G 基建后的同比增速		23.12%	19.90%	21.27%	16.91%	15.43%	14.60%		
悲观预测情况:									
合计 2 估算-20%		7894	11174	12857	12749	12694	12708		72834
乐观预测情况:									
合计 2 估算+20%		11841	16762	19285	19124	19041	19063		109251

资料来源: wind、招商证券

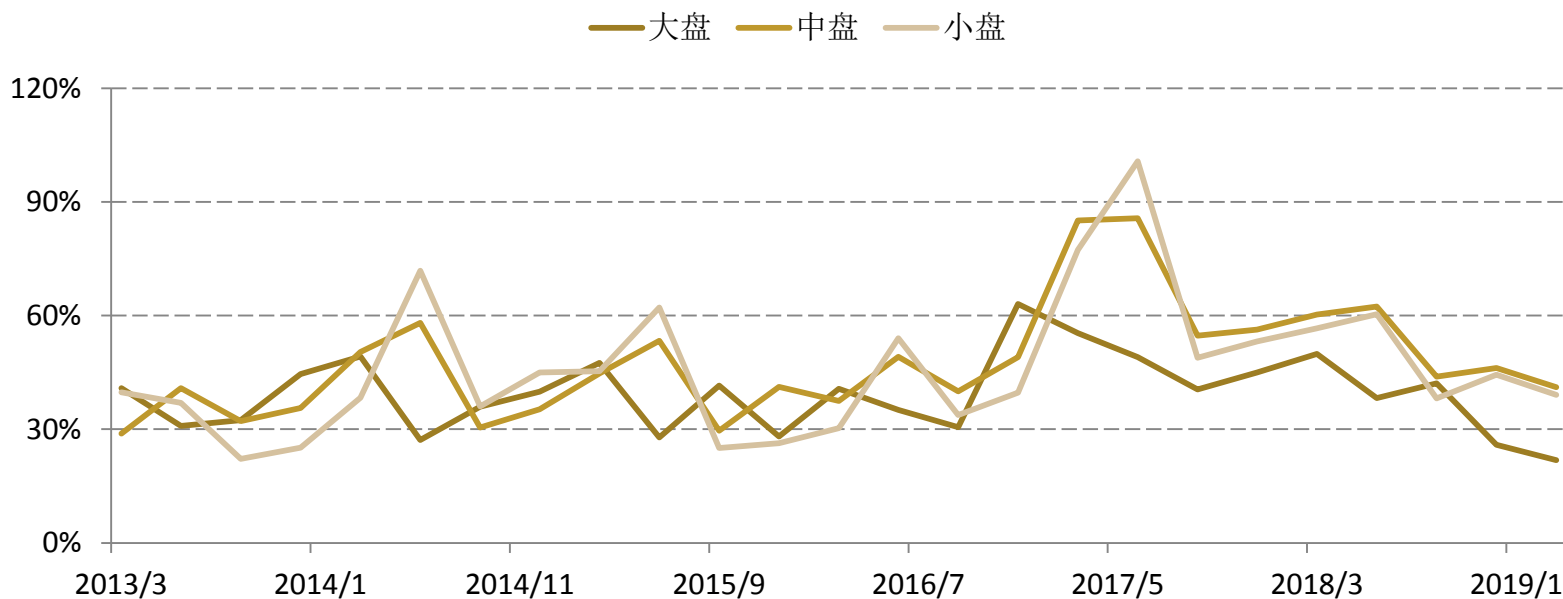
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

资料来源: 招商证券策略团队测算

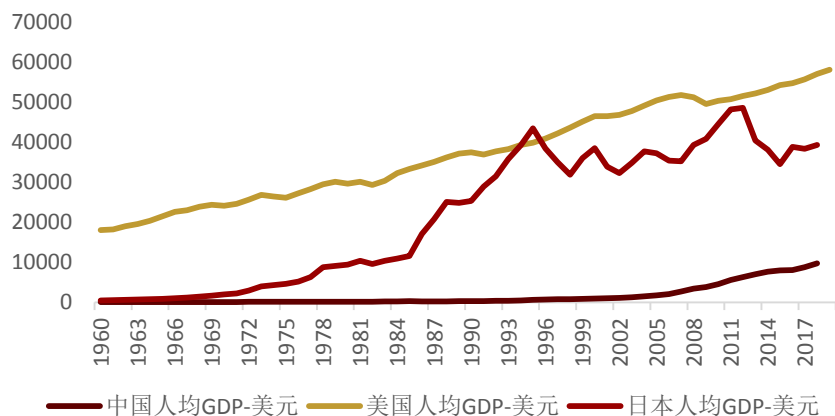
- 经济下行，行业整合加速推进，集中度提升是趋势。经济下行会导致竞争环境恶化，行业增速放缓会使得市场份额逐渐向龙头公司集中。龙头公司本身具备竞争力，且抗风险能力相对较强。尤其是在本次疫情极端冲击之下，很多行业经历大洗牌，小企业逐渐倒闭进而推动行业产能出清，资源优势会进一步向龙头企业集中，强者恒强将持续演绎。

2013年至今大/中/小盘股头部公司业绩增速（30%分位）



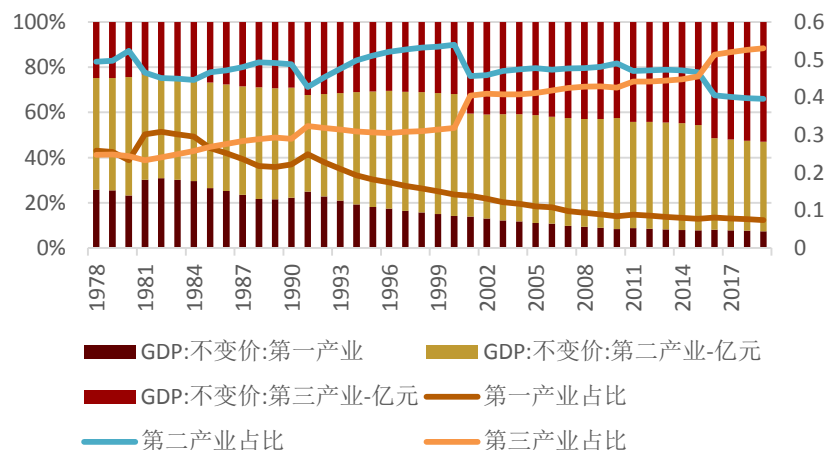
- 人均GDP提升，将带动消费升级。不同人均GDP阶段，对应消费会有不同。根据马斯洛需求理论，从衣食住行等刚需后续会逐渐过渡到享乐需求，因此未来服务业占比将进一步提升。
- 消费结构持续变动。目前国内食品和居住占比高，参考欧美发达国家经济增长历程，随着人均GDP进一步爬坡，休闲娱乐、医疗保健将是未来重要方向，美国很多大牛股也均是出自这些行业。

中美日人均GDP



资料来源：wind、招商证券

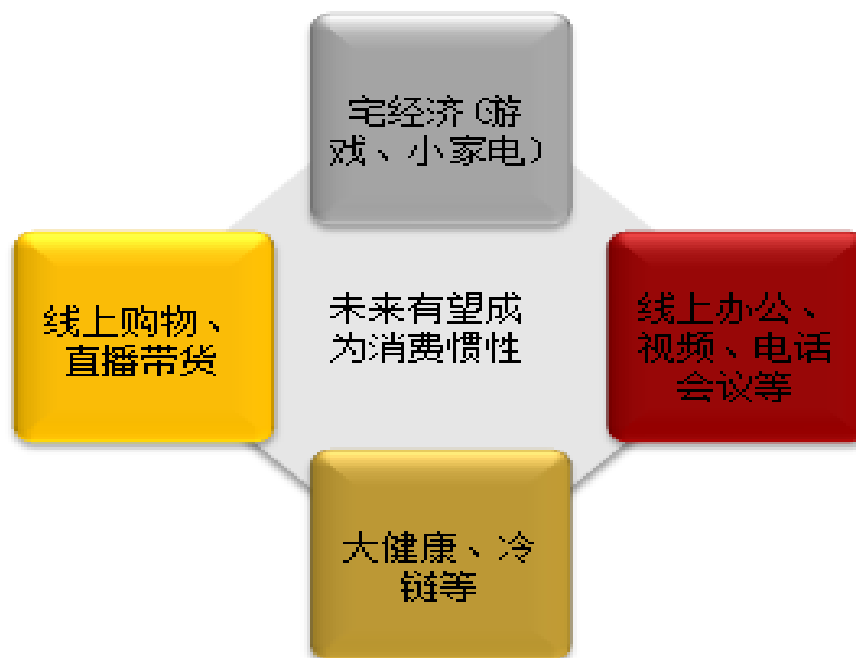
国内产业占GDP比重



资料来源：wind、招商证券

- 疫情背景下新兴消费崛起，未来有望成为惯性。疫情期间需要隔离，“宅经济”如游戏、小家电等快速崛起；商务活动很多通过远程方式进行，电话和视频会议正成为办公主要方式；消费更倾向于线上购物，进而推动电商直播带货的快速发展；疫情使得人们更加关注健康，食品新鲜有望带动冷链行业发展，健康品和运动健身需求也得到增强。上述消费习惯的改变未来仍有望持续，甚至成为惯性。

疫情带来新兴消费趋势



- 中美贸易再起波澜，边打边谈将是新常态。2018、2019年中美贸易顺差为3200亿美元、2958亿美元，看似美国以此为借口增加关税打击中国。但实际上美国将中国视为战略竞争对手，两国之间竞争会日益激烈化，本质上全面国力的竞争。

中美贸易摩擦时间表

时间	事件
2018年3月23日	特朗普宣布对600亿美元中国进口商品增税。 中国商务部：将对美进口部分产品加征关税。
2018年4月4日	美对华加征关税清单。
2018年5月30日	美国仍将对500亿中国商品征收25%的关税。
2018年8月8日	美国将从8月23日起对从中国进口的约160亿美元商品加征25%的关税。
2019年5月15日	美国将华为列入管制清单。
2019年5月22日	美国欲制裁海康威视。
2019年7月10日	美国商务部解禁对华为供货。
2019年7月11日	商务部：中美重启经贸磋商。
2019年8月2日	美称拟对三千亿美元中国商品加征关税。
2019年12月13日	中美第一阶段经贸协议文本达成一致，加征关税将由升到降。
2020年1月16 日	中美第一阶段经贸协议签署
2020年5月15日	美国商务部计划加强对华为使用美国技术和软件去设计/生产半导体产品的限制。
2020年5月23日	美国商务部宣布将33家中国公司及机构列为“实体清单”。

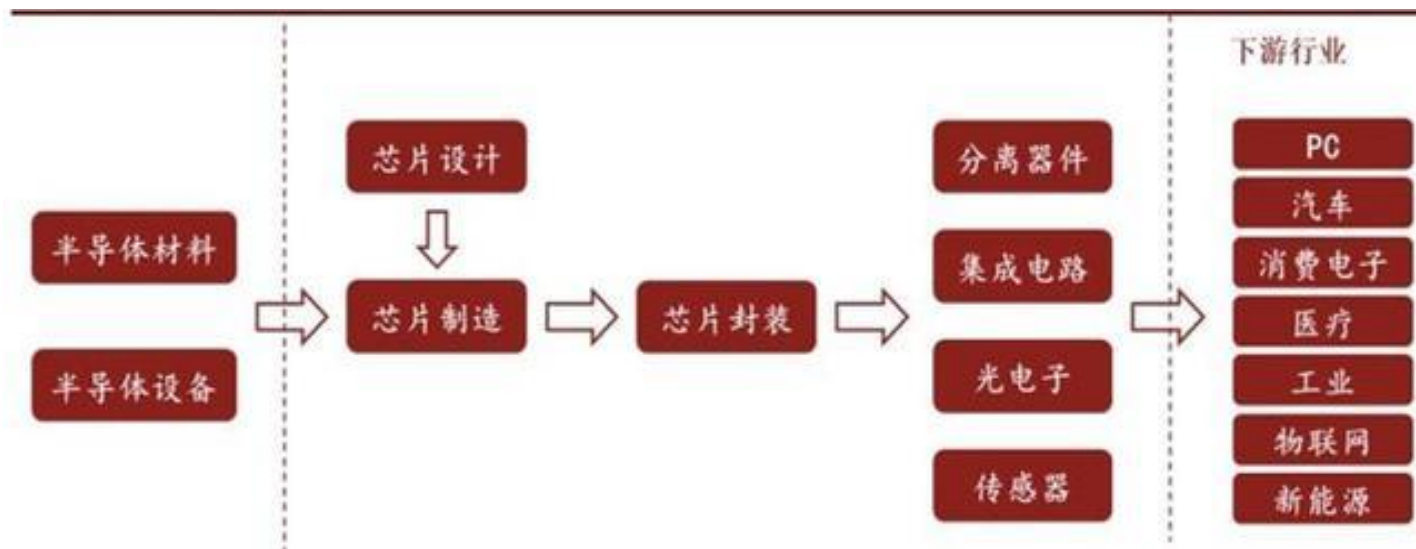
资料来源：招商证券整理

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

- 科技是主战场，自主可控是必然方向。科技决定国力，因此美国对于中国科技产业进行重点打击。中国在5G领域领先，但在半导体制造、设备、材料等诸多领域仍依赖外围，自主可控仍将是长期必然方向。
- 产业链进口替代机会大。自主可控的迫切需求必然倒逼政策和产业资源的倾斜，预计我国将加大在相关领域的投入，半导体、云计算、通讯等产业链细分领域进口替代是未来确定性机会。

半导体产业链



资料来源：招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 当前市场流动性充裕，将有助于资产价格提升。疫情对于全球经济造成重大打击，各国政府均开始通过举债和降息方式进行对冲。美联储连续降息并推出2.6万亿美元刺激计划；欧盟推出5400亿欧元救市计划；我国十年期国债利率已跌至2.62%。全球放水时代，有助于推升各类资产价格。

中美十年期国债利率趋势



资料来源：wind、招商证券

金价走势



资料来源：wind、招商证券

- 估值处于长期历史底部，是最佳配置时期。从估值角度看，5月24日上证指数、深圳成指、中小板指和创业板指PE-TTM分别为13.41/25.5/27.4和44.4倍，处于历史底部区间。若市场持续调整，优质成长股则有望迎来布局良机。

各类指数估值水平



资料来源：wind、招商证券

- 行业整合：安车检测、浙江仙通
- 新兴需求快速增长：春风动力
- 进口替代：蓝晓科技

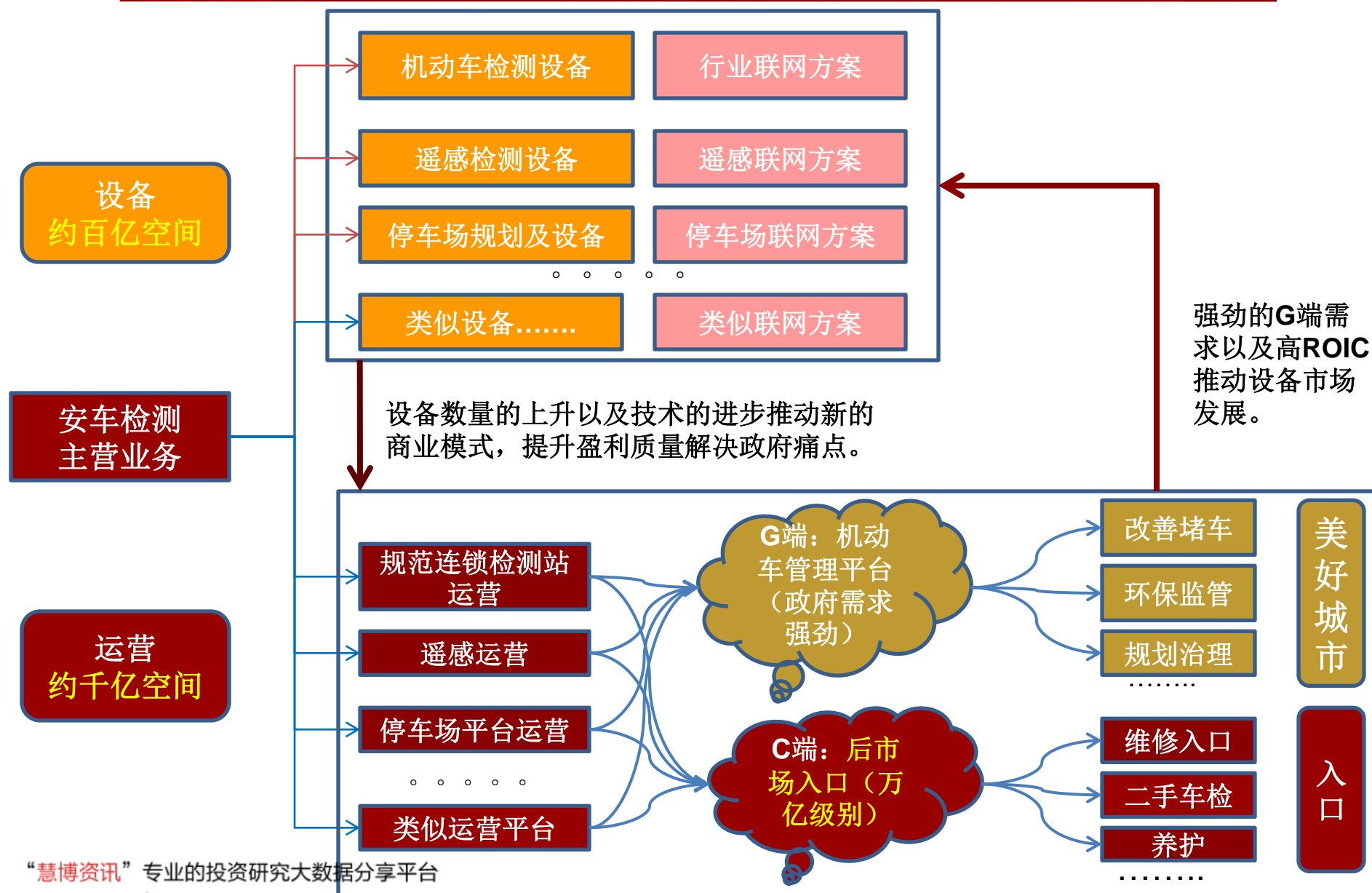
重点公司主要财务指标（5月25日收盘价）

	股价	20 EPS	21 EPS	20 PE	21 PE	PB	评级
安车检测	48.75	1.82	2.56	26.8	19.0	11.2	强烈推荐-A
浙江仙通	12.45	0.57	0.76	21.8	16.4	3.3	强烈推荐-A
春风动力	47.19	1.48	2.31	31.9	20.4	6.2	强烈推荐-A
蓝晓科技	24.13	1.16	1.83	20.8	13.2	3.9	强烈推荐-A

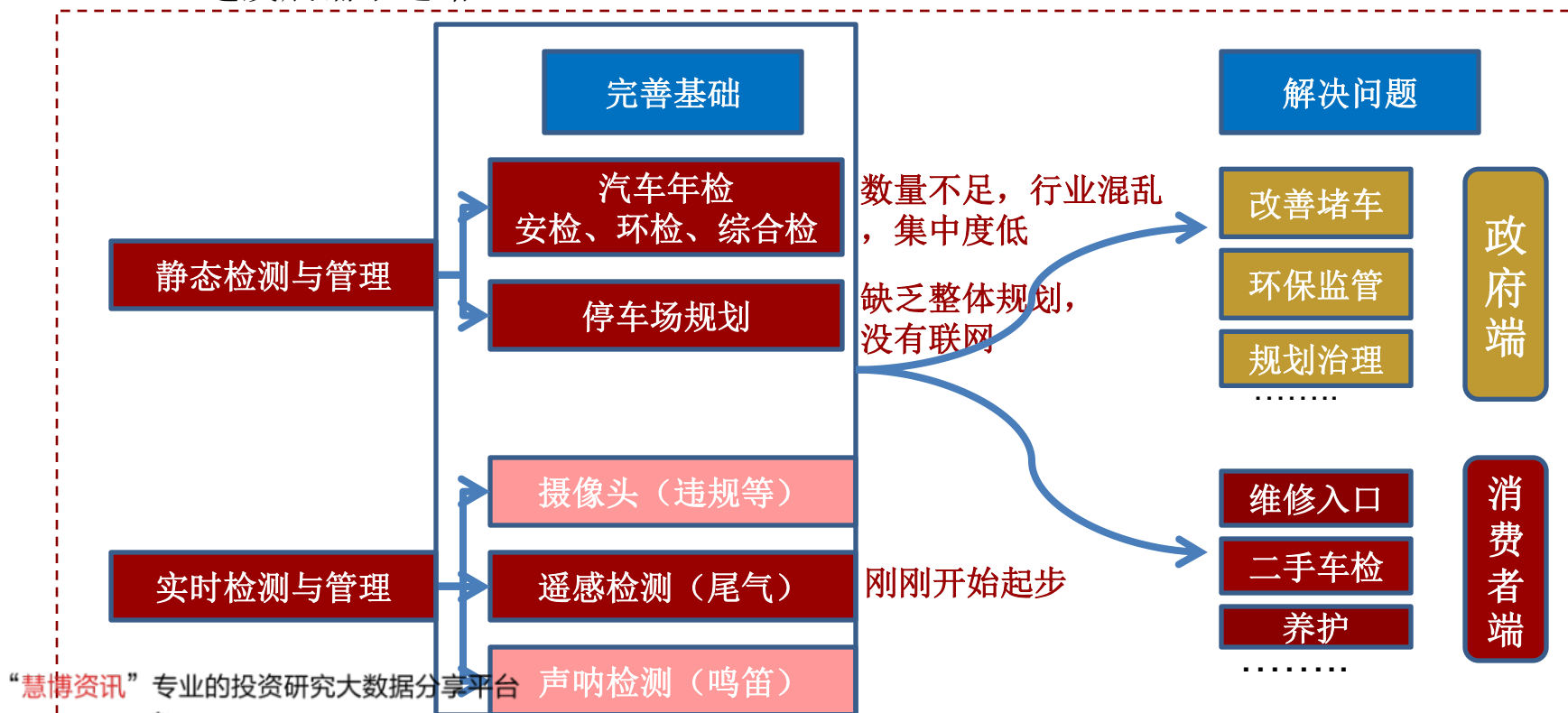
数据来源：Wind、招商证券

遥感和检测站运营正式起航，带动公司进入新阶段

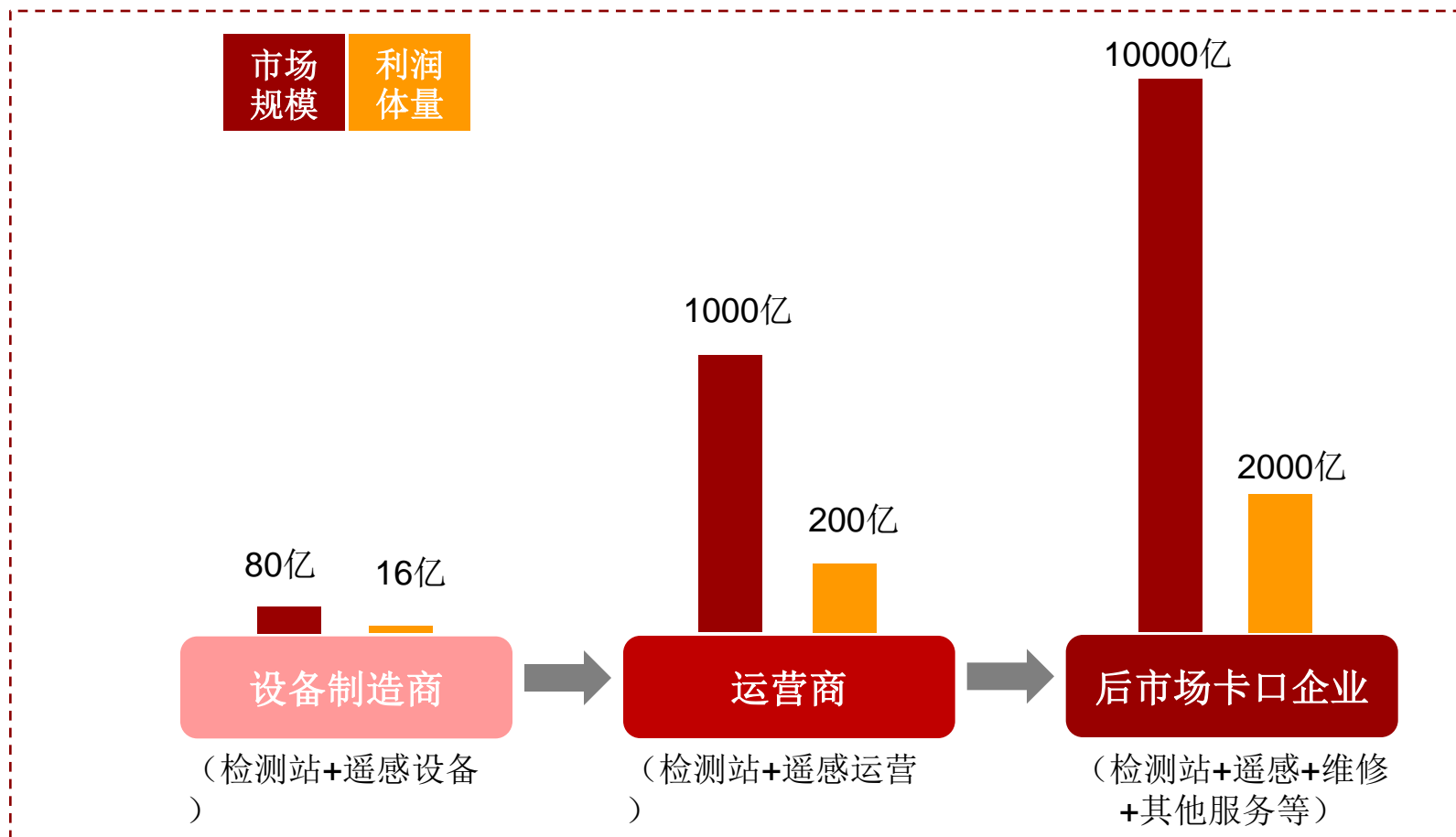
- 公司是国内产品线最齐全的机动车检测系统龙头企业。公司是国内少数能同时提供机动车检测系统全面解决方案和行业联网监管系统解决方案的企业之一，产品市场已覆盖全国除港澳台之外的其余31个省级行政区划，客户包括各类检验机构、维修企业、汽车生产企业等，属于机动车检测领域的绝对龙头；
- 检测设备业务未来将保持高速增长。随着机动车保有量持续增加，国内检测站严重不足，每万辆车配备的检测机构数量近为日本的1/6、美国的1/4。而此前允许民营资本进入车检行业且检测价格市场化定价，进而带来检测站大量投资，从而带动设备需求放量。
- 遥感检测拐点已到，后续订单将持续超预期。前期遥感检测由于大部制改革及探索运营模式导致招标进度较慢，目前已形成监管—处罚—维修产业链，预示行业拐点到来。
- 检测站运营正式起航，未来将全国快速复制，公司发展将进入新阶段。目前检测站约600亿市场空间，10%-15%年增速。行业内部极度分散，参考国外经验，品牌连锁经营为必然趋势。未来公司将向全国快速复制，进而打开千亿市场空间。
- 重申强烈推荐评级。预计公司20、21年净利润为3.53亿元、4.96亿元，对应现价PE为26.8倍、19.0倍。公司成长显著受益于时代变迁，随着汽车保有量快速增长，检测设备以及规范运营均有强劲需求。公司逐步从百亿的设备市场推进千亿的运营市场，未来空间大。
- 风险提示：原有业务竞争加剧，遥感监测推广不及预期。



- 检测为监管与透明的第一步：目前对于城市管理（G端）与消费者而言，缺乏的规范的检测与联网系统。在没有大数据支持的情况下导致后续问题频出。
- 对于政府而言，检测系统是规划与分析的大脑；对于消费者而言，规范完整的数据是值得信赖的基础，可以大幅降低不透明度，从而为汽车后市场的快速发展铺平道路。



- 公司立足检测站和遥感检测两大市场，从设备制造商→逐步进化到运营商→关键后市场卡口企业。



资料来源：公司公告、招商证券
“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入 <http://www.hibor.com.cn>

- 公司经营已逐渐向好，疫情过后有望迎来拐点。从单季度看，2019年Q2为公司去年最差时期，Q3开始回暖，Q4大幅增长。后续公司业务指标有望持续向好。
- 密封条行业经历大洗牌，内资优质企业将快速抢占市场份额。2019年国内密封条市场空间大概为200亿左右，内资企业将凭借产品性价比、快速响应能力和柔性生产能力迅速提升市占率。
- 浙江仙通深耕密封条领域，竞争力远高于对手。公司是业内少有工装、模具全部自制的企业，同时内控和流程管理能力极强，致使公司毛利率（正常40%以上）远高于竞争对手（20%出头）。
- 客户不断升级，公司具备长期成长性。公司纯“草根”出身，从通用五菱开始供应密封条，后续持续接入南北大众、东风日产、长城、比亚迪等中高端品牌，同时与特斯拉、宝马、奔驰等高端品牌正在积极对接中。
- 我们看好公司未来成长性，维持“强烈推荐-A”评级！我们预计公司2020- 2021年营收为7.29亿、8.73亿，净利润为1.55亿、2.05亿，当前股价对应20-22年PE为21.8倍、16.4倍，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示。系统性风险、疫情影响汽车消费、公司业务拓展不达预期。

- **收入增长复合预期，后续需观察疫情推进情况。**19年收入复合预期，20Q1生产端受影响约1个月。根据行业数据，在疫情影响情况下，公司二轮车销售量同比上升17%，较行业增速更快，内需无忧。海外后续将进入压力测试阶段。根据收入反向推测海外销售Q1大约有20pt左右下滑，判断大部分还是生产端的问题。2季度开始，海外情况将是重要的跟踪点。
- **产品结构优化推动毛利率持续向上。**19年和20Q1毛利率提升，主要原因为大排量产品占比提升。公司产品结构持续优化，毛利率随之在上升过程中。
- **公司壁垒清晰，后续需要观察疫情对于行业的影响。**只要疫情能够得到控制，公司就会重回快速增长通道。我们认为公司会利用好此次危机，更快的获得市场份额，为未来恢复打下更好的基础。
- **维持强烈推荐评级。**受疫情影响，下调20/21年海外四轮车销量预期，销售收入从41.75/61.11亿元，下调至31.57/49.38亿元，归母净利润从2.95/4.15亿元，下调至1.99/3.11亿元，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**1. 疫情超预期。2. 中美贸易摩擦加剧。

产品性能卓越，设计炫酷，性价比优势明显，内资品牌领头羊，快速抢占市场份额

➤ 春风动力产品设计酷炫，性能优越，其热门产品250NK、400NK、650NK均配置优越。

➤ 250NK：整车装配简洁，各部件装配规矩如一，漂亮的性能展现，即使需要改装用于竞技和专业特技，也有非常大的潜力

250NK配置

250NK



外形

全车的LED光源，现代化感觉爆棚

仪表

接通电源时辨识度高，仪表亮度颜色自动调节，白天跟夜间的颜色变化都不同

发动机

单缸在9000r/min时最大功率达到19.5kw，发动机转速限制在10900r左右，最大扭矩则在7500r/min时达到最大扭矩22N·m，高转速的运动型发动机。即使速度超过了120km/h还能感觉到明显的动力存在

动力

同一时间段上市的合资车豪爵铃木GSX250R整车重量是178kg，春风250NK则是151kg，非常轻巧，再加上19.5kw的最大功率

减震

在赛道上，速度稳健，刹车以及过弯时没有太强烈的回弹，后减震在弯道的稳定性高，没有大幅的弹跳现象

资料来源：公开资料整理、招商证券

产品性能卓越，设计炫酷，性价比优势明显，内资品牌领头羊，快速抢占市场份额

- 400NK：绝佳性能、极具科技感的外观设计以及轻松随心的驾驭体验，荣获“2016年中国摩托车行业最运动车型”奖。

400NK



400NK配置

外形	整体外形紧凑，色彩明快，极富视觉冲击力，延续一贯家族DNA元素
发动机	400NK搭载国内首台自主研发的400排量，DOHC水冷双缸4气门发动机，采用进一步运动化调校的大缸径短行程设计，全面强化中排量发动机的高转速功率输出特性，出色地保证了发动机在7650转~9500转速段的动力衔接
动力	优异的功重比设计兼顾了400NK的加速能力与极速性能，为了进一步强调运动性能，春风400NK采用了高刚性管式车架，全力实现产品轻量化
减震	一体复合管式手把配以双前正立式减震器；大直径单筒多段可调式后减震与短轴距宽幅轮胎的完美组合，赋予400NK出色的弯道回正性
安全性	具备ABS功能的前后双卡钳盘式制动器，全面保障了高速骑行下的行驶安全

资料来源：公开资料整理、招商证券

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

旗下公务车业务有望加速放量

- 春风动力是国宾护卫摩托车队的唯一供应商，在同行业中优势明显。2014年6月26日，公司收到中国工业和信息化部《工业和信息化部关于浙江春风动力股份有限公司承担专用大排量摩托车批量生产任务的函》（工信部产业函【2014】296号），公司生产的大排量摩托车从国内200余家备选企业中脱颖而出，成为国宾护卫摩托车队唯一供应商。

春风动力摩托车担任国宾护卫车



资料来源：公司官网

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

强强联手，覆盖全产品系列，带动公司进一步腾飞。

- 根据春风动力与KTM签署的协议，KTM 负责生产技术，并向合资公司提供 KTM 发动机技术和/或 KTM 车架技术、KTM 标准和 KTM 环境，以确保春风动力的商业运营。此次合作双方涉及的摩托车产品型号将达到数十种，设计生产能力为年产5万台。这将有助于完善春风动力的产品结构，提升春风动力在玩乐类摩托车市场的竞争力。

春风动力与KTM的合作进程



资料来源：公司公告

- 19年盐湖提锂项目贡献较多收入。测算19年盐湖提锂项目产生收入为3.87亿元，同比增287%。非盐湖提锂项目收入为6.25亿元，去年同期为5.3亿元，同比增18%。目前盐湖提锂项目在手订单尚有5.8亿元（不含税），后续随着锦泰锂业项目的有序推进，盐湖提锂项目结算进度会加快，同时预计会有较多的新签订单。
- 本部毛利率与单价稳步提升，彰显树脂产品高端化。19年销售量1.56万吨，较18年减少约0.77%，但销售收入同比增14.78%，同时毛利率升高约8pt，表明公司产品的单价与盈利能力都在提高。19年公司实现均粒白球量产，生物医药方面色谱产品有所突破，电子级纯水树脂在有序推进。后续公司将依托强大的研发能力，持续推出新产品扩展业务版图。
- 产能大幅度扩充，后续供给无忧。公司新的生产线已陆续投产，预计今年全部产能近3万吨，完全满产后能够实现超过5万吨产量，保障了未来3-5年的产能发展需要。
- 维持“强烈推荐-A”评级。后续重点关注锦泰项目以及电子级纯水项目进展，预计公司20/21年销售收入为9.8/15.6亿元，归母净利润为2.43/3.84亿元，维持“强烈推荐-A”评级。
- 风险提示：疫情有反复，新业务进展低于预期，应收账款坏账损失加大

1、市场系统性回调风险；

疫情对经济冲击难以评估，外围疫情还在持续，可能会对市场总体产生影响，因此不排除可能出现的系统性回调风险。

2、中小盘股业绩波动大；

中小市值公司很多处于业务拓展期，不确定性相对较大，因此可能会出现业绩短期波动现象。

3、个股业绩增速下滑。

中小市值公司营收体量一般较低，费用变比对业绩边际影响较大，甚至公司本身出现风险，可能会带来公司业绩大幅下滑。

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于2016年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016年中小盘新财富最佳分析师第五名，2017年中小盘新财富最佳分析师第二名及水晶球第二名。

张景财，西南财经大学金融学硕士，于2016年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。





感谢聆听
Thank You