2021 年 01 月 21 日

证券研究报告

晨会纪要(2021 年 01 月 21 日)

晨会纪要

今日要点：

【行业评论】 非银行金融：南向持续火热、推荐优选金融标的

【行业评论】 煤炭：电厂库存续降，焦炭仍有关停空间

【公司评论】 澳优(01717)：羊奶粉库存调整接近尾声 基本面最低点即将过去

【公司评论】 中国铁塔(00788)：21 年工作会议定调，5G 推动发展

【公司评论】 中芯国际(00981)：下游需求旺盛，业绩估值有望双升

【公司评论】 金风科技(02208)：1.1MW 小风机荣获金奖，老旧风机替换空间大

【公司评论】 福寿园(01448)：客流复苏有望助力下半年回补，福寿园核心竞争优势延续

【公司评论】 周大生(002867)：加盟拓店规模先行，线上布局觅得先机

财经要闻：

1、国家领导人强调，北京冬奥会、冬残奥会筹办已经进入关键时期

2、《冬春季农村地区新冠肺炎疫情防控工作方案》对农村地区及返乡人员防疫工作进行部署

3、国务院全体会议讨论《政府工作报告（征求意见稿）》以及“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要（草案）

4、财政部：2021 年要精准有效实施积极的财政政策

5、商务部：2020 年，全国实际使用外资 9999.8 亿元人民币

6、国家能源局：2020 年，全社会用电量 75110 亿千瓦时

8、上证指数收盘涨 0.47%报 3583.09 点

9、恒生指数收涨逾 1%逼近 30000 点大关

10、美国三大股指齐创历史新高

重点公告：

昆仑万维:2020 年净利同比预增 255%-294%

深纺织 A:2020 年净利同比预增 52%-124%

国元证券:2020 年净利同比预增 45%-55%

德方纳米:子公司安全事故不会对经营造成重大不利影响

上机数控:签订超 40 亿元单晶硅片销售合同

东湖高新:2020 年净利同比预增 227%-276%

锦盛新材:2020 年净利同比预降 48.54%

德生科技:携手华为建设云产业生态

分析师 盖斌赫
SAC 执业证书编号：S0910516800002
gaibinhe@huajinsc.cn
021-20377177

国内市场表现

指数	收盘	涨跌%
沪深 300	5476.43	0.72%
上证综指	3583.09	0.47%
深证综指	2412.56	1.43%
恒生指数	29962.47	1.08%
中小板指数	10198.48	0.90%
创业板指数	3204.93	3.90%
新三板做市指数	1103.12	0.39%

行业表现前五名

行业	1 周	3 个月	1 年
煤炭(中信)	5.0%	10.8%	12.3%
石油石化(中信)	4.8%	22.5%	14.2%
基础化工(中信)	4.7%	12.9%	43.1%
电力设备(中信)	4.4%	29.8%	86.6%
银行(中信)	3.9%	9.5%	9.4%

行业表现后五名

行业	1 周	3 个月	1 年
食品饮料(中信)	-4.0%	17.6%	91.5%
家电(中信)	-2.2%	15.6%	32.1%
建筑(中信)	-1.6%	-6.4%	-6.1%
餐饮旅游(中信)	-1.4%	15.5%	81.8%
通信(中信)	-0.0%	-7.0%	-11.6%

【行业公司评论】

非银行金融：南向持续火热、推荐优选金融标的

崔晓雁 021-20377098

投资要点

事件：港股市场持续活跃，1 月 19 日成交额高达 3016 亿港币，当天港股通南向合计买卖总额 991 港币，占比达 32.85%。2021 年以来，12 个交易日南向资金均维持百亿港币以上的净流入，合计净流入达 1853 亿港币。资金借道港股基金，相关指数 ETF 大涨，1 月 19 日，港股 100ETF 涨 9.98%、上证港股通 ETF 涨 9.96%、港股通 50ETF 涨 7.49%等。

基于金融股在港股生态中的地位，我们优选出几只标的：

香港交易所（0388.HK）：公司经营表现与港股市场景气度密切正相关，公司亦受益互通互联持续放量。首先，在新经济掀起赴港上市潮，港股生态结构持续改善的情况下，内地资金对港股的关注度不断提升。同时，人民币资产升值背景下，国际资金借道香港配置内地 A 股。公司目前对应 2021EP/E42.6x，维持 553.61 港币/股的目标价和买入-A 建议。

中国太平（0966.HK）：2020 年是对公司的极限压力测试，疫情对线下代理人展业造成重大打击，上半年 FYP 同比-19%（个代期缴新单同比-44%），NBVM 同比-13pct 至 13.4%，NBV 同比-59%。受益于下半年恢复性增长，2020 年全年 NBV 降幅预计收窄至 20%~30%。在 2021 年开门红提前一月有余的情况下，公司迎来轻装上阵，业务开展游刃有余，深蹲起跳预期较强。代理人量质夯实下，规模温和增长，将有效支撑 NBV 增速反转。公司目前对应 2021EP/EV0.29x，维持买入-A 建议。

友邦保险（1299.HK）：公司是泛亚地区寿险标杆，2020 年香港地区因疫情影响出行，离岸保费大幅下滑，公司 H120 香港地区 NBV 同比-68%，随着疫苗推出、疫情缓解，反转动力更足。公司未来的看点在内地分支机构开拓，测算若以 2 省市/年的速度展业，则需 13 年完成全国铺设，届时友邦中国年保费收入约 1800 亿元，较 2019 年的 331 亿元，CAGR 达 13%。公司“最优代理人”策略，面向中高端市场，竞争力强劲，盈利能力突出，持续获得市场认可。目前对应 2021EP/EV2.27x，维持 125.66 港币/股的目标价和买入-A 建议。

重庆农村商业银行（3618.HK）：全国最大的农商行，扎根重庆，受益于西南经济崛起。公司是港股市场内地区域银行股中，交易最活跃的个股。在行业让利、支持实体、充分计提拨备的政策指引下，市场对行业的预期较为悲观。随着招行、兴银等头部银行年度业绩快报的披露，叠加宏观经济持续恢复，让利的拐点逐步确认，监管压力有所减缓，行业迎来业绩反转与估值修复的双重叠加。截至 Q320 末，公司净息差 2.30%，不良率 1.29%，拨备覆盖率 359%。盈利能力尚可，风险抵补能力较强。公司 AH 溢价率近期虽有收敛，但仍在 50%以上。目前公司对应 2021EP/B0.35x，维持买入-A 建议。

风险提示：货币政策收紧影响流动性外溢、中美关系动荡影响市场风险偏好

煤炭：电厂库存续降，焦炭仍有关停空间

杨立宏 yanglihong@huajinsc.cn

投资要点

? 12 月煤炭产量稳步上升，晋陕蒙同步增产：2020 年 12 月，全国煤炭产量 3.52 亿吨，同比增长 3.20%，环比增长 1.33%。其中，山西连续两个月产量上升，12 月产量突破 1 亿吨，为 2014 年以来最高月产量，内蒙古产量连续 3 个月上升。12 月煤炭产量增幅低于下游火电、水泥和生铁，供应偏紧缺。

? 焦炭盈利环比五个月续升，生铁盈利转负：近一个月焦炭价格上调 4 次，煤焦差价月环比上升 31.32%，连续 5 个月上升，为 2018 年 9 月以来最高水平；生铁价格月环比 8 个月续涨，本月上涨 5.45%，但同期原材料焦炭和铁矿石价格上升 15.4%和 8.92%，成本上涨吞噬了利润空间，生铁盈利近 3 年来首次转负。

? 火电发电增速回升：1 月上旬总发电量 220.4 亿千瓦时，火力发电量 171.9 亿千瓦时，旬环比增速为 18.06%，自 11 月下旬旬同比增速维持高位，今年寒潮影响下，供暖需求增长促进发电量的提升；占总发电量 78%，占比较 12 月上旬下降 1.1 个百分。

? 动煤用户库存告急、中转库存四个月续降，焦炭库存续降：截止 12 日，沿海 8 省电厂库存 2127.0 万吨，月环比下降 16.2%，可用天数为 8.7 天，较上月减少 2.7 天；港口动煤库存合计为 1185.9 万吨，环比续降 8.85%，其中环渤海港口库存合计 932.4 万吨，月环比续降 2.37%；1 月中焦煤整体库存下降 0.85%，其中六大港口去库 4.74%，钢厂和焦炭厂分别补库 2.91%和 0.87%。

? 12 月进口大幅上涨： 12 月当月进口煤炭 3907.5 万吨，同比增加 1310.65 %，月环比增加 232.27%。澳煤限制政策未放松，但为缓解供应紧张局面，对其他进口煤加速通关的指令下，进口煤炭供应反弹。

? 动力煤短期供需矛盾接近短期峰值，焦炭价格强势至少延续至 1 季度末：季节性与复苏叠加的需求预计在春节假前达到高峰，受疫情限流影响，2021 年春节停产煤矿比重将大大低于往年，节后的生产连续性也将缓解往年开工前安全验收对产量的影响，我们判断节前价格出现短期高点的可能性较大；2021 年 3 月前焦炭仍有 2300 万吨待关闭，下半年置换产能陆续投产后，供不应求的格局才有可能向需方倾斜；焦煤在进口缺口和下游高开工情况下，有望延续强势。

? 短期趋于谨慎：我们维持 2021 全年景气回升的判断，但短期价格快速上升降低了后期价格预期上涨空间，建议配置高成长煤炭公司盘江股份、陕西煤业，焦炭公司看好金能科技、淮北矿业、开滦股份。

? 风险提示：疫情影响朝预期；进口、安全、环保政策变化、重大矿难。

澳优(01717)：羊奶粉库存调整接近尾声 基本面最低点即将过去

周蓉 zhourong@huajinsc.cn

事件：结合近期动态跟踪情况及此前公布的三季报业绩，对公司基本面进行跟踪点评。2020 年前三季度公司实现营业收入 57.58 亿元，同比增长 22.8%，经调整归母净利润 7.92 亿元，同比增长 19.5%。其中，第三季度实现营业收入 18.98 亿元，同比增长 23.3%，经调整实现归母净利润 2.17 亿元，同比减少 4.5%。

投资要点

牛奶粉 1897 保持高速增长，羊奶粉增速放缓。公司 2020 年前三季度收入实现稳定增长,利润端单三季度受一次性费用计提等因素影响，增速放缓。具体分产品看，Q1-3 自家牛奶粉/自家羊奶粉/私人品牌及其他/营养品分别实现营业收入 26.40/23.50/6.62/1.06 亿元，同比增长 24.8%/17.8%/33.7%/29.4%。三季度自家牛奶粉业务保持高增速，主要贡献来自于海普诺凯生物（含海普诺凯 1897、悠蓝等），其 Q1-3 实现收入 18.27 亿元，同比增长 67.1%。自家羊奶粉业务增速放缓，基本与去年同期持平，主要原因系受上半年窜货影响，Q2 经销商库存较大，公司为良性长远发展，采取主动控货手段持续去库存，导致前三季度收入增速放缓。

根据调研反馈，牛奶粉方面，预计四季度依旧保持较高增速。展望 21 年，牛奶粉有望保持高双位数增长：21 年将主要聚焦建立高效敏捷的管理体系，从销售渠道推动逐步向品牌附能转化，继续进行超高端产品推广，扩大线上市场推广，新品聚焦四五线市场的开拓。羊奶粉方面，截止 12 月底终端内码产品占比稳步提升，终端动销环比恢复，渠道库存已恢复到 2 个月以内合理水平，同时公司对经销商进行合理更迭。预计四季度羊奶粉能够实现环比正增长，由于 19 年四季度基数较高，同比力争持平。

受羊奶粉去库存促销及羊奶油亏损影响，毛利率略有下滑。公司 2020Q1-3 毛利率 51.03%，同比-1.43pcts。Q3 毛利率 48.18%，同比-4.88pcts。毛利率下降主要受两方面影响：1）羊奶粉去库存促销及业务单元重组等一次性计提费用 3620 万元；2）生产羊乳清蛋白其伴生产品羊乳油和酪蛋白等产品亏损。产品端预计 Q3 羊奶粉毛利率下滑 1%，牛奶粉毛利率上升 0.6%，撇除短期因素扰动，公司整体毛利率保持稳定，伴随自家高端品牌收入占比的持续提升和羊奶粉收入增速恢复，公司未来综合毛利率有望提升。

羊奶粉库存调整接近尾声，基本面最低点即将过去。2020 年上半年公司为实现长期良性发展，主动调整羊奶粉库存，伴随库存基本调整到位，公司竞争力会持续释放，预计 20 年全年营业收入 20%以上增速能够实现。展望 21 年，在国产奶粉市场占比持续提升背景下,公司作为国内羊奶粉第一品牌,坚持在细分和差异化中找到自己的发展道路,海普诺凯 1897 的加速成长带来结构升级，以及羊奶粉佳贝艾特恢复增长有望进一步兑现公司业绩，公司长期双轮驱动增长趋势不变。

投资建议：根据羊奶粉收入增速情况，我们略调整盈利预测，预计公司 2020-2022 年分别实现收入 81.8/100.6/118.7 亿元，同比增长 21.3%/23.0%/18.0%。归母净利润 11.23/14.63/17.41 亿元，同比增长 27.8%/30.3%/19.0%。对应 EPS 分别为 0.65/0.85/1.01 元。2020-2022 年市盈率 16.4/12.6/10.6 倍，给予公司 21 年 PE20X 估值，维持公司“买入-A”评级。

风险提示：食品安全问题；下游需求下滑；行业竞争加剧；新业务推广不及预期；贸易摩擦和汇率问题、政策风险。

中国铁塔(00788)：21 年工作会议定调，5G 推动发展

曾捷 zengjie@huajinsc.cn

投资要点

事件：中国铁塔 2021 年工作会议在京召开，全面部署了 21 年的重点工作，继续实施一体两翼战略，做大共享协同。

会议部署 2021 年着力抓好六方面重点工作，推动高质量发展。一是在支撑服务国家战略中推动公司高质量发展。发挥自身优势，助建精品 5G。充分发挥存量站址资源优势和社会资源统筹共享优势，持续支撑 5G 网络规模建设、扩大覆盖；充分发挥重点场景牵头统一进场作用，做好 5G 室内覆盖，推广 5G 无源室分。二是在加快运营商业务转型变革中推动公司高质量发展。加快转变服务模式，以实现移动网络综合覆盖为目标，与客户共商方案，改变传统“标准、高配”的建设模式，共同寻找资源经济适配、结果互利共赢的有效路径；强化主动服务，持续推进“四个专项行动”。加快转变投资模式。加快提升自主选址维系能力。三是在做精做专两翼业务中推动公司高质量发展。注重把精力和资源投入到长期可持续的领域，做精做专两翼业务，做强做优平台支撑，持续拓展社会共享，集聚高质量发展新动能。四是在强化创新驱动中推动公司高质量发展。加强技术业务创新；推进数字化管理创新；积极推进体制机制创新。五是在强管理、防风险中推动公司高质量发展。强化站址运营，抓好起租营收，夯实基础管理，强化依法治企。六是在强化党建引领中推动公司高质量发展。

21 年 5G 基站新建量预计 60 万站以上，共享率提升带动塔类业务加速发展。工信部部长肖亚庆在 20 年 12 月 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上说，2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享，新建 5G 基站 60 万个以上。随着 5G 对站址需求的提升，公司共享率提升，公司塔类业务维持稳定增长。2020 年前三季度营收实现人民币 602.20 亿元，同比增长 5.6%，归母净利润为 45.64 亿元，同比增长 17.8%，其中“一体”塔类业务收入实现 547.98 亿元，同比增长 2.2%；“两翼”之一室分业务收入实现 26.34 亿元，同比增长 36.9%，跨行业及能源经营业务收入实现 26.12 亿元，同比增长 92.8%。

投资建议：我们预计公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.04、0.05 和 0.06 元，对应 2021 年 1 月 19 日股价 1.29 港元的 PE 分别为 27.7、23.5、19.5X，较同行绝对估值及相对估值均有较大提升空间，在资金南下的背景下，我们维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示：5G 进度不达预期风险；室分、微站业务增长不及预期风险；现有合同到期定价协议下调风险：新业务拓展不及预期风险。

中芯国际(00981)：下游需求旺盛，业绩估值有望双升

胡慧 021-20377068 huhui@huajinsc.cn

投资要点

半导体高景气度维持，晶圆代工产能紧缺：全球半导体销售额从 2020 年 2 月开始恢复同比增长，随着疫情缓解，近几个月增速有所扩大，2020 年 11 月同你增长 7%。但产能的增长落后于需求，同时叠加欧美地区疫情恢复不如国内，晶圆代工产能持续紧缺，各产品缺货涨价声音不断。

国内最大晶圆代工厂，低制程收入占比不断提高：根据 TrendForce 的预测，2020 年第四季度中芯国际的全球市占率为 4.3%，排名第五。作为国内晶圆代工龙头，在需求旺盛的背景下持续受益。公司可提供从 0.35um 到 14nm 的工艺制程，其中 14/28 纳米制程的收入占比不断提高，2020Q3 占比为 14.6%，相比 Q2 提高 5.5 个百分点，相比去年同期提高 10.3 个百分点。

先进制程发展受限，成熟制程需求旺盛：2020 年 12 月 18 日，公司被美国商务部加入“实体名单”，10 纳米及以下制程被“推定拒绝”，短期先进制程发展将受限。成熟制程的许可证发放情况有待观察，但短期不会对公司运营造成重大不利影响。在成熟制程需求旺盛的背景下，公司产能利用率得以提高，2020Q3 达到 97.8%，盈利能力也得到改善，公司毛利率从 2019Q3 以来逐季改善，由 20.03%提高到 2020Q3 的 26.29%。2020 年前三季度公司实现收入 208 亿元，同比增长 30.23%；实现归母净利润 30.80 亿元，同比增长 314.47%。

投资建议：我们预计公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.05、0.06 和 0.07 元，对应 2021 年 1 月 19 日股价 29.60 港元的 PE 分别为 70.8、59.0、58.3 倍。考虑到公司港股 PE（TTM）为 56.3 倍，相比于 A 股 128 倍的估值折价明显，在资金南下的背景下，我们维持“增持-A”建议。

风险提示：中美贸易关系紧张；先进制程研发不及预期；新产能扩建进程不及预期；下游需求不及预期。

金风科技(02208)：1.1MW 小风机荣获金奖，老旧风机替换空间大

肖索 021-20377056 xiaosuo@huajinsc.cn

投资要点

事件：1 月 18 日，北极星电力网报道，世界风电权威媒体 WindpowerMonthly 公布了一年一度的最佳风电机组评选结果，金风科技的多款机型荣登该榜单。其中 GW82-1.1MW 机型斩获最佳陆上风电机组（4.4MW 以下）金奖，这也是本次评选中，国内风电整机厂商获得的唯一金奖。

大量资金积极南下，布局低估值港股机会：根据 Wind 数据，1 月 19 日，南向资金净买入 265.92 亿港元，再次刷新港股通开通以来单日净买入记录。截至 1 月 19 日，南向资金已连续 20 个交易日净买入，连续 12 个交易日净买入额超百亿港元。今年以来南下资金积极布局港股市场，主要是 A/H 股高溢价、低估值优质资产纳入港股以及近两年新成立公募大多可配置港股等因素带动，中长期来看南向资金买入港股的趋势才刚刚开始，港股市场或将迎来价值重估。

1.1MW 小风机荣获金奖，造价成本降低 30%，交付周期缩短至 60 天：本次荣获金奖的 GW82-1.1MW 机组继承金风科技在全球一万八千余台 1.5MW 机组的开发及运行经验，采用最先进的技术迭代升级推出的可靠性更高、度电成本更优的产品，在为老旧风电项目资产提质增效方面有着巨大优势。与新建大兆瓦机组相比，GW1S 机组可直接复用原有机组的基础和塔架，工程造价可以降低 30%左右，避免土建施工和再次征地，审批手续更为简单，交付周期也能从 180 天以上缩减至 60 天左右。

老旧风机替换市场空间巨大，1S 风机电网友好性增强：我国风电事业蓬勃发展三十多年，已有近万台运行 10 年以上的老旧风机，亟需提质增效解决方案应对风电发展全新时代的挑战。GW1S 整机采用最新直驱永磁技术，有效解决了老旧机组原有齿轮箱漏油、故障率高等问题；容量可量身定制，覆盖 750kW-1.3MW 的柔性功率范围；叶轮系统得益于大叶轮的优势，扫风面积相比原有老旧机组大幅提升；在电网适应性上，弥补了老旧机组不具备电网高低穿越能力的缺憾，电网友好性显著增强；能适应各类环境运行，切入风速可低至 2.5m/s，具有优秀的发电出力性能。

投资建议：我国提出的“2030 年碳达峰，2060 年碳中和”背景下，风电是可再生能源的重要一环，行业目前整体估值较低，行业成长性或被市场低估。我们预测风机行业龙头金风科技 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.84 元、1.04 元和 1.11 元。净资产收益率分别为 10.2%、11.2%和 10.7%，给予“买入-A”的投资评级。

风险提示：风电新增装机不及预期；可再生能源的相关政策不及预期。

福寿园(01448)：客流复苏有望助力下半年回补，福寿园核心竞争优势延续

王冯 021-20377089 wangfeng@huajinsc.cn

投资要点

经营性公墓龙头地位稳固，福寿园长期经营稳健：福寿园为经营性公墓行业龙头，公司 2019 年实现营收 18.5 亿元，约为民政部统计的殡葬服务业企业、事业单位、社会非营利机构合计营收的近 6%。公司经营持续稳健，并凭借品牌影响力不断进行对外并购，2013 年至 2019 年净利润实现年复合增速近 23%，并于 2017 年至 2020 年末取得约 14%的市值年复合增速（以人民币计）。

疫情影响上半年业绩，客流复苏有望助力下半年回补缺口：2020 年疫情影响公司业绩表现，上半年收入利润同比下降 15%~20%。Q2 以来国内疫情受控，消费信心逐步向好，5、6 月公司墓园板块实现营收正增长。另据 ShopperTrak 数据，下半年各月，全国总体客流较去年同期的降幅分别约 24%、15%、20%、4%、6%、14%，下半年客流明显恢复。由于消费者较少在疫情期间选择匆匆下葬，墓葬时间可稍有延后，线下客流复苏叠加消费信心恢复，预计公司墓园消费回补上半年缺口可能性较大。

核心竞争优势延续，老龄化推升殡葬需求，内生外延贡献业绩增长：行业层面，据联合国预计，2020 年起，我国老龄化进入快车道，老龄化人口占比提升推动国内粗死亡率提升，预计国内 2020~2025 年死亡人数增速有所提升，5 年累计环比增速由过去的 5%左右提升至 12%左右。公司层面，公司核心竞争优势延续，景观及文化构筑品牌价值，内生外延贡献业绩增长。①品牌价值方面，公司着力打造墓园景观，投入文化建设，使殡葬成为生理生命的告别，精神生命的延续，构筑公司品牌价值。②核心业务方面，凭借较好的文化底蕴及景观设计，福寿园墓园定位中高端，近年来公司持续受益国内整体消费升级趋势，产品升级迭代推升营收净利。③跨区域并购扩张一直是公司增长的动力之一，2019 年公司已覆盖了 16 个省级范围和 30 余座城市。2015 年至 2019 年，上海及其他区域营收年复合增速均约 13.2%，区域的内生外延持续推动公司规模增长。

投资建议：福寿园为国内经营性公墓领先者，持续受益国内老龄化、城镇化以及跨区域扩张。20 年下半年公司销售逐步恢复，墓园消费有望部分回补。我们预计公司 2020 年至 2022 年每股收益分别约 0.27 元、0.34 元、0.41 元。目前公司 PE（21E）约为 19 倍，PEG*（21E）约 1.0 倍，我们看好殡葬行业发展趋势及公司经营性公墓领先地位，维持“买入-A”建议。

风险提示：殡葬服务具有较强地域属性，公司跨区域扩张存在不确定性；并购项目品牌影响力培育需要时间，公司 ROIC 有所下行；殡葬服务修订稿提及政府指导价，目前政策如何落地存不确定性；行业产品质量及管理能力提升或加剧行业竞争程度。

周大生(002867)：加盟拓店规模先行，线上布局觅得先机

王冯 021-20377089 wangfeng@huajinsc.cn

投资要点

周大生——以加盟模式迅速扩张的中国珠宝领先企业：公司 1999 年成立，从事“周大生”品牌珠宝的设计、研发、推广和连锁运营。公司以加盟为主，自营为辅，持续布局终端渠道，截至 2019 年末，门店数量位居我国珠宝品牌第一名。公司坚持以钻石首饰为主力产品，黄金首饰为人气产品，金镶玉/彩宝等为配套产品的产品策略，并整合国内外优异设计资源

持续推出特色产品提高品牌辨识度。受益于加盟拓店迅速和公司品牌力提升，公司业绩快速增长。2019 年营收/净利润分别为 54/10 亿元，2011-2019 年期间，营收和净利润年均复合增速分别约为 15%和 20%。由于公司素金产品采用品牌授权模式而非传统批发销售模式，公司实际销售规模高于报表端营收规模。

行业层面——消费升级背景下珠宝市场广阔，看好下沉渠道和线上成长：2019 年我国珠宝市场规模超过 7500 亿元，居世界首位，但人均珠宝消费金额仍处较低水平。珠宝行业目前集中度较低，2019 年前五大品牌市占率不足 20%。我们认为珠宝作为典型的可选消费品，随我国居民人均可支配收入的不断提高，消费结构升级优化，未来市场空间广阔，特别是我国三四线城市，人口众多且正处于珠宝需求提升最为迅速的阶段。渠道方面，疫情后人们消费习惯逐渐向线上转移，随着年轻消费群体的崛起和珠宝日常佩戴需求推动，珠宝线上增长可期。

公司层面——我们认为周大生的核心竞争优势体现在以下三个方面：

（1）维持加盟商盈利能力，夯实加盟渠道扩张基础：同款同价假设下，我们估算公司加盟商 2019 年单店销售接近 1100 万元，销售镶嵌首饰毛利率超过 50%，销售素金首饰毛利率接近公司自营素金盈利水平，较行业更大幅度的让利加盟商使得公司加盟渠道快速扩张。同时，公司抓住三四线城市的发展机遇，抢先入驻核心商圈和街区，先发优势明显。预计公司未来继续密铺三四线城市空白区域，站稳下沉市场。此外，公司有意愿依托自身加盟渠道管理优势，以经营效率更高的加盟店形式进行一二线城市的门店布局，预计一二线城市的加密布局能够进一步提升公司的市场占有率。

（2）线上瞄准日常佩戴需求，产品差异化布局：公司针对线上消费特征，主打低单价高消费频次的日常佩戴场景，产品以素金首饰和快时尚银饰品为主，素金首饰均价不超千元。2020 年前三季度公司线上营收涨幅超过 100%，近三年蝉联天猫双十一珠宝销售前三名。直播电商方面，公司是行业较早进行直播的珠宝品牌，深度合作各平台头部主播，多次刷新珠宝直播的销售记录，并开发数字化工具助力线下店铺自播。线上渠道未来有望成为公司营收的持续增长点。

（3）全方位品牌营销，优化消费者购物体验，单店效率提升可期：一方面，公司不断加大广告宣传投入，进行全方位立体式品牌营销，提升品牌知名度和认可度，公司品牌价值跻身珠宝行业前两名，且与第一名周大福的差距逐渐减小。另一方面，公司通过加快门店形象升级，扩大新增门店面积，设计更贴合产品风格的包装以提升终端消费者的购物体验。长期来看随着线下渠道持续布局，公司的品牌力和终端经营能力有望推升门店经营效率。

投资建议：周大生作为国内中高端珠宝品牌的渠道王者，持续受益于三四线城市崛起和珠宝日常佩戴需求提升。公司 2020 年三季度业绩超预期，随下半年婚庆需求集中释放，电商购物节活动频繁，全年有望实现正增长。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.42、1.80 和 2.19 元。净资产收益率分别为 18.9%、20.4%和 21.2%。

回顾历史，上市以来公司 PE（TTM）位于 13 倍至 28 倍之间，平均约 22 倍，目前公司 PE（TTM）约 21 倍，处于正常水平。对比同业可比公司，目前周大生 PEG*（2021E）约 0.86 倍，处于较低水平。我们看好消费升级大背景下珠宝行业的发展趋势和公司优异的渠道拓展能力、线上运营能力和不断提升的品牌力，首次覆盖，给予“买入-B”建议。

风险提示：国内疫情反复影响线下消费；行业竞争加剧，产品竞争力不足；金价大幅波动影响；新店扩张速度低于预期；单店培育不及预期。

【财经要闻】

1、国家领导人强调，北京冬奥会、冬残奥会筹办已经进入关键时期

国家领导人强调，北京冬奥会、冬残奥会筹办已经进入关键时期，要围绕如期办赛目标，全面梳理并切实抓好各项工作落实。要提升冰雪运动发展水平，积极谋划冬奥场馆赛后利用，加快建设京张体育文化旅游带。

2、《冬春季农村地区新冠肺炎疫情防控工作方案》对农村地区及返乡人员防疫工作进行部署

《冬春季农村地区新冠肺炎疫情防控工作方案》对农村地区及返乡人员防疫工作进行部署。国家卫健委回应公众关切，就相关问题进行解答时指出，持核酸检测阴性证明返乡从 1 月 28 日春运开始后实施，至 3 月 8 日春运结束后截止。持核酸检测阴性证明返乡后不需要隔离，但需要进行 14 天居家健康监测，做好体温、症状监测，非必要不外出、不聚集，必须外出时做好个人防护，并在返乡后第 7 天和第 14 天分别做一次核酸检测。

3、国务院全体会议讨论《政府工作报告（征求意见稿）》以及“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要（草案）

国务院全体会议讨论《政府工作报告（征求意见稿）》以及“十四五”规划和二〇三五年远景目标纲要（草案）。国务院领导人强调，要保持宏观政策连续性、稳定性和可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，保持经济运行在合理区间。

4、财政部：2021 年要精准有效实施积极的财政政策

财政部部长刘昆：2021 年要精准有效实施积极的财政政策，推动经济运行保持在合理区间；要研究适时完善综合与分类相结合的个人所得税制度，积极推进增值税、消费税等税收立法；加强地方政府债务管理，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，合理确定赤字率和地方政府专项债券规模。

5、商务部：2020 年，全国实际使用外资 9999.8 亿元人民币

商务部：2020 年，全国实际使用外资 9999.8 亿元人民币，同比增长 6.2%（折合 1443.7 亿美元，同比增长 4.5%；不含银行、证券、保险领域），规模再创历史新高。

6、国家能源局：2020 年，全社会用电量 75110 亿千瓦时

国家能源局：2020 年，全社会用电量 75110 亿千瓦时，同比增长 3.1%；全国电源新增装机容量 19087 万千瓦，其中水电 1323 万千瓦、风电 7167 万千瓦、太阳能发电 4820 万千瓦。

7、央行拟出台《非银行支付机构条例》

央行拟出台《非银行支付机构条例》。文件以防范系统性金融风险为底线，系统性提出支付机构在从事支付业务时必须遵守的原则与规定，强化支付领域反垄断监管措施，明确界定相关市场范围以及市场支配地位认定标准，维护公平竞争市场秩序。

8、上证指数收盘涨 0.47%报 3583.09 点

沪指全天震荡攀升，创业板指大涨。上证指数收盘涨 0.47%报 3583.09 点，深证成指涨 1.46%；创业板指涨 3.9%，5 年半以来首次收在 3200 点上方；万得全 A 涨 0.87%；两市成交额超 9000 亿元。稀土永磁、新能源车产业链等题材股表现活跃，海南自贸港指数尾盘拉升；权重板块相对弱势，拖累沪指上行空间，房地产、保险、煤炭、银行等跌幅靠前。

9、恒生指数收涨逾 1%逼近 30000 点大关

恒生指数收涨逾 1%逼近 30000 点大关，恒生科技指数暴涨 5.4%，大市成交额连续两日超过 3000 亿港元。医药、科技、原材料、汽车板块集体大涨；重磅科技股强势反弹，京东健康、阿里健康均涨超 15%，阿里巴巴涨 8.5%，腾讯、美团、京东、比亚迪电子、金山软件均再创新高。

10、美国三大股指齐创历史新高

美国三大股指齐创历史新高。道指收涨近 260 点或 0.83%，纳指涨 1.97%，标普 500 指数涨 1.39%。微软、苹果、赛富时均涨超 3%，领涨道指。科技股大涨，奈飞涨近 17%，谷歌涨超 5%，纷纷创历史新高；银行股下跌，高盛跌超 1%。一系列强劲的企业财报提振了市场情绪。

【重点公告】

【采掘】

陕西黑猫:2020 年净利同比预增 823%-933%

【传媒】

昆仑万维:2020 年净利同比预增 255%-294%

吴通控股:计提商誉减值准备 2020 年预亏 5.45 亿至 5.68 亿元

恺英网络:拟 5000 万元至 1 亿元回购股份

【电气设备】

科华恒盛:1 月 21 日起简称变更为“科华数据”

福斯特:光伏胶膜量价齐升 2020 年净利同比预增约 61%

安靠智电:2020 年净利同比预增 73%-120%

正泰电器:2020 年净利同比预增 70.46%-86.4%

【电子】

深纺织 A:2020 年净利同比预增 52%-124%

ST 宇顺:筹划发行股份并购前海首科 21 日起停牌

蓝特光学:2020 年净利同比预增 57%-64%

中石科技:2020 年净利同比预增 42%-63%

激智科技:2020 年净利同比预增 75%-120%

朗特智能:2020 年净利同比预增 63.8%-83.07%

华正新材:拟公开发行不超 5.7 亿元可转债
TCL 科技:目前 TCL 华星订单充足 库存处于历史最低水平
【房地产】
美好置业:控股股东筹划与公司产业链相关重大交易
【非银金融】
国元证券:2020 年净利同比预增 45%-55%
方正证券:计提 2 亿元信用减值损失 将减少年度净利 1.71 亿元
【公用事业】
侨银股份:预中标两项目 金额合计约 1.05 亿元
深南电 A:2020 年净利同比预增约 157%
赣能股份:2020 年净利同比预增 11%-44%
【化工】
德方纳米:子公司安全事故不会对经营造成重大不利影响
*ST 康得:公司及钟玉收到证监会行政处罚事先告知书
中伟股份:拟 230 亿元投建北部湾产业基地 提升三元前驱体产能
上海新阳:2020 年净利同比预增 24%-38%
雪龙集团:2020 年净利同比预增 43%-53%
至正股份:股东拟减持公司不超 3%股份
新凤鸣:拟 180 亿元投建年产 270 万吨聚酯新材料项目
【机械设备】
科大智能:筹划转让上海泾申、上海泗卓各 80%股权
祥和实业:控股股东及其一致行动人拟减持不超 6%股份
康跃科技:2020 年预盈 3000 万至 4500 万元 同比扭亏
华昌达:股东所持公司 12.11%股份将被司法拍卖
上机数控:签订超 40 亿元单晶硅片销售合同
中大力德:控股股东及其一致人拟减持不超 3%股份
润邦股份:2020 年净利同比预增 71%-157%
首华燃气:2020 年净利同比预增 29%-56%
步科股份:2020 年净利同比预增 47%-66%
中联重科:2020 年预盈 70 亿至 75 亿元 同比增 60%-72%
冀东装备:2020 净利同比预降 77%-82%
华辰装备:2020 年净利润预降 75%-80%
智慧农业:2020 年预盈 5000 万至 6000 万元 同比扭亏
冰山冷热:2020 年净利同比预降 78%-82%
【计算机】
蓝盾股份:“与叙州区政府签 20 亿-30 亿元投资协议”消息不准确
中孚信息:2020 年净利预增 80%-104%
【建筑材料】
金隅集团:2020 年净利同比预降 18%-27%
东南网架:提前终止回购公司股份
东湖高新:2020 年净利同比预增 227%-276%
【交通运输】
海南高速:将择机减持海汽集团不超 3%股份
海汽集团:海南高速拟减持公司不超 2%股份
【汽车】
隆盛科技:实控人拟减持公司不超 2%股份

美力科技:2020 年净利同比预增 110%-149%
东方时尚:实施首次回购 回购量超公司股票前 5 日成交量之和的 25%
【轻工制造】
*ST 永林:2020 年净利 3000 万至 4500 万元，同比扭亏
爱迪尔:2020 年大幅预亏 近期在积极引入战略投资者
集友股份:“加热植物芯产品”预计上半年上市销售
嘉美包装:子公司火灾事故实际造成净损失约 58.9 万元
锦盛新材:2020 年净利同比预降 48.54%
【商业贸易】
国芳集团:董事拟不低于 1000 万元增持公司股份
小商品城:拟投建义乌国际商贸城二区东综合楼项目
【通信】
德生科技:携手华为建设云产业生态
中国联通:下属公司发起设立智能制造基金 基金投资标的为博实股份
【医药生物】
华神科技:拟定增募资不超 3 亿元
海尔生物:拟出售参股公司股权 预计增加收益约 3.49 亿元
乐心医疗:一季度净利同比预增 150%-180%
京新药业:2020 年净利同比预增 20%-30%
永安药业:拟收购中极氢能源 60%股权 培育新利润增长点
紫鑫药业:控股股东所持 5.63%股份将二次司法拍卖
金达威:2020 年净利同比预增 100%-140%
新光药业:2020 年净利同比预增 0%-10%
恒瑞医药:HRS4800 片获得药物临床试验批准
海特生物:2020 年预亏 2300 万元-3000 万元
【有色金属】
天通股份:2020 年净利同比预增 132%-150%
厦门钨业:2020 年净利同比预增约 135%
焦作万方:对未来 2-3 年铝价相对乐观
有研新材:2020 年净利同比预增 51%-79%

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

盖斌赫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn