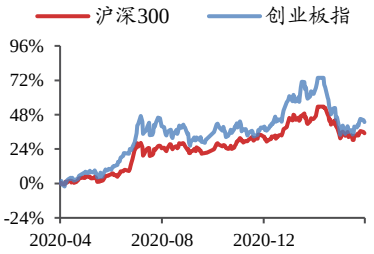
2021 年 04 月 08 日

开源晨会 0408

——晨会纪要

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	4.37
综合	2.25
交通运输	1.71
公用事业	1.16
有色金属	1.16

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
食品饮料	-3.05
电气设备	-1.63
汽车	-1.26
休闲服务	-1.15
计算机	-0.81

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】没有高 PE 的买，就不要低 PE 的卖——投资策略点评-20210407

以制造业为主导的其他固定资产投资拉动周期行业需求增速 6%以上，美国经济接下来的“Reopen”对我国出口形成拉动。建议以价值回归为主线，挖掘新共识。

行业公司

【商贸零售】3 月化妆品电商数据：高基数下整体表现平平，头部国货品牌相对突出——行业点评报告-20210407

推荐高景气颜值经济赛道，建议关注化妆品三大优质细分赛道和医美产业链。

【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】股权激励计划新老衔接，确保中长期战略落地——公司信息更新报告-20210407

预测盈利复合增速与公告预期吻合，公司业绩保持宽幅增长，维持“买入”评级。

【家电：极米科技(688696.SH)】Q1 业绩预增公告超市场预期，净利率提升逻辑兑现——公司信息更新报告-20210407

公司发布公告《2021 年第一季度业绩预增公告》，超市场预期，维持“买入”评级。

【电力设备与新能源：当升科技(300073.SZ)】2021Q1 业绩超预期，正极龙头迎来快速成长期——公司信息更新报告-20210407

公司发布 2021 年第一季度业绩预告，维持此前预测，维持“买入”评级。

【煤炭开采：神火股份(000933.SZ)】扣非业绩低于预期，量价齐升电解铝业绩可期——公司年报点评报告-20210407

考虑到基本面改善支持铝价向好，我们上调公司盈利预测，维持“买入”评级。

【电力设备与新能源：比亚迪(002594.SZ)】比亚迪 3 月产销点评：整车产销量、电池装机量均超预期，看好后续 DM-i 放量——公司信息更新报告-20210407

比亚迪新能源乘用车销量略超预期，维持“买入”评级。

【煤炭开采：兖州煤业(600188.SH)】低估值动力煤龙头，海内海外显亮点——公司首次覆盖报告-20210407

兖州煤业是国际化程度最高的国有大型煤企。预计 2021/2022/2023 年度实现归母净利润 118.6/129.8/133.1 亿元，同比增长 66.5%/9.42%/2.6%; EPS 为 2.43/2.66/2.73 元，对应当前股价 PE 为 5.4/4.9/4.8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

【轻工：博汇纸业(600966.SH)】APP 收购提升龙头优势，行业整合优化竞争格局——公司首次覆盖报告-20210407

我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 26.4/28.8/30.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.98/2.15/2.29 元，当前股价对应 PE 为 9.7/8.9/8.3 倍,首次覆盖给予“买入”评级。

【家电：九阳股份(002242.SZ)】疫情不改龙头本色，股权激励夯实增长信心——公司信息更新报告-20210406

公司发布 2020 年度报告，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】没有高 PE 的买，就不要低 PE 的卖——投资策略点评-20210407

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

未有高 PE 的买，就无从谈起低 PE 的卖

尽管市场对周期股存在的“常识”是“高 PE 买，低 PE 卖”，但实际上会发现自 2018 年以来，周期股始终处于一个低 PE 的区间之中，背后的原因其实是市场对周期股的业绩向上弹性认可度不高，而对向下的弹性又过于悲观，因此在周期上行时给予的估值不足，但周期下行时，PE 分母端的下滑没有分子端那么快，从而使估值走向更低。典型的例子如同钢铁板块，吨钢毛利从 2018 年初的顶部开始向下，投资者以周期下行的思路卖出钢铁股，但吨钢毛利到了 2018 年末也仍然好于这轮行情启动之前的 2015 年，PE 维持在 6-10 倍左右，与 2015 年时的 80 倍差距明显，周期上行过程中，周期股已经转为从低 PE 走向更低的 PE。

对经济不是只能悲观

押注经济转型与格局改善的资产成为过去全市场投资者的主流组合，投资者更倾向于作“经济下行”的判断，另一方面，市场也更倾向于在社融拐点后对经济的持续改善与景气扩散不进行定价。对上述两个层面，我们都看到了乐观的理由：一方面，市场对基建、地产投资下滑预期充分，但从量化测算来看，即使在对这两者维持谨慎假设下，以制造业为主导的其他固定资产投资也会拉动对周期行业的需求增速（建安工程+设备购置）达到 6%以上，超过了 2017 年。另一方面，出口已经从 2020 年 11 月份以来成为经济重要的动能，目前这一动能不仅未出现走弱迹象，反而可能有新的支撑，我们发现美国制造业 PMI 领先于我国出口金额 9 个月，意味着美国经济接下来的“Reopen”过程也会对我国出口形成拉动。

不念过去，等待不如切换

部分投资者仍在等待“经济下行”后的估值再次扩张行情，但需要注重相对风险收益比的变化。对核心资产而言，存在两大问题：（1）估值还需要继续消化，绝大部分核心资产估值仍处于 80%分位上的 10 年高位；绩优股指数与红利指数，成长指数与价值指数之间的估值差依然处于历史均值加三倍标准差附近；（2）市场反弹恰恰又拉响了负债端的警报，由于“处置效应”的存在，居民的赎回不在下跌中，而在此前反弹里，当前已进入与“核心资产”高度相关的基金赎回压力最大的区间。同时我们需要看到的是，进入年报、季报密集披露期，周期股的业绩高增非但不是“低 PE”卖的催化，可能是市场延后对于景气定价的催化剂。

价值回归，买入经济的韧性

我们建议投资者以更长的历史观去衡量风险与收益在板块中的不均匀分布，以“价值回归”为主线，挖掘市场“新共识”。不要抢跑经济的下行，不要在低当下的低 PE 中卖出市场主流本就未曾买入的周期。我们推荐继续布局：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值将在景气中验证：钢铁、煤炭；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，机械、银行、化工；（3）价值回归：建筑，房地产；（4）中小市值中的 TMT 已经有了挖掘的意义。

风险提示：流动性超预期宽松；信用收缩程度超预期。

行业公司

【商贸零售】3 月化妆品电商数据：高基数下整体表现平平，头部国货品牌相对突出——行业点评报告-20210407

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

3 月化妆品淘系全网 GMV 护肤类下降、彩妆类保持增长

根据我们对天猫数据的跟踪，3 月护肤类的淘系全网/天猫实现 GMV 分别为 139.5/82.2 亿元，同比-15.5%/-23.6%，主要是受到 2020 年同期高基数影响（疫情后全国复工复产，平台促销力度较大）；彩妆类淘系全网/天猫实现 GMV 分别为 58.2/33.8 亿元，同比+5.5%/-8.3%，淘系全网彩妆仍实现正增长。从季度数据看，整个一季度淘系全网护肤品类同比+7%，彩妆品类同比+20%。

化妆品客单价小幅下降，珀莱雅跻身护肤品类销售前十、彩妆国货表现较好

从客单价角度看，3 月护肤类淘系全网/天猫客单价分别为 125/142 元，彩妆类淘系全网/天猫客单价分别为 56/70 元，环比 2 月小幅下降。从品类角度看，护肤类全网销售额占比前三品类为面部护理套装、面膜和面部精华；彩妆类全网销售额占比前三品类为面部、唇部和眼部彩妆。从品牌角度看，欧莱雅、兰蔻和雅诗兰黛占据护肤品品牌销售额前三，国货品牌中珀莱雅跻身前十（排名第九）；彩妆类全网销售额前五中，花西子、完美日记、Colorkey 分别位居第一、二、四名。

珀莱雅、华熙生物等上市公司品牌表现优异，三月新品看点多

珀莱雅旗下主品牌表现优异，3 月珀莱雅天猫旗舰店实现 GMV 为 1.2 亿元（同比+15%）；华熙生物旗下润百颜、夸迪分别+135%/+396%。从整个 Q1 来看，珀莱雅天猫旗舰店 GMV3.0 亿元（+69.3%）；薇诺娜 GMV2.2 亿元（+24.1%）；玉泽 GMV1.8 亿元（+18.5%）；夸迪 GMV1.9 亿元（+1401%）、润百颜 GMV1.5 亿元（+175%）；御泥坊 GMV1.0 亿元（+23.3%）。近期国货品牌方发布了较多新品，具备较强看点：薇诺娜推出了抗初老新品双修赋活精华液，实现在敏感肌肤状态下采用温和有效的方式抗初老；上海家化发布了 10 大品牌新品；丸美 3 月 20 日首发创新科技品牌美丽法则，应用全人源胶原蛋白作为核心技术；华熙生物旗下润百颜携手天猫小黑盒举办了“修瓷大师”系列新品首发活动，在 3 月 31 日天猫小黑盒首发当日单品销售额达 2352 万元，成为小黑盒国货新品 TOP1。总体而言，近期国货品牌发布了较多新品，价格带以中高端为主，功效上主要围绕着“美白”、“抗衰”等强功效型和敏感肌这两条优质细分赛道展开，我们推荐皮肤学级和功能性护肤品赛道，国货品牌凭借差异化竞争优势有望弯道超车。

颜值经济持续高景气，建议关注化妆品三大优质细分赛道和医美产业链

我们推荐化妆品三大细分赛道：（1）皮肤学级和功效性护肤品：重点推荐贝泰妮，受益标的珀莱雅、上海家化。（2）彩妆：“国潮风+快迭代”为国货品牌创造弯道超车机会，受益标的逸仙电商（主品牌完美日记）。（3）上游 ODM：化妆品 ODM 龙头有望享受下游增长东风，受益标的青松股份。医美产业链：轻医美消费需求高增长，重点推荐玻尿酸龙头爱美客，受益标的华熙生物。

风险提示：疫情出现反复带来影响；企业经营成本费用提升。

【农林牧渔：海大集团(002311.SZ)】股权激励计划新老衔接，确保中长期战略落地——公司信息更新报告-20210407

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

（1）股权激励计划新老衔接，确保中长期战略落地

海大集团公告 2021 年股票期权激励计划（草案），公司拟授予员工激励股票期权 5500 万份，其中首次授予 4835.2 万份（占比 87.9%），预留授予 664.8 万份（占比 12.1%），首次授予对象合计 4083 人。本轮激励分五个行权期，解锁条件为满足各期饲料销量或归母净利润目标其一。公司划定 2021-2025 年各年饲料销量目标 1850、2300、2800、3400、4000 万吨（含养殖业务内销量），各年归母净利润目标分别为超过 32.0、37.8、44.6、52.6、62.0 亿元（为当年度归属上市公司股东净利润剔除本次激励计划支付费用后的净利润）。公司各期解锁指标设定兼具挑战性、合理性及灵活性，将利于调动员工主动性，确保公司中长期发展目标的实现。我们预测盈利复合增速与公司公告预期吻合，因此维持前预测值不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 25.0/33.2/39.7 亿元，对应 EPS 为 1.5/2.0/2.4 元，

当前股价对应 PE 为 53.6/40.3/33.7 倍，公司业绩保持宽幅增长，维持“买入”评级。

（2）往期较好达成解锁目标，股权激励正反馈显著

以公司过往激励计划行权情况看，除 2013 年（受恶劣天气及养殖疫病因素影响）及 2016 年（受华中、华东遭受特大洪水灾害影响）未满足解锁条件外，其余行权期均达成解锁目标。公司 2015-2020 年归母净利润年复合增长率为 26.2%，饲料销售量复合增长率为 18.5%。公司激励计划预期 2021-2025 年归母净利复合增速 19.9%，饲料销量复合增速 21.3%（内销量增加，拉高饲料整体销量增速）。

（3）人员结构年轻化，激励计划助力推进价值趋同

任人唯贤，公司近年来持续加大人才引入。根据公司公告，截至 2019 年公司员工总数量 2.08 万人，其中本科及以上学历员工 5168 人，技术人员 1623 人，公司员工组成趋向高学历及年轻化。公司本次激励计划主要面向公司新员工（核心骨干人员首次授予比例为 86.62%，预留授予比例 12.1%）。公司该轮激励将进一步提高骨干员工留存率，实现公司与年轻骨干员工的目标绑定。

风险提示：原材料成本上涨；肉禽处于周期去产能阶段；水产养殖疫病高发。

【家电：极米科技(688696.SH)】Q1 业绩预增公告超市场预期，净利率提升逻辑兑现——公司信息更新报告-20210407

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2021Q1 业绩超市场预期，符合我们预期，维持“买入”评级

2021 年 4 月 6 日晚间，公司发布公告《2021 年第一季度业绩预增公告》，预计 2021Q1 归母净利润为 8,484.97 万元（+96%），扣非归母净利润 8,320.91 万元（+104%），超市场预期，符合我们之前对极米全年的业绩预期。维持盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 5.09/7.57/11.54 亿元，当前股价对应 EPS 为 10.19/15.15/23.07 元，当前股价对应 PE 为 51.1/34.4/22.6 倍，维持“买入”评级。

1-2 月国内数据表现优秀，3 月受半导体原料供货原因或略有影响

根据魔镜数据，2021 年 1-2 月淘系+京东渠道销售额同比提升约 60%：（1）淘宝+天猫渠道极米科技销售额分别为 1.62 亿元（+90%）、0.74 亿元（+20%）；（2）京东渠道极米科技销售额分别为 1.54 亿元（+70%）、1.11 亿元（+48%）。考虑半导体原料供货影响，我们预计 3 月收入端表现略弱于 1-2 月表现，预计 2021Q1 收入同比增长约 50%，净利率达 10%。利润增速高于收入增速，我们认为一方面是 2020Q1 低基数，另一方面，光机自研占比提升、产品升级、海外市场占比提升带动公司净利率提升，符合我们前期判断。

产品升级、海外占比提升、光机自研占比提升，有望进一步提升公司净利率

2021 年 3 月 9 日极米开启新品 H3S 预售，预售到手价格约 5599 元。硬件层面来看，得益于公司自研光机，H3S 在和 H3 相同体积下，亮度提升 15.8%达到 2200ANSI 流明（H3 为 1900ANSI 流明）。新款 H3S 的 CPU 采用联发科旗舰 AI 芯片 MTK9669，NPU 算力达 10000 亿次/秒，与 H3 配置的 Mstar6A848 芯片相比，CPU、GPU 运算能力提升 40%、30%，为了支撑 AI 芯片算力，H3S 搭配 4GB RAM 及 64GB ROM（H3 为 3GB RAM+16GB ROM）。新品在硬件端升级光机、芯片、音箱等核心部件，软件端功能持续升级，AI 画质增强、新增儿童内容护眼模式。参照石头科技在海外定价逻辑，我们认为海外产品高定价有望拉动公司整体净利率提升，同时光机自研占比提升也有望降低产品成本，拉高产品利润率。

风险提示：核心零部件供应风险、行业竞争加剧等

【电力设备与新能源：当升科技(300073.SZ)】2021Q1 业绩超预期，正极龙头迎来快速成长期——公司信息更新报告-20210407

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

2020Q1 归母净利润同比+260.66%至+350.83%，全年业绩翻倍增长可期

公司发布 2021 年第一季度业绩预告，预计 2021Q1 实现归母净利润 1.2-1.5 亿元，同比+260.66%至+350.83%。公司是三元正极行业准龙头，拥有优质的客户结构及研发实力，我们维持此前预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 6.18/ 8.68/13.36 亿元，EPS 预计为 1.36/1.91/2.95 元，当前股价对应 PE 为 35.2/25.1/16.3 倍，维持“买入”评级。

预计 2021 年出货将翻倍增长，正极龙头迎来快速成长期

公司正极材料客户主要为海外动力及储能龙头，海外客户对三元正极的定价模式通常为“成本加成”，公司得以获取稳定的加工费与吨净利。根据公司往年业绩，正极材料吨净利在 1.3-1.4 万元左右，推知公司 2021Q1 出货在 8000-11000 吨左右。由于江苏海门三期（8000 吨）、江苏常州一期一阶段（2 万吨）相继在 2020 年投产，当前锂电材料设计产能应达 4.4 万吨，由此推知公司基本为满产状态。展望全年，公司有望实现全年 4.4 万吨以上的销量，或实现翻倍增长（根据年报，2020 年出货量在 2.4 万吨）。此外，公司常州基地剩余 8 万吨产能也正加快建设，同时也计划在欧洲地区建设工厂，打造全球三元正极龙头。

正极产品序列齐全，持续研发推进成长

（1）高镍三元产品：公司在高镍三元领域深耕多年，分别在 2015、2017 年实现 6 系、8 系产品的量产，技术领先同业。随着海外客户逐步切换成 8 系、9 系三元锂电池，预计公司的 8 系、9 系产品出货占比持续提升，增厚公司利润。（2）磷酸铁锂产品：根据公司年报，公司早在 2012 年完成对 LFP 正极的技术突破，且相关产品通过下游客户认证。当前储能锂电池技术有切换为高安全性、高性价比的 LFP 技术路线的趋势，公司掌握 LFP 正极生产技术，具备快速适应储能市场技术变化及随市场成长的能力。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、三元正极市场竞争加剧。

【煤炭开采：神火股份(000933.SZ)】扣非业绩低于预期，量价齐升电解铝业绩可期——公司年报点评报告-20210407

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

扣非业绩低于预期，量价齐升电解铝业绩可期。维持“买入”评级

2020 年实现总营收 188 亿元（调整后同比+7.25%）；归母净利润 3.58 亿元（调整后同比-73.3%），主因 2019 年同期高家庄矿探矿权转让确认收益 32.6 亿元；扣非净利润 0.87 亿元（同比+16.6 亿元），扭亏为盈，主因电解铝盈利大幅提升，非经收益主要为政府补助，扣非业绩低于此前预告 4.6 亿元。期间费用降幅明显（同比-21.4%），主因本部永城铝厂停工损失减少致管理费用大降 40.8%。公司制定股权激励计划，2022-2024 年业绩较 2019 年（13.45 亿元）增速不低于 10%/15%/20%，彰显公司未来业绩信心。考虑到基本面改善支持铝价向好，我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润 20/26.9/29.5 亿元（2021/2022 年前值 17.5/20 亿元），同比 462.6%/33.4%/9.6%；EPS 为 0.9/1.21/1.32 元（2021/2022 年前值 0.78/0.9 亿元），对应当前股价 PE 为 11.0/8.3/7.6 倍。维持“买入”评级。

电解铝业绩大幅提升，量&价&成本的全方位改善

2020 年公司实现电解铝销量 101 万吨（同比+14.2%），增量主要由云南神火贡献（21.4 万吨），新疆板块销量基本持平（79.7 万吨）。受益于 2020 年下半年电解铝市场价上涨，公司吨铝价格（不含税）11941 元/吨（同比+2%），有效对冲上半年铝价下挫；吨铝成本 9109 元/吨（同比-10.7%），主因原材料成本下降及本部高成本产线退出；2020 年吨铝毛利 2832 元/吨（同比+87.7%），毛利率 23.7%（同比+10.8pct）。公司积极优化产能结构，结合电解铝行业基本面改善铝价走强，电解铝板块盈利能力大幅提升，实现毛利 28.6 亿元，同比增长 114%。

煤价同比下降，煤炭板块业绩受拖累

2020 年公司实现煤炭产/销量 559/575 万吨（同比+1.5%/+1%）。吨煤价格（不含税）为 682 元/吨（同比-9.2%），

吨煤毛利 125 元/吨（同比-19.2%）。煤炭业务受煤价波动影响较大，2021 年煤价修复及梁北矿技改扩产将改善煤炭板块基本面。公司于 2020 年底定增融资 20.5 亿元用于技改扩产，有助于降低资产负债率。

2021 年电解铝计划产量 160 万吨，“碳中和”将助力水电铝突围

云南神火当前已形成 75 万吨水电铝产能，二系列中剩余 15 万吨产能将于 6 月前投产。公司 2021 年计划产量为 160.5 万吨（同比+57%），吨铝成本不高于 10400 元/吨，彰显信心。电解铝供给已接近产能天花板，支持铝价维持强势；“碳中和”背景下存量产能具备壁垒优势，水电铝因其超低碳排放更具成本优势，有望在存量产能中突围。神火股份水电铝产能占比达 53%，在“碳中和”趋势下率先受益。

风险提示：煤、铝价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南项目进展不及预期。

【电力设备与新能源：比亚迪(002594.SZ)】比亚迪 3 月产销点评：整车产销量、电池装机量均超预期，看好后续 DM-i 放量——公司信息更新报告-20210407

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

比亚迪 3 月整车销售、动力储能电池装机均超预期，维持“买入”评级

比亚迪 3 月汽车销量 4.08 万辆，同比+33%，环比+95%；新能源乘用车销量 2.34 万辆，同比+99%，环比+131%，略超我们预期；EV 乘用车销量 1.63 万辆，同比+56%，环比+108%；PHEV 乘用车销量 0.71 万辆，同比+433%，环比+210%。

（1）3 月新能源车销量优于 1 月：1 月新能源乘用车销量 2.21 万辆（EV 乘用车 1.52 万辆，PHEV 乘用车 0.68 万辆），经历 2 月阶段性低谷后，目前比亚迪新能源汽车业务已重回增长快车道。

（2）3 月燃油车销量 1.66 万辆，1 月 2.52 万辆，主要系 3 月起秦 plus DM-i、宋 plus DM-i 车型上市对燃油车市场的替代效应。

（3）预计汉销量 1.1-1.2 万辆左右，基本与 1 月相当。

我们维持此前盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润 56.41/71.13/86.08 亿元，EPS 分别为 1.97/2.49/3.01 元，当前股价对应 P/E 为 89.3/70.8/58.5 倍，维持“买入”评级。

Q1 动力储能电池装机 5.26GWh，预计全年装机量突破 25GWh，同比+98.4%

3 月公司动力&储能电池装机量 2.15GWh，Q1 累计装机量 5.26GWh，同比+293%；预计全年装机量 25GWh，同比+98.4%。我们推断除了自有品牌新能源车销量大增外，动力电池外供以及储能业务增长亦是主要贡献力量，2021 年将是比亚迪储能业务快速增长的第一年。

关注后续 DM-i 车型放量，预计 2021 年新能源乘用车销量 38.79 万辆

我们关注后续 DM-i 放量，我们预计比亚迪 2021 年新能源乘用车销量有望达 38.79 万辆，同比+148.3%，其中 EV19.47 万辆，同比+47.8%，PHEV19.32 万辆（DM-i 系列车型销量 15 万辆），同比+275.7%。

风险提示：新能源汽车销量低于预期、刀片电池产能爬坡进度低于预期。

【煤炭开采：兖州煤业(600188.SH)】低估值动力煤龙头，海内海外显亮点——公司首次覆盖报告-20210407

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

低估值动力煤龙头，海内海外显亮点。首次覆盖，给予“买入”评级

兖州煤业作为华东动力煤龙头，积极布局山东、陕蒙、澳洲三大煤炭基地，是国际化程度最高的国有大型煤企，产能规模庞大，产销量平稳增长，疫情后期国内外煤价上涨将改善业绩。煤化工板块通过收购集团资产实现快速扩

张，伴随化工周期上涨行情，有望实现量价齐升释放盈利弹性。同时，公司兼具高分红高股息率以及低估值特点，凸显长期投资价值。我们预计 2021/2022/2023 年度分别实现归母净利润 118.6/129.8/133.1 亿元，同比增长 66.5%/9.42%/2.6%；EPS 分别为 2.43/2.66/2.73 元，对应当前股价，PE 为 5.4/4.9/4.8 倍。关注公司在后疫情时期周期上行阶段的业绩表现，以及低估值修复行情。首次覆盖，给予“买入”评级。

煤炭业务：国内外三大基地布局，产能规模超亿吨

公司在产核定产能合计达 2.1 亿吨（澳洲产能按合并口径计算），权益产能达 1.59 亿吨，规模仅次于中国神华，且包含营盘壕、石拉乌素、莫拉本等 7 座千万吨大矿，具备规模优势。矿区分布在山东、陕蒙、澳洲三大基地，其中澳洲权益产能占比近五成，实现国际化布局。伴随金鸡滩矿并表，营盘壕、石拉乌素矿产能利用率提升，陕蒙基地具备增量潜力。同时，在建矿井万福矿 180 万吨产能有望在 2022 年贡献增量。随着疫情后期景气度回升，煤价中枢明显上移，其中海外煤价更具弹性，公司煤炭业绩有望在价格修复行情中取得亮眼表现。

煤化工业务：集团资产注入，化工品涨价释放业绩弹性

公司主要煤化工产品为甲醇（240 万吨）、醋酸（100 万吨）及其他精细化工品。2020 年末，通过收购鲁南化工、未来能源等集团资产，扩充了醋酸、煤制油产线，由甲醇向精细化工延伸。自身方面，荣信二期、榆林二期甲醇项目建成投产将贡献增量。同时化工行业景气度大幅回升，化工品价格显著上涨，煤化工板块将实现量价齐升，释放强劲业绩弹性，预计 2021 年煤化工贡献业绩约 20 亿元。

高分红低估值标的，凸显投资价值

公司承诺 2020-2024 年度现金分红比例不低于 50%，保底 0.5 元/股。2020 年拟分红 48.7 亿元，每股分红 1.00 元，分红率达 77%（IFRS 准则下），A 股/H 股股息率可达 7.6%/12.6%，凸显长期投资价值。公司估值被市场明显低估，H 股低估尤为明显，AH 股溢价率达 70%，有望实现估值修复。

风险提示：经济恢复不及预期，煤炭价格下跌，汇率波动，新增产能进度落后

【轻工：博汇纸业(600966.SH)】APP 收购提升龙头优势，行业整合优化竞争格局——公司首次覆盖报告-20210407

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

白卡行业领军企业，APP 收购后龙头优势提升，首次覆盖给予“买入”评级

公司是造纸行业龙头公司之一，白卡纸是公司业绩提升主要驱动力。公司目前白卡纸产能排名全国第二，随着 APP 收购完成，白卡纸行业格局优化将带来景气度回暖，同时公司被纳入 APP 体系，经营管理效率改善，盈利能力将进一步提升。我们预测公司 2021-2023 年归母净利润为 26.4/28.8/30.6 亿元，对应 EPS 分别为 1.98/2.15/2.29 元，当前股价对应 PE 为 9.7/8.9/8.3 倍,首次覆盖给予“买入”评级。

白卡纸行业竞争格局优化，传统需求支撑稳固，长期来看新增需求空间加大

（1）供给端来看，APP 收购博汇纸业后，白卡纸行业集中度提高，龙头公司定价权提升，行业整合带来竞争格局优化，未来白卡行业盈利中枢有望进一步提升。行业产能压力有限，短期内无新增产能释放，新增产能主要集中于 2021 下半年，且产能增量规模不大。（2）需求端来看，白卡纸表观消费量保持稳定增长，药品、卷烟等传统下游需求增速平稳，对行业支撑力较强，同时，消费升级互联网外卖、家电、化妆品行业等新兴下游需求崛起，“限塑令”、“禁废令”、白板纸产能腾退加速白卡纸替代进程，为白卡纸需求带来增量空间。结合供给端龙头公司话语权提升与需求端增量需求驱动，我们认为公司未来成长属性增强。

APP 收购博汇纸业完成，协同效应带动公司业绩增长

APP 是国内规模最大的综合性造纸企业，林浆纸一体化程度高，具有显著的原材料成本优势。截至 2020 年 3 月底，APP 总产能达 1074 万吨/年，机制纸产能 862 万吨/年，纸浆产能 210 万吨/年。APP 收购博汇纸业后，白卡

纸行业集中度提高，公司定价权进一步提升。博汇纸业将共享印尼化学木浆资源，降低生产成本，提高生产效率，同时，二者合并后将进行区域产能互补，分别供应北方市场和南方市场，扩展覆盖区域，同时提高物流效率、降低运输成本，公司盈利能力有望进一步提升。

风险提示：原材料价格波动，需求不及预期，白卡纸价格下跌，产能不及预期。

【家电：九阳股份(002242.SZ)】疫情不改龙头本色，股权激励夯实增长信心——公司信息更新报告-20210406

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

Q4 收入逐步回暖，疫情不改国内小家电龙头本色，维持“买入”评级

2020/2020Q4 公司实现营收 112.24 亿元（+20.02%）/41.41 亿元（+33.73%），Q4 收入端显著回暖。考虑原材料成本上升，行业竞争加剧影响，下调 2021-2022 年盈利预测。预计公司 2021-2023 年归母净利润 10.25/ 11.52/ 12.99 亿元（此前预测 2021-2022 年归母净利润为 10.98/12.61 亿元），以最新股本计算，对应 EPS 为 1.34/1.50/1.69 元，当前股价对应 PE 为 25.2/22.4/19.9 倍，公司作为小家电龙头，产品端聚焦核心主流品类推陈出新，渠道端电商优势不断扩大，线下销售网络持续优化，品牌端定位年轻化、品质生活形象，吸引更多 Z 世代消费群体，并采用服饰美妆打法，通过会员体系和私域流量运营提升附加值，维持“买入”评级。

西式小家电、与 SN 关联交易推动内外销收入增长，整体运营情况良好

分业务看，2020 年西式小家电业务收入同比增长 33%。分渠道，2020 年公司内销/外销收入 66.17 亿元（+14%）/8.6 亿元（+80%），外销收入中与 SN 的关联交易贡献 7.41 亿元，根据公告 2021 年关联交易预计发生额约 11 亿元（+48%）。费用管控良好，2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.64%/3.55%/3.08%/0.01%，同比变动+0.85pct /-0.61pct /-0.45pct /+0.27pct。利润端低利润率关联交易提升带来净利率略有下滑，现金流改善明显，运营指标良好。

股权激励方案夯实增长信心

公司在 3 月 31 日晚间发布股权激励草案公告。此次股权激励拟向 107 人（包含董事、高管及核心骨干人员）共计授予 1800 万份股票期权（占公告日股本的 2.35%），授予价格为 21.99 元/股。此次股权激励的业绩考核目标为以 2020 年为基数，2021-2023 那边收入增长不低于 15%、33%、56%，净利润增长不低于 5%，16%，33%。以最低要求换算，2021-2023 年收入同比增速分别为 15%，15.7%，17.3%，利润增速为 5%，10.5%，14.7%。折合为复合增速，未来三年收入端 CAGR 不低于 16%，净利润 CAGR 不低于 10%。彰显公司未来发展信心。

风险提示：原材料价格上升、行业竞争加剧等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	推荐（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn