业绩硬核前瞻系列一：大周期大制造

报告日期：2021-01-13

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com
【华安研究】策略&行业

主要观点：

● 业绩预告密集发布期，广受市场关注

1 月下旬迎来业绩预告密集发布期，有哪些行业和公司业绩持续硬核，高景气延续？华安研究通过对周期制造、大消费、成长科技三大板块进行系列深度挖掘！本篇报告为系列第 1 篇，主要梳理了周期制造板块的业绩硬核行业和相关标的。

● 周期制造业绩硬核相关行业和标的

农林牧渔行业：普莱柯、科前生物、苏垦农发。

有色金属行业：紫金矿业、华友钴业、洛阳钼业、赣锋锂业。

化工行业：万华化学、国瓷材料、金禾实业、龙蟒佰利、光威复材。

机械设备行业：三一重工、恒立液压、国茂股份。

建筑材料行业：东方雨虹、苏博特、中国巨石。

房地产行业：万科 A、保利地产、金地集团。

● 风险提示

各行业及相关标的风险见正文中对应提示，业绩不及预期等。

正文目录

1 农业：科前生物、普莱柯、苏垦农发 5

1.1 科前生物：动物疫苗行业龙头，盈利能力同业最高 5

1.2 普莱柯：圆环新品助销量大增，大单品前景值得期待 6

1.3 苏垦农发：国有大型种植企业，充分受益稻麦价格上涨 7

2 有色金属：紫金矿业、华友钴业、洛阳钼业、赣锋锂业 8

2.1 紫金矿业：海外千亿级矿山放量，行业龙头地位凸显 9

2.2 华友钴业：钴业龙头顺势而上，转型新能源锂电材料领域 9

2.3 洛阳钼业：收购特大级铜钴矿，外源性扩张更上一层楼 10

2.4 赣锋锂业：加快布局全产业链，打造国内锂业龙头 11

3 化工：万华化学、国瓷材料、龙蟒佰利、金禾实业、光威复材 12

3.1 万华化学：盈利能力最强的化工生产企业之一 13

3.2 国瓷材料：新材料公司标杆 14

3.3 龙蟒佰利：国内钛白粉龙头 14

3.4 金禾实业：甜味剂全球龙头 15

3.5 光威复材：国内碳纤维龙头 15

4 机械：三一重工、恒立液压、国茂股份 16

4.1 三一重工：有望熨平周期，成长为全球龙头 16

4.2 恒立液压：稀缺性+成长性铸就千亿级市值 17

4.3 国茂股份：内资减速机品牌龙头，多维布局加速成长 18

5 建材：东方雨虹、苏博特、中国巨石 18

5.1 东方雨虹：业绩大超预期，站稳千亿市值 19

5.2 苏博特：减水剂龙头不断突破成长边界 20

5.3 中国巨石：行业景气向上明确，业绩弹性可期 20

6 房地产：万科 A、保利地产、金地集团 21

6.1 保利地产：量足质优，管理高效 22

6.2 金地集团：精耕细作，稳步增长 23

6.3 万科 A：行业龙头标杆 24

图表 1 周期制造板块行业和标的业绩硬核梳理

周期制造	行业业绩情况简要	关注标的	归母净利润增速			PE		
			2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
农业	疫苗行业受益畜禽存栏提升；种植业受益粮价上涨。	科前生物	84.4%	28.4%	25.2%	38.8	30.3	24.2
		普莱柯	88.9%	30.2%	32.9%	32.0	24.5	18.5
		苏垦农发	41.5%	27.8%	23.4%	22.5	17.6	14.3
有色金属	整体业绩前高后低，2020 年业绩表现比市场预期乐观；随着疫情缓解，国内经济复苏带动金属下游需求释放，新能源汽车产销回暖进一步带动钴锂消费。	紫金矿业	44.8%	22.1%	23.8%	26.6	21.8	17.6
		华友钴业	536%	69.3%	81.0%	54.0	31.9	17.6
		洛阳钼业	33.6%	17.5%	7%	40.4	34.4	32.1
		赣锋锂业	117%	61.1%	53.2%	92.2	57.2	37.3
化工	未来化工行业总体驱动力是创新；从供给侧长期推荐创新周期和资本周期机会；从需求侧寻找 2021 年两阶段投资机会。	万华化学	-1.8%	60.3%	32.7%	28.7	17.9	13.5
		国瓷材料	17.3%	25.6%	19.6%	77.1	61.4	51.4
		龙蟒佰利	5.0%	32.0%	28.1%	18.5	14.0	10.9
		金禾实业	-1.6%	36.5%	22.1%	22.9	16.7	13.7
		光威复材	25.3%	36.7%	29.8%	70.6	51.6	39.8
机械	//	三一重工	47.9%	20.9%	14.4%	23.3	19.4	16.9
		恒立液压	58.9%	36.0%	24.1%	83.1	61.1	49.4
		国茂股份	24.6%	38.7%	31.7%	42.2	30.4	23.1
建材	整体业绩前低后高，玻璃、玻纤拐点明显，2020 年业绩表现预计比市场预期乐观；消费建材业绩表现最好的赛道依次是防水、涂料、五金、管材、瓷砖、板材，精装修板块或承压。	东方雨虹	59.7%	29.5%	23.2%	28.0	21.0	17.0
		苏博特	28.5%	37.0%	29.5%	18.0	13.0	10.0
		中国巨石	-5.9%	24.4%	19.7%	24.0	20.0	16.0
房地产	疫情冲击后，竣工待修复，头部房企预收/营收保障系数较高。	万科 A	14.5%	14.8%	13.1%	7.8	6.8	6.0
		保利地产	14.2%	18.6%	15.1%	5.9	5.0	4.3
		金地集团	10.1%	13.7%	13.2%	5.5	4.8	4.3

资料来源：wind，华安证券研究所

1 农业：科前生物、普莱柯、苏垦农发

支撑逻辑 1：猪用疫苗景气度快速提升，政策落地利好兽用疫苗龙头企业。2020 年除口蹄疫苗批签发数据同比微降，其他主要猪用疫苗批签发数据均实现同比正增长，修复最快的品类依次为猪细小病毒疫苗 61%、腹泻苗 59.6%、猪伪狂疫苗 52%。我们判断，随着规模养殖出栏比重的持续提升，叠加后非瘟时期猪场疫病综合防控的客观需求，国内猪用疫苗市场空间有望持续扩容。从政策层面看，2020 年 5 月，农业部发布《兽药生产质量管理规范（2020 年修订）》（即“新版兽药 GMP”），行业系统性升级加速。2020 年 11 月，农业农村部发布《关于深入推进动物疫病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》，随着“先补后打”政策的逐步落实，市场苗有望步入快速发展期。无论是行业系统性升级加速，还是市场苗快速增长，均利好行业龙头企业。

支撑逻辑 2：从政策层面看，今年中央经济工作会议、中央农村工作会议高度重视粮食安全，中央一号文件有望再次强调粮食安全问题；从农产品基本面出发，大豆、玉米、稻谷、小麦价格均具备中线上涨基础。①饲用需求大增、库存殆尽，国内玉米价格中期看涨，建议继续关注转基因玉米种子相关标的。2016 年随着农业供给侧结构性改革的提出，我国玉米开启去产能通道，2020 年临储库存消化殆尽，2021-2022 年面临畜禽存栏上升带来的玉米需求快速增加，我国玉米价格中期看涨，转基因玉米种子商业化逻辑不变，建议持续关注大北农、荃银高科、隆平高科、登海种业的投资机会。②小麦、稻谷价格有望温和上行，继续推荐苏垦农发。2020 年截至 9 月 30 日，夏粮旺季收购结束，主产区各类粮食企业累计收购小麦 5484.6 万吨，同比下降 29%；截至 12 月 10 日，主产区累计收购中晚粳稻 2010 万吨，同比下降 15.8%，主产区累计收购粳稻 1767 万吨，同比微升 0.1%。经国务院批准，2021 年生产的小麦（三等）最低收购价为每 50 公斤 113 元，较 2020 年提升 1 元/50 公斤。此外，我国小麦、稻谷与玉米比价处于历史低位，随着玉米供需缺口增加，稻麦饲用替代性将逐步显现，小麦、稻谷价格有望温和上行。

业绩可能超预期或持续硬核的标的：科前生物、普莱柯、苏垦农发。

风险提示：疫情超预期；粮食价格下跌。

1.1 科前生物：动物疫苗行业龙头，盈利能力同业最高

支撑逻辑 1：公司经营业务以兽用生物制品研发、生产、销售及生物防疫技术服务为主，主要产品包括猪用疫苗和禽用疫苗。2017 年和 2018 年，公司在国内非强免兽用生物制品市场中排名第二，在国内非强免猪用生物制品市场中位列第一，主要客户包括牧原股份、新希望、温氏股份、正邦科技、扬翔股份、正大畜牧等。

公司由华中农业大学与创始股东陈焕春院士、金梅林教授、吴斌教授、方六荣教授、何启盖教授等七人共同出资设立，陈焕春院士等七人为公司的共同实际控制人。

支撑逻辑 2：猪用疫苗是公司主要收入利润来源，公司利润率处于上市疫苗企业最高水平。2017-2019 年公司综合毛利率分别为 84.47%、84.42%和 79.09%，而主要上市疫苗企业平均毛利率仅为 66.95%、63.13%和 54.51%，公司净利率分别为 50.6%、52.9%和 47.8%，主要上市疫苗企业平均净利率仅为 28.6%、21.9%和 16.2%。公司是国内少有的能同时提供猪伪狂犬病活疫苗和灭活疫苗的企业，能为生猪养殖企业提供猪伪狂犬病整套净化方案，拳头产品猪伪狂犬病活疫苗，使用了中国本土分离毒株，毒株匹配性更高、免疫效果更好、更适合中国生猪疫病防控。2017 年和 2018 年公司猪伪狂犬病疫苗销量全国连续排名第一，猪细小病毒病疫苗、猪胃肠炎和腹泻二联疫苗、猪支原体肺炎疫苗、猪乙型脑炎疫苗等疫苗在市场排名上均位于前列。

公司研发创新优势持续，营销服务助推业务发展，利润率处于上市疫苗企业最高水平。我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 8.13 亿元、9.99 亿元、12.24 亿元，同比增长 60.2%、22.9%、22.5%，对应归母净利润 4.48 亿元、5.75 亿元、7.19 亿元，同比分别增长 84.4%、28.4%、25.2%，对应 EPS0.96 元、1.24 元、1.55 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫苗政策变化；疫病。

1.2 普莱柯：圆环新品助销量大增，大单品前景值得期待

支撑逻辑 1：圆环新品助销量同比大增，伪狂、猪瘟疫苗快速增长。①公司圆环新品陆续问世，销售数据同比大增。2010 年 9 月，公司成功研发上市国内第一个全病毒猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（SH 株），打破进口圆环疫苗垄断市场的格局。2017 年-2019 年，公司研发的猪圆环病毒 2 型基因工程亚单位疫苗（大肠杆菌源）、猪支二联灭活疫苗（SH 株+HN0613 株）、猪圆副二联灭活疫苗（SH 株+4 型 JS 株+5 型 ZJ 株）陆续上市，圆环疫苗竞争力不断提升，2020 年前 11 月公司猪圆环病毒疫苗批签发数据同比增长 253%。②公司猪瘟、伪狂销售数据快速增长。受非瘟疫情影响，2019 年公司猪瘟活疫苗（传代细胞源）批签发数据同比下降 34%，2020 年公司猪瘟活疫苗销量快速回升，前 11 月猪瘟活疫苗批签发数据同比增长 184%。2019 年 4 月公司联合其他单位申报的猪伪狂犬病灭活疫苗（HN1201-ΔgE 株）获得新兽药注册证书，受益于猪伪狂犬病灭活疫苗（HN1201-ΔgE 株）的推出，2019 年公司伪狂犬疫苗批签发数据同比增长 13%，2020 年 1-11 月公司伪狂犬疫苗批签发数据同比增长 15%。

支撑逻辑 2：涉足口蹄疫、高致病性禽流感疫苗领域，大单品前景值得期待。

2018 年公司与中牧实业、中信农业共同出资成立中普生物制药有限公司，间接获得口蹄疫疫苗生产资质，公司持有中普生物 46.5%股权，中普生物已于 2020 年 3 月获得兽药产品批准文号。此外，公司继续推动与中国农业科学院兰州兽医研究所合作开发的猪口蹄疫(O 型、A 型)基因工程亚单位疫苗项目。2019 年 10 月，公司完成对南京梅里亚动物保健有限公司的全资收购，并更名为普莱柯（南京）生物技术有限公司，取得了高致病性禽流感病毒(H5+H7)三价灭活疫苗的生产资质，公司将利用新一代基因工程疫苗技术，实现高致病性禽流感(H5+H7)疫苗由全病毒疫苗到基因工程疫苗的升级换代。

公司是我国兽用疫苗龙头企业，政策上将充分受益疫苗行业系统性升级和市场苗快速发展，同时受益 2020-2022 猪用疫苗景气度快速提升。2017-2019 年公司陆续推出猪圆环病毒基因工程亚单位疫苗、猪支二联苗、猪圆副二联灭活苗，圆环疫苗竞争力不断提升，2020 年前 11 月公司猪圆环病毒疫苗批签发数据同比增长 253%。公司猪瘟、伪狂销量也快速增长，2020 年前 11 月批签发数据同比分别增长 184%、15%。公司还通过投资设立或并购方式，涉足单一品类市场最大的口蹄疫疫苗和高致病性禽流感（H5、H7 亚型）疫苗领域，大单品前景值得期待。我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 9.1 亿元、11.31 亿元、13.85 亿元，同比增长 37.2%、24.3%、22.4%，对应归母净利润 2.06 亿元、2.69 亿元、3.57 亿元，同比分别增长 89%、30%、33%，对应 EPS0.64 元、0.84 元、1.11 元，给予“买入”评级。

风险提示：疫苗政策变化；疫病。

1.3 苏垦农发：国有大型种植企业，充分受益稻麦价格上涨

支撑逻辑 1：优质耕地资源百万亩，全产业链布局图发展。2011 年 12 月，公司与农垦集团签订《土地承包协议》，每年向农垦集团缴付土地承包费即可自主种植经营近 100 万亩优质生产基地；此外，截至 2020 年夏播，公司土地流转面积约 19.15 万亩、受托管理土地面积约 4.1 万亩。公司主营业务运作流程是，以母公司苏垦农发种植业务为基础，由全资子公司苏垦物流采购并提供农药、化肥以及秧盘等农业生产资料，母公司下属分公司实施水稻、小麦以及大麦等粮食作物种植，下属全资子公司主要以母公司产出的稻谷、小麦以及大麦为主要原材料加工生产大米、种子等最终产品。

支撑逻辑 2：公司成本或进入下降通道，政府补贴力度不减。①亩产量维持高位。除沟渠涵闸的基础设施保障之外，公司通过农业资源整合，形成了标准化的管理模式、生产模式、技术模式，已在逐年落实过程中；公司低产土地的产量稳步提高，管理能力、技术统筹能力以及农机配套能力提高，三夏、三秋期间的技术保障能力以及粮食烘干仓储能力均大幅提升。②公司承包费或将下调。公司向农垦集团

承包耕地，承包费约定每五年调整一次，2021 年公司承包费将迎来第二次调整，由于 2017 年至今，稻谷、小麦最低收购价均处于下行趋势，我们预计 2021 年公司承包费大概率下调。③政府补贴力度不减。公司主营业务为稻麦种植、种子生产、大米加工、食用植物油加工及其产品销售、农资贸易。2020 年我国玉米价格已步入上行周期，而公司成本进入下降通道，且政策支持力度不减，我们看好公司 2020-2022 年投资机会。我们预计 2020-2022 年公司实现主营业务收入 90.88 亿元、102.5 亿元、116.8 亿元，同比增长 13.2%、12.8%、14.0%，对应归母净利润 8.37 亿元、10.69 亿元、13.19 亿元，同比分别增长 41.5%、27.8%、23.4%，对应 EPS0.61 元、0.78 元、0.96 元，给予“买入”评级。

风险提示：政府补贴政策调整；自然灾害。

2 有色金属：紫金矿业、华友钴业、洛阳钼业、赣锋锂业

支撑逻辑 1：铜钴。铜方面，新冠疫情造成全球铜矿供给端扰动，使得铜矿供应增速继续下滑。随着全球复工复产的推进，工业金属需求有望集中得到释放，铜价或继续上行。钴方面，嘉能可关停 Mutanda 矿山，钴供给显著收缩，同时，受下半年全球电动汽车产量持续回升影响，钴价格中枢有望逐渐上移。需求端，全球新能源汽车产销量延续高增长，欧洲政府加码新能源汽车补贴政策，动力电池需求增长确定性较强，或弥补手机出货量下滑的缺口。随着 5G 手机的广泛应用以及全球电动汽车需求持续放量，钴金属供给或由轻微过剩转变为少量缺口，提振钴价。

支撑逻辑 2：锂。去年下半年海外高成本锂矿产能持续出清，中欧新能源电动汽车产销回暖带动锂盐消费；四季度国内碳酸锂价格持续快速上涨近 50%，我们预计随着下游需求逐步恢复，锂价仍有大幅上涨空间，此外，高镍电池需求的提升，氢氧化锂需求也将进一步释放，我们预计工业级碳酸锂价格将上涨至 7 万每吨，持续看好 2021 年锂价修复。

业绩可能超预期的标的：紫金矿业、华友钴业、洛阳钼业、赣锋锂业。

风险提示：供给释放超预期，金属价格下跌；下游需求不及预期；相关产业政策变动的风险。

2.1 紫金矿业：海外千亿级矿山放量，行业龙头地位凸显

支撑逻辑 1：海外矿山项目进展顺利，铜矿资源禀赋优势突出。①刚果（金）卡莫阿-卡库拉铜矿项目：地下开发持续快速推进，9 月共掘进 2069 米，创下项目的月度记录新高，超过既定目标约 7.0 公里（约 44%）。卡莫阿-卡库拉铜金属年产量可达 80 万吨以上，紫金矿业通过直接或间接的方式共持有该项目共计 45.1%的股权，待完全建成达产后，预计进一步增加公司铜产量。②波格拉金矿：近期，金矿纠纷案迎来重大转机，BNL 将继续运营波格拉金矿。紫金矿业与巴里克黄金公司对金矿的经营权由此得到保障，对公司的后续金产量提供支撑，缓解市场对海外矿山开采项目进展的担忧。

支撑逻辑 2：矿产铜产量增速超预期。公司前三季度实现矿产金 29.46 吨、矿产铜 34.5 万吨、矿产锌 24.40 万吨、矿产银 217.74 吨。其中，主要受益于多宝山铜矿、刚果金穆索诺伊铜矿以及塞尔维亚紫金波尔铜矿产量增速迅猛，前三季度矿产铜产量同比大增 30.69%；矿产银同比增 33.07%。另外，公司前三季度综合毛利率为 11.48%，其中矿山企业的综合毛利率为 47.27%，同比上升 3.7 个百分点。金、铜两个品种的利润贡献率分别为 34.12%/37.09%，环比上涨 6.49pct/2.50pct。

支撑逻辑 3：供给收缩、需求回暖有望提升铜价。量化宽松、利率下行支撑金价上扬扰动率高叠加疫情限产，矿产铜供给端收缩，随着下游铜消费行业的复工复产，铜需求将迎来复苏，有望推高铜价。美联储为应对疫情实行量化无限量宽松政策，叠加不断发酵的市场避险情绪，黄金长牛不改。

投资建议：金价重心上移，铜价整体维持高位。从价格方面看，在美国无限量化宽松政策的背景下，市场通货通胀预期叠加实际利率下行，金价或将继续维持高位；此外，随着全球复工复产的进行，海外需求恢复，预计未来铜价也将位于高位。公司矿产资源储量丰富，并且国际化进程不断加快，我们预计 2020-2022 年公司的归母净利润分别为 62.03、75.71 和 93.76 亿元，对应当前股价 PE 分别为 26.59、21.79 和 17.59 倍，维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情反复；海外矿山投产进度不及预期；金属价格下跌风险。

2.2 华友钴业：钴业龙头顺势而上，转型新能源锂电材料领域

支撑逻辑 1：行业层面，当前钴价走势已由 2018~2019 年的单边下跌转为震荡上行，较 2020 年中已增长近 14%。供给端，地区端刚果（金）疫情仍不明朗，一定程度上影响钴矿开采和销售；企业端，嘉能可 Mutanda 钴矿关停、资本支出和钴产量指引下调基本奠定了今年下半年开始钴供给端收缩的总体态势。需求端，疫情

影响不改 5G 和新能源汽车发展的长期趋势，消费电池和动力电池需求有望随行业发展释放，带动未来钴需求上涨。供需缺口扩大预期下，产业链上游矿商去库有望提速，带动钴价强势反弹，公司盈利逐步修复。

支撑逻辑 2：公司层面，公司深耕刚果（金）十余年，当地全资子公司 CDM 公司和 MIKAS 公司铜钴矿资源储量可观，在当地已建立稳定手抓矿采购渠道加之配套中间品产能和冶炼项目，成本优势和资源利用效益显著。此外，公司于 2019 年行业底部依然实现产销量双升，印证公司钴业务的强大内动力。

支撑逻辑 3：公司战略重心由钴新材料产业向新能源锂电材料产业转型，具体表现在产业链自上而下的主要布局均以配合新能源板块增量为核心思路。上游资源业务板块，公司在印尼建设年产 6 万吨镍金属量红土镍矿湿法冶炼项目预计 2021 年底建成投产，同时通过收购积极布局锂资源；中游有色冶炼板块，配合三元前驱体扩能，建设三元前驱体的上游原材料硫酸钴、硫酸镍和高冰镍的扩能项目；下游新能源业务板块，自主经营+合资公司商业模式初见成效，三元前驱体和正极材料项目稳步推进，预计 2022 年结束产能爬坡期。我们认为，当前市场存在对新能源行业快速增长、公司新能源业务板块未来成长性的低估。建议持续关注公司 2020 年最新 62.5 亿募投项目中年产 4.5 万吨镍金属量高冰镍项目和年产 5 万吨高镍型动力电池用三元前驱体材料项目的进展，及未来业绩贡献多元化趋势带来的投资逻辑。

投资建议：钴价回暖预期下，公司钴板块业绩有望触底反弹，叠加新能源业务产能爬坡过程带来的业务增长，预计公司未来三年归母净利润为 7.6 亿元、12.86 亿元和 23.28 亿元，对应 PE 分别为 53.96X、31.87X、17.61X。给予“买入”评级。

风险提示：钴价波动；疫情风险；在建项目进度不及预期；相关产业政策变动；下游领域新能源汽车行业增速不及预期。

2.3 洛阳钼业：收购特大级铜钴矿，外源性扩张更上一层楼

支撑逻辑 1：储量大，品质高，有望冲刺行业龙头。Kisanfu 铜钴矿是位于公司 Tenke 铜钴矿西南 33 公里的大型铜钴矿床，是全球现存最大的未开发的铜钴矿之一。FCX 通过 PDC 持有该铜钴矿 95%权益，刚果(金)政府持有另外的 5%权益。Kisanfu 铜钴矿总资源量约为 3.65 亿吨矿石，铜平均品位约 1.72%，含铜金属约 628 万吨；钴平均品位约 0.85%，含钴金属量约 310 万吨。钴金属方面，无论是资源储量还是资源品质方面，Kisanfu 铜钴矿（310 万吨）均优于洛阳钼业自有的 TFM（249 万吨）、Mutanda 铜钴矿（216 万吨）以及 Kantaga 铜钴矿（255 万吨），资源开发潜力巨大。收购完成后，洛阳钼业的权益铜金属量预计从 2329 万吨提升至 2925.6 万吨，增长 25.6%，权益钴金属储量将从 199.0 万吨提升至 493.5 万吨，大幅增加 148%，

有望一举超过 Mutanda 铜钴矿和 Kantaga 铜钴矿，成为铜钴金属细分行业龙头，同时为国内新能源行业发展储备充足的战略资源。

支撑逻辑 2：具备可借鉴的海外资源开发经验公司收购 Kisanfu 铜钴矿等优质矿山资源，积极实践“内需性增长+外源性扩张”双轮驱动的业务增长模式。公司 2016 年收购 TFM，通过实施一系列管理措施，显著提升矿山资源开发潜力，2019 年 TFM 实现铜钴产量分别为 1.61 万吨、17.80 万吨；2020 年规划产能上限分别可达到 1.7 万吨及 20 万吨。我们认为公司通过 TFM 的实践，包括运营、基础设施建设以及与刚果（金）政府和当地之间的协调等，已经为公司积累更加丰富的矿山管理经验以及更为强大的境外资源开发能力，最大程度保障公司在海外资源勘探的顺利进行。

投资建议：公司通过收购刚果（金）特大级 Kisanfu 铜钴矿，铜钴资源储备再上一层楼；同时，公司有望充分发挥现有海外矿山运营经验，充分实现协同效应，因此我们认为公司未来业绩稳定增长可期，维持公司 2020-2022 年盈利预测，分别实现净利润 24.80/29.14/31.18 亿元，同比增速分别为 33.6%/17.5%/7.0%，对应 PE40.41X/34.40X/32.14X，维持“买入”评级。

风险提示：海外矿山经营风险；项目勘探开发进程不及预期；铜钴需求不及预期。

2.4 赣锋锂业：加快布局全产业链，打造国内锂业龙头

支撑逻辑 1：锂电产业链上下游协同发展。打造国内锂业龙头公司从中游锂化合物制造起步，后进军上游锂资源，加速拓展下游锂电池生产，目前已形成垂直整合的业务模式：覆盖上游锂资源开发、中游锂盐深加工以及金属冶炼、下游锂电池制造及退休锂电池综合回收利用等多个方面。多个业务板块间通过发挥协同效应，提升资源利用率，公司营运效率及盈利能力。公司在全球范围内已拥有 9 大生产基地、2 大研发基地，并掌握了 8 处优质锂资源，构建独特的“赣锋生态系统”。

支撑逻辑 2：资源禀赋优势显著。通过部署海外优质锂资源、整合国内研发优势，公司核心竞争力凸显。公司 2011 年收购国际锂业 9.9%的权益，由此开启向锂行业价值链上游拓展的征程。随后，公司接连收购 Avalonia 项目、MountMarion 锂辉石项目、Cauchari-Olaroz 项目等，涉足澳大利亚、爱尔兰、阿根廷、加拿大等多个国家的锂资源项目，为公司锂产品生产提供稳定的原材料来源。截至 2019 年底，公司资源类型涵盖传统锂辉石、盐湖卤水以及锂黏土，合计锂资源量 4818 万吨（折 LCE）权益资源量达 2084 万吨（折 LCE）。

支撑逻辑 3：公司是最大的锂化合物生产商以及全球最大的金属锂供应商。是全球锂行业唯一同时具备“卤水提锂”、“矿石提锂”和“回收提锂”产业化技术

的企业，是锂系列产品供应最齐全的制造商之一。目前公司氢氧化锂设计产能为 3.1 万吨，为满足近期市场对电池级氢氧化锂的需求，公司通过发挥自身柔性生产线优势，持续释放产能，2019 年氢氧化锂产能利用率高达 99.39%。深度绑定特斯拉、德国宝马、大众等欧美终端车企，氢氧化锂销售未来可期。

支撑逻辑 4：新能源汽车替代传统燃油车将成为不可逆的全球性趋势。从规模角度看，动力电池需求未来增长确定性高，景气度有望长期保持。子公司浙江赣锋针对固态电池行业，部署年产亿瓦时第一代固态锂电池研发项目，抢占锂电技术制高点；TWS 蓝牙耳机浪潮带动 TWS 电池需求，公司目前每天 TWS 扣式电池出货量约为 10 万只，供应 OPPO、VIVO 等多家手机品牌厂商。

投资建议：预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 7.77/12.51/19.18 亿元，同比增速分别为 116.9%/61.1%/53.2%，对应 PE92.19X/57.21X/37.34X，给予“买入”评级。

风险提示：锂价格波动的风险；公司在建项目投产不及预期；海外疫情扩散。

3 化工：万华化学、国瓷材料、龙蟒佰利、金禾实业、光威复材

支撑逻辑 1：未来化工行业总体驱动力是创新。未来十年，我们认为化工行业驱动因素与前两轮周期都不一样，总体驱动力是创新。我国化工行业或经历两个发展阶段：第一阶段是结构性成长阶段，各赛道头部企业感受到“3060”碳中和承诺的压力，抢在“十四五”期间快上产能。但化工行业各类指标天花板下降，产能扩张的空间和意愿或出现错配，在创新道路上的既得者继续受益；第二阶段是高质量发展阶段，接近“3060”碳达峰阶段，我国化工审批和环保政策或进一步趋严，进一步解决结构性过剩问题，鼓励进口替代产品的发展。这种高质量发展动力只有创新。

就 2021 年而言，我们认为系统性创新和低成本扩张的机会并存，且化工品供需关系在政策和疫苗的影响下进入一种温和的博弈阶段，化工品价格有望维持较高景气度。

支撑逻辑 2：从供给侧长期推荐创新周期和资本周期机会。我们将化工产品投资策略分为三类：供需周期、资本周期、创新周期，并首推创新周期和资本周期。创新周期中蕴含着超长期投资机会，主要来自竞争优势的决定因素。创新型公司的竞争优势是人才优势，其发展边界是管理的边界。创新型公司凭借有效激励、卓越管理和持续创新，打造难以撼动的技术优势、成本优势和服务优势，在全球市场攻

城略地。创新型公司的定价策略类似医药中的 BigPharma，对不同产品线的投资节奏和未来自由现金流贴现，股权价值更高。资本周期既有一定程度的普适性，又具备较长的周期跨度和可预见性，是比较好的投资方向。我们认为最关键的还是寻找低成本的资本扩张，只有既得企业的低成本扩张才是有效的，高成本的扩张会改变产能成本结构，超额盈利下降。值得一提，在注册制大背景下，更多满足资本周期的新股进入二级市场，因此新股的投资机会具有挖掘价值。

支撑逻辑 3：从需求侧寻找 2021 年两阶段投资机会。我们认为明年的进出口结构分为两个阶段。第一阶段，疫苗接种尚未普及，海外产能保持停产或低开工率，全球供给错配依旧，海外需求依然是出口拉动产品高景气度的支撑。这阶段受益产品是以钛白粉、维生素、TDI、聚合 MDI、环氧乙烷、环氧丙烷、聚丙烯、聚乙烯等为代表的全球竞争的化工品。第二阶段，随着疫苗接种普及，海外产能复工复产，我们判断疫情结束供给侧会优先于需求侧反弹，在一定程度抑制中国产品的出口。这阶段受益产品是以安赛蜜、三氯蔗糖、长丝、短纤、染料、草甘膦、草铵膦、氨纶、制冷剂等为代表的中国主导的化工品。此外，有些行业发展在疫情期间只是暂时被中断，长期看这些行业的生命周期很长，与宏观经济的相关度低。长生命周期的行业包括医疗、农业、食品饮料、军工等。在长生命周期产业链上游化工和材料公司也具备需求上的稳定和持续性。另外，政策是行业发展驱动力之一，在标准升级过程中，下游新的需求被激发，产业链焕发新生。对于标准升级的赛道，其成长性与宏观经济相关度低。

业绩可能超预期或持续硬核的标的：万华化学、国瓷材料、龙蟒佰利、金禾实业、光威复材。

风险提示：政策扰动；技术扩散；新技术突破；全球知识产权争端；全球贸易争端；碳排放趋严带来抢上产能风险；油价大幅下跌风险；经济大幅下滑风险。

3.1 万华化学：盈利能力最强的化工生产企业之一

万华化学是全球聚氨酯龙头，是盈利能力最强的化工生产企业之一，目前正全面向石化、新材料等领域积极扩张。公司凭借有效的激励制度、卓越的管理和研发优势，正逐步打造出高技术和低成本两大护城河。从长期看，我们认为万华的边界不再局限在产业链延伸的边界，而是人才的边界。从这个角度看就不难理解万华布局大硅片、三元正极、可降解塑料和 CMP 等新材料的逻辑。从中期看，高端聚烯烃（包含 POE）或成为万华下一阶段最重要赛道。我国高端聚烯烃需求量约 1200 万吨，但国产供给却几乎是空白。我们看好万华发展高端聚烯烃产品，因为 1）高端聚烯烃的全球竞争格局与 MDI 行业相似，属于寡头垄断竞争。2）高端聚烯烃市场规模是 MDI 市场的 3 倍多。3）高端聚烯烃与 MDI 的技术壁垒相似。4）万华加大

工艺引进、研发投入、专利申请、机构设立、人才招聘等布局。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 99.5、159.5、211.6 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：因公司人力规模扩大带来的内部管理难度增大的风险；项目投产进度不及预期；产品价格大幅波动；油价大幅波动；装置不可抗力的风险；疫苗开发进展不及预期的风险。

3.2 国瓷材料：新材料公司标杆

国瓷材料是我国新材料公司标杆，是具有核心技术优势的无机新材料平台型公司。以合成技术为核心的技术优势是公司主营业务发展的基石，公司大力推进国瓷业务系统（CBS）在全公司各个管理领域的应用，形成技术发展和业务拓展互相促进的发展格局。电子陶瓷材料领域，公司在现有工艺技术上持续挖潜的同时正向 5G 等全新的业务领域进发；催化陶瓷材料领域，公司未来将逐步蚕食被海外巨头垄断的蜂窝陶瓷市场空间，同时有望借助蜂窝陶瓷载体公告的渠道优势和自身在铈锆固溶和分子筛领域的技术优势，打破国外在该领域的长期垄断；生物医疗材料领域，公司将以数字口腔为主要突破口，由齿科材料供应商向专注于齿科修复领域的全套解决方案供应商转变，高瓴/松柏战略投资爱尔创将助力公司成为口腔修复领域的全球龙头企业。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.87、7.38、8.82 亿元，给予“买入”评级。

风险提示：新产品或产业链扩展节奏不及预期；CBS 管理系统实施效果暂时未达预期的风险；齿科战略资源布局速度不及预期；国六标准实施进度不稳定的风险；MLCC 订单波动的风险；5G 建设进度不稳定的风险。

3.3 龙蟒佰利：国内钛白粉龙头

龙蟒佰利拥有全国最大的低成本硫酸法钛白粉产能，在钛白粉存量竞争格局中具备较强优势。公司为国内唯一具备单线产能 10 万吨/年氯化法钛白粉扩产能力的企业，产能稳定性及扩产确定性均远远优于国内其他氯化法钛白粉厂商。未来龙蟒佰利将凭借成本优势、氯化法技术优势和大规模资本开支优势，不断巩固国内钛白粉龙头地位，并有望超过科慕 125 万吨产能，成为全球钛白粉行业龙头。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 27.23、35.95、46.03 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响海外钛白粉需求；国际局势影响公司产品出口和原料进口；氯化法钛白粉产能提升进度不达预期；氯化法钛白粉技术扩散的风险；海绵钛项目落地进度不达预期。

3.4 金禾实业：甜味剂全球龙头

支撑逻辑：金禾实业是安赛蜜、三氯蔗糖和麦芽酚等领域的全球龙头，新建产能投产后，将成为这三大食品添加剂领域产能占比第一的企业，拥有巨大的成本优势和定价权优势。从价格周期看，公司主要产品中安赛蜜价格虽处于历史高位，但行业处于资本收缩期，价格有望维持；三氯蔗糖价格处于历史底部，在边际高成本产能支撑下，三氯蔗糖价格难以下跌。与此同时，三氯蔗糖需求增速快，供给侧今年扩张没有跟上，因此价格有反弹趋势。从资本周期看，安赛蜜由于需求结构的变化，已进入资本收缩期；三氯蔗糖处于结构性资本扩张期，金禾的成本随着规模化优势更加明显，其他企业无法实现逆周期扩张，只能瞠乎其后。从成长性看，公司现有 5 个规划项目推进，完全投产后可贡献净利润 7.49 亿元，将成为公司未来高速成长动力。从业绩稳定性看，公司的弱周期食品添加剂营收占比越来越高，产品综合价格波动降低，消费属性有望增强。从市场渠道拓展方面，公司不仅巩固 B 端业务优势，还通过推出零售代糖产品“爱乐甜”，布局空间更广阔的 C 端业务，塑造品牌形象，并有望实现从食品添加剂生产商到解决方案提供商的转型。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 7.96、10.86、13.26 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：新商业模式开展不及预期的风险；新产品布局不及预期的风险；食品添加剂市场竞争加剧；循环经济产业园建设不及预期；下游大客户突破进展放缓。

3.5 光威复材：国内碳纤维龙头

光威复材拥有国内碳纤维企业中最好的竞争格局：军品业务持续贡献利润和现金流，民品业务凭借技术和资金优势不断开展产能扩张，并向产业链下游延伸。碳纤维及复合材料行业将始终以市场需求为主要驱动力量，而公司在该领域的能力边界正在持续扩张，在优秀且务实的核心团队加持下，将能够及时把握行业发展机遇，为公司带来持续增长动能。军工业务稳固基石：光威有望受益于我国军工航空现役型号的放量周期和新型号的增量空间；风电碳梁业务迎来爆发：光威与维斯塔斯风电碳梁业务多年合作打下良好市场。2021 年海上风电抢装周期、风电叶片大型化趋势加速将直接促进公司风电碳纤维业务增长。复合材料切入 10 倍市场：公司正进军碳纤维下游复合材料制造技术，其市场空间 10 倍于碳纤维。民用航空奠定远期发展：

国产大飞机 C919、C929 碳纤维及复合材料用量或达千亿。光威凭借军用战斗机多年积累的技术优势，有望顺利切入民用航空碳纤维及复合材料市场。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.54、8.94、11.61 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：风电碳梁业务拓展不及预期；军品业务订单波动风险；新增项目进展及产能释放不及预期；民品需求降低；市场竞争加剧。

4 机械：三一重工、恒立液压、国茂股份

4.1 三一重工：有望熨平周期，成长为全球龙头

支撑逻辑 1：行业景气度持续超预期。通过挖机两轮周期的对比，我们认为本轮周期景气延续的主要原因在于需求多元化及参与主体专业化。从短期（销量、开工率）、中期（机器替人+更新需求安全垫）、长期（城镇化建设+出口）三个维度看，工程机械行业景气度仍将持续，2021 全年挖机行业正增长可期。通过各业务条线及公司财报分析我们认为，与上轮周期相比，三一重工在盈利能力及质量、资产及资本结构、抗风险能力等方面均有明显提升。

支撑逻辑 2：对标卡特，三一估值和市值仍有提升空间。从公司目前发展阶段来看，与 1950-1970 时期的卡特彼勒可比性最强。在此阶段，卡特估值从不到 10 倍提升至 25~30 倍，我们认为随着三一国际化布局，其受制于国内宏观投资下降的风险在降低，穿越周期，市值和估值仍有上升空间。

支撑逻辑 3：数字化推动降本增效，国际化助力穿越周期。我们认为三一的数字化转型可理解为三个层次：①推动企业提质、降本、增效等经营维度不断提升；②制造业服务化，带来自身商业模式变化和新价值增长点；③对外赋能，帮助其他制造业企业进行数字化转型，彻底打开公司成长边界。公司坚持国际化战略，提升全球市场竞争力，在“一带一路”东风及“中国建设+中国装备”协同出海模式推动下，公司海外市场大有可为。

支撑逻辑 4：剩者为王，强者恒强。存量市场博弈中，三一重工作为龙头企业，在数字化和国际化两大战略指导下，将依靠产品本身优势（性能、服务等）+供应链优势（规模效应，更低成本，议价能力强）+资金优势（有资本投资研发），不断抢占市占率，且依靠创新驱动，建立更深的品牌护城河，经过大浪淘沙的洗礼，最终实现“剩者为王，强者恒强”。

投资建议：基于 2020 年挖机行业销量超预期，我们上调盈利预测，预计公司 2020-22 年归母净利润分别为 166、200、229 亿元，同比增速分别为 48%、21%、14%。对应 PE 分别为 21、17、15 倍。我们认为公司 2021 年在国际化和数字化的布局下，有望平滑周期波动，盈利稳定性提升，估值有望提升至 20 倍以上，市值有望达到 4000 亿，给予“买入”评级。

风险提示：经济增速大幅下滑；基建补短板效果不及预期；海外市场开拓受阻；市场竞争加剧。

4.2 恒立液压：稀缺性+成长性铸就千亿级市值

支撑逻辑 1 稀缺性：壁垒高+绑定优质客户，产业链地位高。①液压件行业技术壁垒高，短期新竞争者少。液压件行业本身属于技术密集型、资金壁垒、规模壁垒等都决定了此行业短期很难有进入者。公司产品远销美国，卡特彼勒作为公司客户，对公司产品有较强依赖性，因此已成功申请关税豁免，贸易摩擦对公司经营影响较小，这充分说明了公司产品的不可替代性。**②公司绑定优质客户，产业链地位高。**公司各类产品深度绑定优质客户，具有品牌效应，多年合作与积累为公司建立了明显的先发优势，充分的保障了公司未来在液压行业市场份额的稳定增长潜力和盈利能力的连续性。

支撑逻辑 2 成长性：已有产品市占率提升+新产品拓展，公司熨平业绩波动能力强。①产品市占率提升。挖机油缸市占率接近 50%，未来主要看下游主机厂集中度提升，叠加开拓海外新客户带来的增量；泵阀方面，我们通过 1-9 月份泵、阀累计产量粗略计算市占率：目前小挖泵阀市占率平均约 40%、中挖平均 30%左右、大挖平均仅 7%左右，中大挖泵阀晚于小挖放量，未来提升空间巨大。**②产品品类拓展。**公司布局泵阀系列化开发，2021 年进入成果转化期，泵阀产品由目前的行走机械挖机领域向非挖行走机械领域（awp、汽车吊、旋挖钻）+工业泵阀领域拓展，是未来的增长亮点。

投资建议：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.59、28.01、34.76 亿元，同比增速分别为 58.85%、36.01%、24.10%。对应 PE 分别为 65、48、39 倍，维持“买入”评级。

风险提示：工程机械行业景气度下行；基建补短板不及预期；房地产开发投资额加速下滑；新产品开拓进度不及预期；下游价格竞争加剧；成本端压力传导至上游。

4.3 国茂股份：内资减速机品牌龙头，多维布局加速成长

支撑逻辑 1：大行业小公司，市场集中度低，国茂成长空间广阔。2019 年国内工业减速机市场规模 1200 亿元，其中通用减速机市场 500 亿，专用减速机 700 亿。2012-2019 年减速机行业营收复合增速 10%，减速机产量的复合增速 7%，行业驱动力在于自动化改造，过去十年保持略高于 GDP 的增速。SEW（德企）是国内最大的通用减速机制造商，2019 年营收约 80 亿，国茂是内资品牌通用减速机龙头，2019 年营收 19 亿，市占率仅 3.8%，成长空间广阔。

支撑逻辑 2：产品升级出清低端品牌，募投项目持续投产，突破产能瓶颈。下游制造业升级驱动减速机品牌分层，中端产品需求提升，低端市场持续萎缩。国茂定位中端减速机品牌，通过“分散制造+集中组装”的生产流程和分级经销建立了产品与渠道优势，运营效率远超竞争对手。2016-2019 年产品供不应求，多轮提价，盈利能力持续提升，随着募投产能逐步释放，公司有望开启新一轮成长。

支撑逻辑 3：收购莱克斯诺迈向高端，切入专用领域打开成长空间。公司收购莱克斯诺，补足了高端品牌矩阵。莱克斯诺研发制造优势与国茂现有的减速机业务协同效应强，有利于提升公司品牌形象，在高端市场对外资进口替代。同时公司以塔机市场为切入口，主攻市场空间较大的工程机械领域（160~200 亿），回转减速机已批量配套徐工塔机，新产品也在抓紧试样，公司未来有望成长为国内工业减速机龙头。

投资建议：预计公司 2020-2022 年分别实现净利润 3.54/4.90/6.45 亿元，对应 PE42X/30X/23X。给予“买入”评级。

风险提示：工业自动化景气度下行；莱克斯诺高端品牌融合低于预期；工程机械减速机业务推进受阻。

5 建材：东方雨虹、苏博特、中国巨石

2020 年建材板块整体业绩前低后高，2020Q3 大部分细分板块业绩增速已转正。我们认为从全年业绩来看，**顺周期建材中玻璃、玻纤拐点明显，2020Q3 开始行业景气度超预期，预计业绩表现会比市场预期乐观且在 2021 年具备较好持续性；水泥板块价格承压但需求表现亮眼，减水剂板块确定性仍强但龙头业绩出现分化。**

消费建材方面，我们认为全年业绩表现最好的赛道依次是**防水、涂料、五金、管材、瓷砖、板材**，值得注意的趋势有三个：**1）开发商资金压力增大叠加一线城市**

精装修渗透率到达瓶颈，精装板块的后端消费建材业绩短期可能承压，在 2020 年业绩已有体现；2）C 端消费建材开始修复，2021 年积压的 C 端需求预计将继续释放。2020 年涂料、管材等消费建材的业绩表现中，C 端复苏也是重要驱动因素；3）消费建材“以报表换增速”的发展阶段或将过去，未来进入存量博弈期，企业高质量的增长将更为关键。

支撑逻辑 1：2020H2 浮法玻璃加速去库，景气度超预期，短期来看，供给端光伏玻璃供需格局反转仍需时间，浮法产线的转产在短期内预计也将持续，因此 2021 年浮法供给仍然偏紧；需求端多因素共振带来高景气，或将支撑玻璃行业整体价格高位运行，驱动因素包括光伏装机高速增长、汽车需求回暖、竣工需求持续释放、出口回升等。

支撑逻辑 2：玻纤行业自 2020Q3 开始已进入底部上升通道，粗纱和电子纱价格相继大幅提涨，预计 2021 年海外需求复苏的提振效应将进一步显现；中国巨石等龙头在上一轮玻纤行业景气下行周期内逆势扩大了市场份额，行业重回上行通道后预计业绩弹性将充分释放。

支撑逻辑 3：水泥板块总需求 2020 年实现正增长，考虑到新增基建项目仍有相当部分未开工、地产库存偏低、宏观政策保持连续稳定，我们认为 2021 年需求端韧性仍强，同时低基数将进一步放大量价弹性。

支撑逻辑 4：减水剂是顺周期建材中兼具 beta 和 alpha 机会的赛道，对于行业龙头，成长性大于周期性，主要受益份额提升、需求总量提升、议价能力增强等。2020 年龙头业绩出现分化，苏博特主业稳定性更强，且成长性已开始显现。

支撑逻辑 5：当前消费建材龙头增长已进入重“质”的阶段，在盈利质量和经营效率上具备优势的企业将能够穿越周期，更好地面对未来的存量市场博弈。在业绩增长的同时实现报表改善的企业，或说明其战略领先竞争对手，或说明其具有显著的护城河。

业绩可能超预期的标的：东方雨虹（已发业绩预告，业绩大超预期）、**苏博特**（已发业绩预告，业绩符合预期但在板块中一枝独秀）、**中国巨石**（未发业绩预告，我们看好公司 2020 年业绩表现）

风险提示：经济复苏不及预期；下游需求不及预期；原材料价格大幅波动；政策实施力度不及预期。

5.1 东方雨虹：业绩大超预期，站稳千亿市值

支撑逻辑 1：2020 年公司业绩超预期，回款冲回减值准备及成本费用管控，对 2020Q4 业绩贡献较大。

支撑逻辑 2：公司在保持高速增长的同时，报表持续改善，并开始优化客户结

构，发展阶段全面领先竞争对手。

支撑逻辑 3：定增募投计划推进了全品类的产能扩张并进一步加强全国布局，公司成长性有望加速兑现。

支撑逻辑 4：防水新标准即将落地，进一步加速行业集中度提升，公司是标准制定者之一。

投资建议：公司防水主业受益集中度提升，新业务赛道优质且势头迅猛，均具备广阔成长空间。基于在防水行业无可撼动的龙头地位和自身优秀成长性，应享有估值溢价，同时报表改善从边际上进一步提升估值预期。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 32.99/42.73/52.64 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：回款情况不及预期；产能投放不及预期；下游需求不及预期。

5.2 苏博特：减水剂龙头不断突破成长边界

支撑逻辑 1：公司 2020 年业绩实现逐季改善，终端产品价格维持了相对稳定，功能性材料逆势涨价。体现出产品性能和市场认可度具有明显优势。

支撑逻辑 2：公司产品的底层逻辑是从下游需求出发“自下而上”衍生出相关建材产品，与竞争对手有本质区别。功能性材料业务正是公司底层技术的体现，该业务方兴未艾，我们认为未来将能够复制减水剂业务的成功；

支撑逻辑 3：公司基建业务营收占比近 50%，在减水剂行业确定性和壁垒最强的基建赛道具备明显优势，也将优先受益“十四五”期间我国新一轮基建高潮。

投资建议：我们认为公司的技术壁垒和所处市场的广阔空间尚未被充分认识。目前公司的化学建材品类已经较为齐全，并在研发实力、销售渠道上具备较为完备的竞争基础，有望不断突破成长边界，而功能性材料业务将是最核心的驱动力。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.55/6.24/8.08 亿元，对应 EPS 分别为 1.30/1.78/2.31 元，维持“买入”评级。

风险提示：环氧乙烷价格波动；下游需求不及预期；相关政策实施力度不及预期。

5.3 中国巨石：行业景气向上明确，业绩弹性可期

支撑逻辑 1：公司 2020 年在疫情冲击下，销量逆势增长，市场份额进一步提升。同时公司毛利率下滑幅度低于价格下滑幅度，成本控制能力依然优秀。

支撑逻辑 2：玻纤行业已进入上行通道，2020Q3 起景气度逐季改善，且未来 2-3 年行业进入冷修高峰期将进一步收紧供给。

支撑逻辑 3：玻纤需求端空间广阔的向上趋势不变，公司稳步推进产能投放进程，以“智能制造”为基础进一步实现降本增效和提升高端产品占比，以成本优势为基充分分享行业红利。

投资建议：公司具备牢固的成本优势壁垒，于上轮行业寒冬逆势扩大了市场份额。短期玻纤行业拐点已至、量价齐升，公司业绩弹性将充分释放；中长期行业供给端持续改善、需求端空间广阔的向上趋势不变，公司凭借自身技术进步和成本管控优势，有望打开成长空间。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.03/24.92/29.83 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.71/0.85 元，维持“买入”评级。

风险提示：海外需求波动；新产能投放不及预期；降本增效不及预期。

6 房地产：万科 A、保利地产、金地集团

支撑逻辑 1：长效机制构建下的政策调控有助于竞争格局逐步优化。细数历次周期中的政策调整，由“一刀切”到“因城施策”再到近期持续发酵的“三条红线”，乍看之下似乎是风向负面的表征，实则为行业竞争格局提速优化的催化剂。享受行业红利的野蛮增长时代渐行渐远，凭借精耕细作与管理运营能力实现规模提升的阶段已经来临。在政策的助力下，行业竞争格局逐渐清晰。此前，受行业粗放拼抢带来的土地溢价率超合理水平偏高等对行业稳定发展存在扰动的因素有望迎来弱化，基本面在“以稳为主”的基调下回归合理中枢，地产行业未来健康、稳健发展可期。对于基本面的预判如下：（1）销售：2021 年商品房销量小幅个位数下滑，整体趋势稳中有降，销售面积同比-3.5%，销售金额同比 1.0%；（2）新开工：考虑到当前库存水平依然偏低，叠加对销售的预判，及供货诉求偏强，预计全年新开工增速在 1%左右；（3）竣工：从合同履约及竣工确认收入两个角度而言，预计 2021 年竣工面积同比增速为 6.5%；（4）开发投资：土地投资回落、建安投资修复的双重作用下，预计房地产开发投资增速在 6.0%左右

支撑逻辑 2：多维资源合理分流，优化配置带动集中度进一步提升，利好优质标的。从开发链条来看，优质房企普遍具备：一、土储（截至 2020H1）覆盖近一年销量普遍处于 3 倍+的水平，可售货值可满足企业 2-3 年的发展需求（考虑稳步增长的假设前提）；二、上半场，行业拿地靠加杠杆的勇气正消耗殆尽，下半场，企业围绕管理红利和项目运营展开；三、过去的财务端看能否融到钱，在房价上涨与购地成本之间权衡，未来财务看成本管控及渠道拓宽，负债水平合理、结构清晰将迎

来突破；四、多元业务价值有望获重估，以物管为例，除了确定的增量拓展、丰厚的存量规模以外，稳定现金流的“消费属性”也是与开发估值存在差异的关键因素。此外，商业、物流、租赁等板块均有望在市场增量转存量的过程中重估价值。

建议关注稳健经营型房企：万科 A、保利地产、金地集团；物管细分赛道优质标的宝龙商业等。

风险提示：行业调控政策大幅收紧；销售及回款不达预期；竣工修复持续低于预期等。

6.1 保利地产：量足质优，管理高效

支撑逻辑 1：公司成长的“量”。（a）拿地力度：2017 年起，公司加大综合运用招拍挂、旧城改造、合作开发、并购整合等多元化土地拓展力度，当年新增土储建面/销售面积达 202%。2018、2019 年增速虽有下滑，但绝对量依然维持在较高水平。2020H1 在疫情的影响下，公司在土地市场偏冷的一季度逆势拿地，待二季度土地市场回暖后转为谨慎，张弛有度的土储获取节奏带动上半年新增土储建面 984 万平方米，同比增长 19%；对应拓展成本 820 亿元，同比增长 54%。（b）土储规模：截至 2020H1 末，公司待开发面积 6727 万平方米，可售资源对应货值约 1.5 万亿，可满足公司未来 2-3 年的发展需要。

支撑逻辑 2：公司成长的“质”。（a）2018、2019 年地价售价比较 2017 年分别下降 2.1 和 5.1 个百分点，利润水平具备支撑；（b）短期，随着合作项目增多并陆续进入结转期，公司投资收益大幅增加；（c）2019、2020H1 新增项目土储权益比（按建面）恢复至 71.5%、73.0%，较 2018 年分别提升 3.8、5.3 个百分点。权益修复有助于缓解少数股东损益对归母净利润的负向拉拽。综上，在行业盈利水平步入下行阶段的预期越发浓重后，公司盈利能力有望维持在较优水平。

支撑逻辑 3：管理高效、融资畅通、激励到位、多元拓展：（1）高效管控、提效降本：公司管理层经验丰富、“总部-大区-平台”的三级管理模式，具备较高的管控能力和开发效率。2019、2020H1 销售管理费用率（销售金额口径）仅为 2.36%、1.66%，管理红利持续释放；（2）融资优势凸显，杠杆水平具备提升空间：公司凭借央企背景及行业龙头的双重效应，净负债率及融资成本均处于行业较优水平。截至 2020H1 末，公司净负债率约 72%，综合融资成本降至 4.84%；（3）多维激励及培养体系的构建：公司形成以薪酬体系、股权激励、跟投计划为主体的多层次激励机制，通过“和你成长”人力资源培育计划，搭建完整培养系统；（4）多元拓展，协同主业发展：公司业务“以不动产投资开发为主，以综合服务与不动产金融为翼”。夯实主业的同时，保利物业成功赴港上市，为协同发展精进赋能。

风险提示：销售不达预期；调控政策超预期收紧；融资成本上行；利润率下行；

新增项目权益比降低等。

6.2 金地集团：精耕细作，稳步增长

支撑逻辑 1：“精准定位+渗透提升”垂直增长助力销售重回快车道。2016 年，公司以 1006 亿元的销售规模跨过千亿门槛，同比大幅增长 63%。2019 年，公司累计实现销售面积 1079 万平方米，同比增长 22.9%；实现销售金额 2106 亿元，同比增长 29.7%，逆势高增。2015-2019 年销售金额、销售面积复合增速分别为 36%和 25%。值得注意的是，公司深耕城市单城销售金额从 2014 年的 22.9 亿元大幅提升至 2019 年的 52.3 亿元。期间随着 2016 年扩张转向积极，深耕城市的表现依然超过平均水平，印证公司销售规模提升并非单纯依靠布局横向铺开扩张，而是源自城市“精准定位+增强渗透率”的垂直增长。疫情冲击下，2020 年公司累计实现签约面积 1194.8 万平方米，同比上升 10.73%；累计实现签约金额 2426.8 亿元，同比上升 15.23%，稳步增长彰显老牌房企稳健经营、无谓周期的风采。

支撑逻辑 2：财务稳健，成本管控能力突出，低杠杆蓄力更多成长空间。截至 2020Q3 末，公司净负债率约 67.0%，较去年末增加 9.3 个百分点；资产负债率 78.4%；扣除预收账款后资产负债率约 69.9%。公司货币资金约 505.7 亿元，同比增长 12.0%，覆盖短债倍数近 1.09 倍。报告期内，公司成功发行合计 40 亿元的超短期融资券、合计 60 亿元的中期票据以及 30 亿的公司债券。其中，以 8 月发行的 20 亿元 3 年期中期票据为例，发行利率 3.83%；10 月发行的 30 亿元规模的 5 年期公司债，发行利率 3.95%，融资优势凸显。公司有望凭借低杠杆、低成本、渠道畅通且债务结构合理等优势，在未来适应市场变化及自身发展需求等方面拥有更大的财务调整空间。

支撑逻辑 2：持续探索多元化地产新业务，提升主业附加值。（1）商业地产及产业园区：截至 2019 年底，金地商置在北京、上海、深圳、南京等地运营和在建商业综合体项目 29 个，物业形态覆盖超甲级写字楼、大型 Mall、星级酒店、城市公寓等，总建筑面积近 280 万平方米；（2）房地产金融：公司早在 2006 年开始房地产金融领域的探索，成立了专注于中国房地产市场投资的私募基金管理公司—稳盛投资。截至 2017 年 12 月，人民币及美元资产管理规模合计达到 341 亿元。（3）金地物业：截至 2019 年末，金地物业合同管理面积突破 2.1 亿平方米，同比增长 40%。服务已遍及全国 160 座城市。

风险提示：重点布局城市限签等调控偏紧致成交不及预期；新增土储权益比下行等。

6.3 万科 A：行业龙头标杆

支撑逻辑：开发业务稳步提升，多元拓展先行一步。万科作为行业龙头标杆，无论是在开发业务方面具备的经营优势，还是在多元业务拓展方面较行业的领先优势着实凸出。从开发销售来看，2020 年 1~12 月公司累计实现合同销售面积 4,667.5 万平方米，合同销售金额 7,041.5 亿元，稳居行业第一梯队。集团财务、资金状况稳健。截至 2020Q3 末，公司净负债率为 27.6%；持有货币资金人民币 1730.5 亿元，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和人民币 850.7 亿元。有息负债占总资产的比例为 14.1%，且有息负债中 66.8%为长期负债。多元化业务方面，物业服务、租赁业务、商业板块（印力）、物流仓储服务有待价值重估。随着行业经营模式由粗放向精耕的转化，公司具备多维溢价的可能。

风险提示：销售不达预期；利润率下行；多元业务经营存在不确定风险等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%以上；

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%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。