

1 月金股组合

中银证券研究部 1 月金股

1 月金股组合

- **策略观点：**基本面修复趋势延续，流动性尚未面临拐点，市场仍将处于业绩因子主导的环境中。一季度基本面大幅上行，内需持续改善 年初配置窗口 市场流动性环境维持合理充裕，海外疫情反复或导致复苏节奏受阻，美国大选及海外疫情 或带来市场风险偏好波动，但市场盈利上行、增量资金入市趋势仍在，1 月市场开门红行情可期。行业配置上，银行、保险、券商、汽车等顺周期板块值得增配；科技股把握估值与业绩匹配度，建议关注量价齐升的光伏、行业格局改善的面板、业绩确定性较强的消费电子，疫苗和半导体可能会有反弹但不建议介入。消费板块中食品饮料的基本面较为稳定，高估值部分消化，若有超调可以逢低介入。
- **组合回顾：**行业组合弱于市场，个股组合优于市场。上月“老佛爷”行业组合绝对收益 3.65%，表现弱于市场 1.41%；“老佛爷”金股组合绝对收益 8.54%，表现优于市场 3.48%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.26。
- **1 月中银证券金股组合为：招商银行（银行）、东方财富（非银）、华新水泥（建材）、天赐材料（电新）、桐昆股份（化工）、先导智能（机械）、比亚迪（汽车）、张裕 A（食品饮料）、志邦家居（轻工）、金山办公（计算机）。**
- **风险提示：**大盘系统性风险；个股层面暴雷。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师： 王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师： 徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

策略观点

1 月 A 股市场预判：

基本面修复趋势延续，流动性尚未面临拐点，市场仍将处于业绩因子主导的环境中。一季度基本面大幅上行，内需持续改善 年初配置窗口 市场流动性环境维持合理充裕， 海外疫情反复或导致复苏节奏受阻， 美国大选及海外疫情 或带来市场风险偏好波动，但 市场盈利上行、增量资金入市趋势仍在，1 月市场开门红行情可期 。

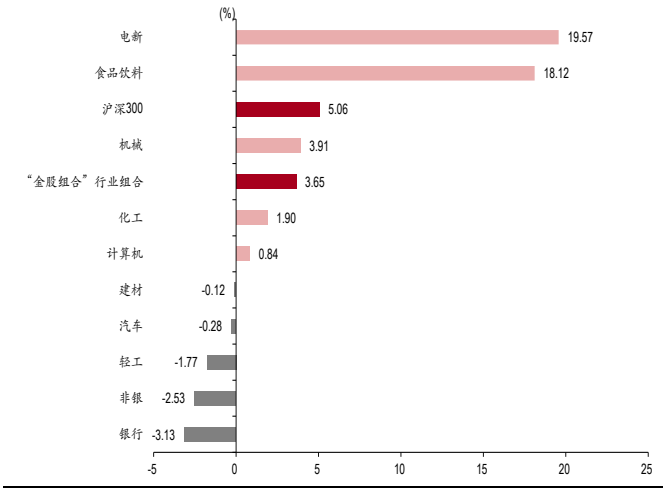
行业配置上，银行、保险、券商、汽车等顺周期板块值得增配；科技股把握估值与业绩匹配度，建议关注量价齐升的光伏、行业格局改善的面板、业绩确定性较强的消费电子，疫苗和半导体可能会有反弹但不建议介入。消费板块中食品饮料的基本面较为稳定，高估值部分消化，若有超调可以逢低介入。

主题上关注新能源汽车、国改、半导体、新三板精选层带来的投资机会 。

12 月组合回顾

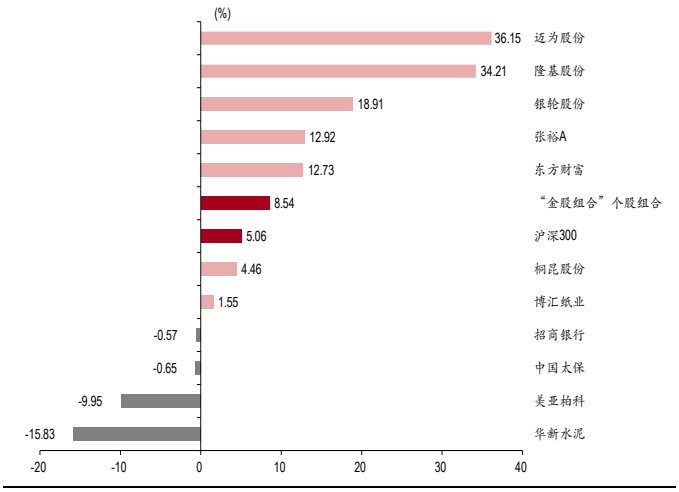
组合回顾：行业组合弱于市场，个股组合优于市场。上月“老佛爷”行业组合绝对收益 3.65%，表现弱于市场 1.41%；“老佛爷”金股组合绝对收益 8.54%，表现优于市场 3.48%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.26。

图表 1. 上月“老佛爷”行业组合表现



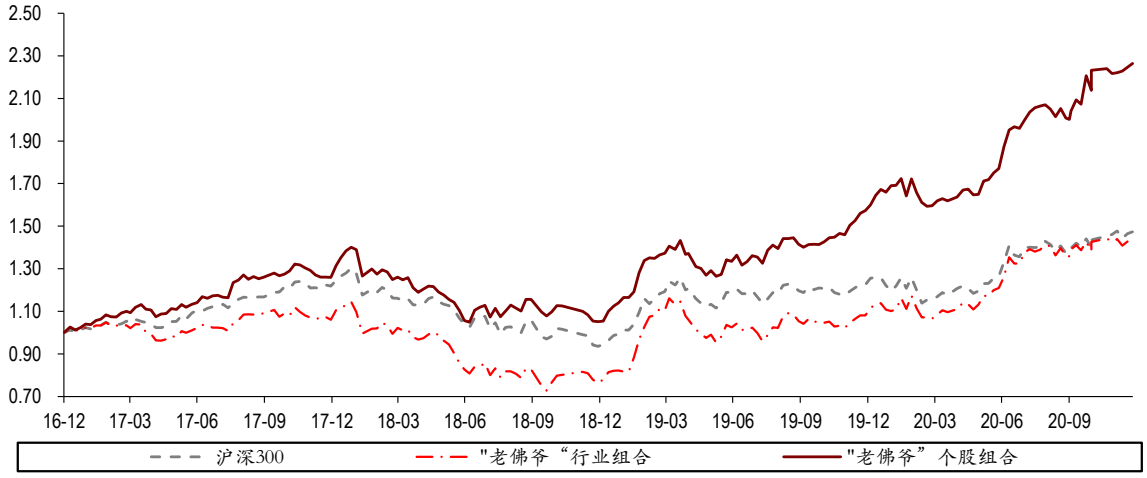
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 上月“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 3.“老佛爷”金股组合表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

1 月组合

1 月中银证券金股组合为：招商银行（银行）、东方财富（非银）、华新水泥（建材）、天赐材料（电新）、桐昆股份（化工）、先导智能（机械）、比亚迪（汽车）、张裕 A（食品饮料）、志邦家居（轻工）、金山办公（计算机）。

图表 4. 1 月金股组合及估值表

行业	代码	公司	收盘价	EPS		PE			评级
				2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	
银行	600036.SH	招商银行	43.95	3.74	4.05	12.02	11.75	10.85	买入
非银	300059.SZ	东方财富	31.00	0.47	0.59	69.63	65.96	52.54	买入
建材	600801.SH	华新水泥	20.63	2.84	3.50	7.83	7.27	5.89	买入
化工	601233.SH	桐昆股份	20.59	1.61	2.03	19.65	12.77	10.17	买入
电新	002709.SZ	天赐材料	103.80	1.28	1.40	127.48	80.84	74.14	买入
机械	300450.SZ	先导智能	83.99	0.96	1.41	99.00	87.13	59.53	买入
汽车	002594.SZ	比亚迪	194.30	1.61	1.70	153.48	120.98	114.29	买入
食品饮料	000869.SZ	张裕 A	43.60	1.18	1.59	37.15	36.95	27.44	买入
轻工	603801.SH	志邦家居	34.51	1.61	2.09	26.20	27.13	20.86	买入
计算机	688111.SH	金山办公	411.00	1.66	2.52	239.39	247.89	162.90	买入
银行	600036.SH	招商银行	43.95	3.74	4.05	12.02	11.75	10.85	买入

资料来源：万得，中银证券，数据截止 2020/12/31

1 月行业观点及关注个股

银行行业：招商银行

行业观点：

展望 1 季度，在稳健的货币政策定调下，我们认为 2021 年信贷投放增速将有放缓，预计 1 季度信贷投放规模不及去年同期。息差方面，1 季度存在 LPR 切换的影响，预计 1 季度息差是年底低点，但随着经济活动的有序开展以及货币政策回归常态化，银行资产端收益率的提升有望带动后续季度银行息差的企稳向好。资产质量方面，前期的小微延期还本付息政策将于 3 月末到期，但近期监管也表态适当延长帮扶政策，有助于银行资产质量保持稳健。我们认为 2021 年银行基本面改善趋势明确，但 1 季度存在 LPR 切换的影响，相对而言，2 季度在低基数以及 LPR 压力缓解情况下，银行的业绩表现预计好于 1 季度。近期国内出现零星的疫情案例，建议投资者关注冬季疫情形势。3 季度银行板块重仓比例小幅回升但仍处于低位（与 2014 年 3 季末 0.92%的低位接近），板块目前具备低估值（对应 2021 年为 0.73xPB）、低仓位的特点，我们认为已反映市场投资者的悲观预期，随着国内经济形势向好，悲观预期的修复有助于板块估值表现向好，板块 2021 年意愿预计有所抬升，长期的配置价值凸显，看好板块的绝对收益。

推荐：招商银行

零售银行标杆，财富管理业务亮眼：招商银行作为零售银行的标杆，零售优势领先，前瞻性的战略布局以及坚定执行力积累客户基础，零售地位短期内难被超越。认为招行经营风格稳健审慎，且拨备厚实，风险抵补能力优于同业，厚实的拨备保证业绩的稳定性，维持买入评级。

零售标杆银行，分红率提升彰显管理层信心：招行的零售布局存在发优势，产品创新力和专业化客户服务增强客户粘性，零售客群基础庞大。公司零售业务收入贡献占半壁江山，2020 年上半年零售金融营收与税前利润占比分别为 53.1%、53.9%。在巩固零售业务优势的同时，公司促进批发业务、金融市场业务与零售业务的联动，增强公司市场竞争力。公司 2019 的年分红率提升至 33%，反映出公司轻型化经营成效显现以及管理层对公司未来发展的信心。同时，公司继续数字化转型，加强拓展线上零售业务，随着国内经济的修复，零售条线业务收入贡献有望进一步加大。

财富管理优势凸显：尽管疫情对行业信用卡业务收入带来影响，但益于财富管理业务的亮眼表现，招行 2020 年以来手续费收入保持高增。公司前三季度手续费净收入同比增长 10.70%，占营收比重进一步提升至 28.6%，收入结构更趋多元化，其中财富管理业务收入（母行口径）前三季度同比增 45%。认为理财子公司更专业的投研能力有助于提升资管能力以及增强客户粘性，继续看好公司未来资管业务收入表现。

零售业务资产质量短期波动，拨备领先同业、风险抵补能力强：招资产质量保持优异，不良贷款率处于同业低位水平。尽管上半年受疫情影响零售业务不良率有所抬升，但 3 季度零售不良贷款率已企稳，未来随着经济的不断向好，零售新生不良压力有望减轻。公司拨备覆盖率始终保持同业前列，3 季末拨备覆盖率达 425%，拨贷比为 4.79%，拨备基础扎实，风险抵补能力强，领先同业的拨备覆盖率也保证了业绩的稳健性。

非银行业：东方财富

行业观点：

保险：预计 1 月保险板块仍有做多空间，积极因素包括：1）除新华及国寿 2020 年 1 月保费收入充足，未受疫情影响，太保及平安均处于保费收入低基数，21 年 1 一季度新业务价值有望实现 V 型反转；2）受益于顺周期板块轮动，叠加估值切换，保险板块更加具有风险收益比；3）产品端：由于 2020 年一开门红"不红"，21 年一季度上市险企推出长期储蓄险参与开门红产品销售，积极看好合法刚兑的储蓄型保险（利好开门红销售）；4）资产端：长端利率可能继续上行，行业内权益资产占比有望开放上限，利好保险资产端修复。

证券：1）短期来看，市场上流动性较为宽松、投资者情绪较好有望带来券商板块的"春季行情"。2）长期来看，政策面利好逻辑不变，在资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进、证监会推动打造航母级券商的大背景下，证券行业长期存在做大做强的驱动力，券商并购将成为行业趋势，集中度进入上升通道。3）估值方面，当前券商板块 PB 为 1.85 倍，低于 2014 年以来估值中位数 1.91，存在较大上升空间，建议适时积极配置券商板块。选股一方面坚持中长期龙头逻辑，继续看好龙头券商中信证券和华泰证券的长期发展。另一方面，基于短期"春季行情"逻辑，推荐弹性强韧性好的东方财富。

推荐：东方财富

流量赋能：经纪和两融业务排名升至第 18、20 名，门户网流量稳居前受益于公司财经门户网的顶级流量优势，2015-2019 年证券业务收入 CAGR 达 122.10%。公司证券业务个人用户占比近九成，证券经纪和两融业务合计收入占比超过 90%，2020H1，公司代理买卖证券业务（含席位）和两融业务的市占率分为 2.34%、1.70%，证券业协会排名分为第 18、20 名，2015 年两者市占率仅为 0.23%、0.12%，协会排名为第 72、75 名。

生态赋能：基金代销业务稳居第一梯队，天天基金 APP 生态日趋完善。2016-2019 年，金融电子商务服务业务收入 CAGR 为 12.38%，基金销售规模 CAGR 为 29.12%，收入及规模稳居市场前列。目前，天天基金的代销基金数量和代理基金公司数量分为 5530 支和 141 家，稳居第一梯队。天天基金涵盖基金、活期宝、指数宝、组合宝、定投等多种理财工具，提供丰富的基金经理理财直播课等活动，用户粘性持续提升，生态建设日趋完善。

科技赋能：研发人员占比近四成，金融终端赋能主公司研发人员数量占比近四成，2019 年研发支出达 3.05 亿元，投入逐年攀升。高研发投入保障公司技术领先，公司金融终端产品已涵盖股票、固收、基金、商品、外汇、宏观等领域数据，可提供 Excel 插件、量化接口等应用工具，功能不断完善，且提供东方财富证券账户登录入口。2020H1，公司金融数据服务业务实现收入 0.84 亿元，同比提升 6.92%，增速转负为正。

建材行业：华新水泥

行业观点：

水泥：估值已具备很高安全边际。1 季度基本面真空，市场关注政策端变化。

玻璃：玻璃原片价格高位稳定回落，玻璃公司 3、4 季度业绩环比大幅提高，业绩会不错。但未来数月，边际上供给增加，需求稳定抑或降低，玻璃价格看跌。

防水材料：业绩不错增长，估值合理，持续推荐。下半年股价催化和长期价值提升角度，雨虹优势明显。

塑料管道：PVC 原料价格超大幅度上涨，PVC 管材企业毛利率受损。

外加剂：逻辑是行业集中持续提高龙头优势逐步明显并强化，当集中度提高到一个临界值后行业生态最终变化的中长视角逻辑。下半 P 年走势较弱主因是消化上半年过于乐观的业绩预期；

玻纤与新材料：玻纤行业长周期向上。

推荐：华新水泥

历史悠久的水泥龙头，坐拥亿吨水泥产能：公司创始于 1907 年湖北泥厂，1994 年在上交所上市，1999 年与瑞士 Holcim 集团合作。根据中国水泥网数据，2019 年底公司有熟料产能 6，181.4 万吨，主要集中在湖北、湖南、云南三省；水泥产能近 1 亿吨，砼产能 2，235 万立，骨料产能 4，900 万吨。2019 年公司营收 314.4 亿，同增 14.8%；归母净利 63.4 亿，同增 22.4%；水泥熟料销量合计 7693 万吨，单价 354.3 元，吨毛利 146.2 元。2020 年一至三季度公司营收 204.1 亿，同减 9.2%；归母净利 40.2 亿，同减 16.9%；水泥熟料销量 5，275 万吨，单价 331 元，吨毛利 69.5 元，同比均有下滑。

深耕华中西南，骨料业务强势崛起：2019 年公司水泥、混凝土、熟料骨料收入分别为 264.7 亿元、18.1 亿元、7.9 亿元、10.3 亿元；收入占比分别为 84.2%、5.8%、2.5%、3.3%；近年公司发力骨料业务，营收占比逐步崛起。湖北、湖南、云南三省营收分别为 107.8 亿元、31.6 亿元、55.1 亿元；营收占比分别为 34.3%、10.0%、17.5%，业务集中在华中和西南地区。

深蹲起跳复苏可期：2020 年以来，在疫情和长江流域雨水天气影响下公司产能布局较多的区域均受到较大冲击，基本面数据明显回落。认为，随着疫情和雨水天气影响渐行渐远，2020 年上半年公司业绩基数较低，以及后续公司持续投放海外熟料和骨料产能，2021 年公司营收与利润有望迎来快速增长。

电新行业：天赐材料

行业观点：

光伏：国内平价项目储备充足，海外需求快速恢复，碳中和目标引导中长期需求向好，光伏需求景气无忧；HJT 产业化大幕拉开，设备国产化有望加速 HJT 渗透。

新能源汽车：主流车企电动化进程持续加速，有竞争力的车型密集推出，有望刺激全球新能源汽车需求持续高增长；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；磷酸铁锂、六氟磷酸锂等环节供需格局改善，价格有望持续反弹；上游钴锂基本面筑底，供需格局有望持续改善。

推荐：天赐材料

立足电解液 15 年，电解液放量叠加六氟涨价周期开启，龙头再启航：日化材料起步，深耕电解液多年，纵向延伸产业链，横向电池业务协同，逐渐辐射锂电行业闭环。电解液价格 18 年起跌到底部，公司在此期间，拓展海外客户、布局上游原材料、研发生产新型添加剂，进一步强化自身优势，一体化布局+下游客户放量，20 年电解液份额提升至 30%，毛利触底反弹，重回 30%+。电解液绑定海外大客户逐步放量，基本面支撑六氟涨价新周期，公司业绩新动能不断，主业全面开花。选矿及电池运营业务减值损失计提基本完毕，正极业务开始扭亏，日化业务表现亮眼，公司轻装上阵，电解液龙头再启航！

基本面支撑六氟涨价周期，供需结构改善再为公司赋能：2020 年 9 月起六氟供给紧张，目前较底部已上涨 30%+，摸高至 10 万元/吨，预计短期需求旺季将延续。长期来看 21 年为国内电动车销量大年，对应全球六氟磷酸锂 5.6 万吨，而 21 年全球有效供给为 5.8 万吨，供需格局扭转确立，2 年维度看六氟供需紧平衡，整体供应偏紧+季节性失衡，预计价格 12-15 万元/吨。六氟价格 10 万元/吨对应公司电解液单吨净利 0.7 万元/吨，12 万元/吨对应单吨净利超 0.9 万元/吨，弹性大。公司目前六氟产能 1.2 万吨，并计划新增 6 万吨液态六氟产能，六氟自供比例提高将进一步强化公司成本优势，21 年电解液实现量价齐升。

化工行业：桐昆股份

行业观点：

12 月份，产品价格有所分化。国际油价环比上个月上涨 7%，跟踪的产品中约 60%化工产品价格环比上个月上涨，其中涨幅超过 10%的产品接近 20%。与 2019 年同期相比，约 38%的化工产品价格同比上涨。

行业营收数据来看，各一级子行业均继续向好，库存水平均继续下降。中期来看，行业集中度提升或将加速。展望后市，对行业总体继续乐观，认为产品价格及企业盈利将继续修复，尤其是农历年后的旺季，或将迎来新一轮化工产品的涨价。

投资建议，一月份看好与油价直接相关化纤等早周期品种，比如聚酯、粘胶、化肥等，及明年增长性较为确定的部分新材料龙头。中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

推荐：桐昆股份

首期转债提前赎回，关注股本集中转增摊薄收益：“桐昆转债”是公司于 2018 年发行的首期 38 亿元可转债，2019 年 5 月 17 日“桐昆转债”进入转股期，截止 2020 年 9 月 30 日，尚未转股金额为 34.46 亿元，占比 90.67%。截止 2020 年 11 月 11 日，尚未转股金额为 27.67 亿元，占比 73.05%。4 季度以来，“桐昆转债”发生转股 6.79 亿元，占比 8.49%，新增股数约为 5500 万股。相比之下，2019 年下半年和 2020 年前 3 季度分别转股 2.89 亿元和 0.29 亿元，“桐昆转债”上市以来转股速度较慢，2020 年 11 月临近触发强赎条款，转股速度显著提升。若本次存量可转债的 90%在赎回登记日前完成转股，将转增股本约 2.03 亿股。按照 3 季度公司总股本计算，转债转股对正股的稀释率为 10.96%，短期内可转债转增股本将摊薄收益。另外，公司 2020 年 3 月发行的第二期可转债（“桐 20 转债”）已于 9 月 7 日进入转股期，目前仍有 99.99%未转股，需要持续关注公司存量可转债转股速度和条款进度。

浙石化二期顺利投产，助力公司业绩攀升：根据公司 11 月 3 日发布的公告，公司持股 20%的浙江石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”二期工程完成工程建设、设备安装调试等前期工作，相关装臵具备投运条件。根据项目实际进展情况于 11 月 1 日将二期工程第一批装臵（常减压及相关公用工程装臵等）投入运行。浙石化一期项目 2020 年前 3 季度共计为公司贡献了 15.66 亿元投资收益。二期项目投产后，2021 年将贡献投资收益，两期项目投产将为公司带来丰厚的投资收益；另一方面，浙石化项目有助于公司在“原油-PX、烯烃-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹”一体化产业链下提升抗风险能力。

机械行业：先导智能

行业观点：

重点推荐行业景气度确定、估值低的工程机械，重点推荐半导体设备，关注光伏设备及锂电设备板块。

工程机械：四季度挖机预期增速放缓但仍将高速增长，行业景气度持续超预期，三一重工的市占率持续提升，利好业绩和估值。

半导体设备：华为等制裁靴子落地，半导体设备的国产化替代趋势有望加速，叠加十四五规划的窗口，半导体产业链有望获得政策加码支持，半导体设备调整较充分，强烈推荐整个半导体设备板块。

光伏设备：板块估值贵，但 HIT 带来的成长性高，优质设备企业仍有高成长预期。

锂电池设备：新能源汽车渗透率持续提升，全球主流电池厂大幅扩产。近期电池厂开启新一轮设备招标，市场边际向好。

推荐：先导智能

先导智能发布公告称：先导智能及全资子公司泰坦新动力近期陆续收到主要客户宁德时代及其控股子公司中标通知。中标项目为锂电池生产设备。自 2020 年 9 月 21 日至 2020 年 11 月 11 日，先导智能及泰坦新动力收到宁德时代及其控股子公司中标通知累计 32.28 亿元人民币（不含税）。

公司在手订单储备丰富，来年业绩可期：公司本次中标金额 32.2 亿元，约占公司上一年营业收入总额的 68.92%。今年公司新签订单增长明显，仅上半年新增订单金额同比增长 83.19%，全年新签订单有望创历史新高。根据公司设备的交货和验收周期，从签订订单到发货根据设备类型需要 3-6 个月左右，然后客户通常是整线验收，所以本次订单绝大部分应该落入明年贡献业绩。

公司是锂电设备龙头，行业发展空间广阔：2019 年中国新能源车产销量的渗透率仍不到 5%，与《新能源汽车产业发展规划》中关于 2030 年新能源汽车产销量达到 40%渗透率的目标存在较大差距，行业发展空间仍然较大。目前，国内外主要整车企业正全力推进电动化、智能化转型战略，并进一步加大其在锂电池供应链环节的投入，出现了国内外大型车企大幅投资锂电池产能的新趋势。

汽车行业：比亚迪

行业观点：

受疫情影响 2020 年一季度销量基数较低，在政策刺激和需求回暖等因素的推动下，国内乘用车、商用车及新能源销量有望延续增长态势。海外疫情反复，建议关注相关风险和机会。短期来看，汽车行业已经触底回升，有望迎来持续上行周期。长期来看，国内千人保有量等还处于较低水平，未来空间广阔。

整车方面，增速放缓且分化加剧，关注竞争力较强及产品周期向上的车企。零部件方面，产品升级、客户优质、以及符合新能源智能网联等产业趋势的企业有望获益。

推荐：比亚迪

销量增幅高于行业新旗舰车型引领增长：据中汽协预计，国内 11 月汽车行业销量预估完成 273.3 万辆，环比+6.2%，同比+11.1%。公司 11 月完成新车销量 5.39 万辆，环比+13.0%，同比+30.6%，远超行业平均水平。新旗舰“汉”11 月销售破万，达到 10，105 台，环比+33.9%，7 月上市以来已累计销售 28467 台。预计随刀片电池产能提升，“汉”的月销量有望持续突破。在新旗舰车型带动下，公司 1-11 月销售新车累计 37.1 万辆，同比-11.4%，较 1-10 月累计同比降幅收窄 4.6pct。其中，新能源乘用车累计销售 15.1 万辆，同比-27.4%，较 1-10 月同比降幅收窄 9.0pct；新能源商用车 1-11 月累计销售 9388 辆，同比+20.8%，较 1-10 月同比增幅扩大 6.6pct；燃油车 1-10 月累计销售 21.0 万辆，同比+4.0%，较 1-10 月同比增幅下降 2.3pct。

融资加码正向开发供给质变助推新品周期：公司拟增发 H 股融资，拟发行数量不超过 2019 年度股东大会召开日已发行 H 股股份总数的 20%，所得净募集资金拟将用于补充营运资金、偿还带息债务、研发投入以及一般企业用途。当前公司正向开发车型市场表现良好，新旗舰“汉”以刀片电池、SiC 功率模块、DiLink3.0 智能网联系统、DiPilot 智能驾驶辅助系统等科技配置赢得市场，此外：1）唐家族 11 月销售 3972 辆，1-11 月累计 32054 辆，其中新唐 DM 以 DM-p 专业插混平台赋能；2）宋家族 11 月销售 24647 辆，创年内月销新高，1-11 月累计销售 180716 辆；3）秦家族 11 月销售 7885 辆，1-11 月累计销售 75550 辆；4）元（EV）11 月销售 1260 辆，1-11 月累计销售 15012 辆；5）e 家族 11 月销售 3258 辆，1-11 月累计销售 21434 辆。融资将加速正向研发成果落地，助推公司新品大周期持续向好。预计 2020 年新车销售将超过 42 万辆，2021 年有望接近 50 万辆。

食品饮料行业：张裕 A

行业观点：

酒类，后疫情时代将稳健增长，名酒集中度提升趋势明显。现阶段真实渠道库存可能高于去年同期，干扰短期业绩的判断。由于上市公司的渠道腾挪空间大，且随着信息系统的完善，酒厂有能力将显性库存维持在较低水平，从而稳定经销商和投资者的信心。我们判断未来行业将形成分价格、分香型、分区域的寡头竞争格局，重点关注激励机制变化的细分领域龙头。长期持有向好趋势明确、成长逻辑清晰的优秀公司，做时间的朋友。

食品重点关注乳品和速冻。建议关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度高的品种。建议关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度高的品种。

推荐：张裕 A

反倾销有利于行业格局改善。葡萄酒面临其他酒种和国际市场的双重竞争。澳洲酒反倾销调查背景下，国产酒面临的市场环境将逐步改善。

张裕品牌价值突出，激励机制有待完善，近期动作显示公司信心加强。（1）对比国内白酒名酒和国外葡萄酒龙头，张裕品牌并不逊色。（2）激励机制虽还有待完善，但高管增持和百亿目标显示公司信心在加强。

产品体系和销售体系持续变革。（1）解百纳是第一大单品，公司改变以往的渠道模式，加强渠道管控。战略布局白兰地，可能成为下一阶段的黑马。（2）过去两年张裕在销售体系方面进行多项改革，预计 2021 年效果逐渐显现。

4 季度业绩有望触底反弹，2021 年展望出较高的业绩弹性。综合考虑渠道策略和业绩表现，我们判断现阶段渠道库存处于较低水平，公司 2020 年营收目标 37 亿，公司有动力加大市场开拓力度，预计 4 季度可恢复增长。由于 2020 年报表真实体现了疫情的影响，随着消费场景恢复正常，预计 2021 年**报表业绩将展现出较高的弹性。**

关注两点可能超预期的因素。（1）反倾销调研的背景下，当澳洲酒库存消化至低位时，张裕若能抢到部分市场份额，则业绩存在超预期的可能。（2）2020 年业绩较差可能倒逼公司加快内部改革，若公司能够在激励方面实现突破，团队积极性加强，则销售有望提速。

轻工行业：志邦家居

行业观点：

国内疫苗接种在即，疫情对于经济的封锁将出现拐点，投资重心应切换到可选消费、周期品等顺周期赛道；看好需求改善确定性高的地产产业链家居板块，纸价上涨持续的造纸板块，以及部分受益于复工的包装、文娱用品行业标的。

造纸：白卡纸、文化纸涨价持续涨价，限塑令带来的替代需求叠加需求改善预期、库存回落、供给缺乏弹性、原材料涨价有望支撑纸价年后继续涨价，行业格局改善角度看好白卡纸行业，以及有海外原材料优势的龙头纸企

家居行业：地产融资限制政策对于产业链的悲观影响已经充分反应，但年底的竣工数据仍有望出现明显回补，竣工修复和疫情推延下，三四季度多数公司零售渠道开始回暖，目前零售为主的家居公司估值处于低位，看好软体和定制家具龙头、业绩弹性大的二线品牌。工程渠道相关标的大幅回调后，明年的估值性价比改善，建议关注整装卫浴赛道。家居出口维持高增速，关注部分出口家具公司。

包装行业：三四季度随下游行业景气改善，关注苹果 5G 手机产业链、饮料金属包装等子行业。

化妆品：国内品牌线下恢复速度有望提升，持续看好平台类公司。

文具：复工带动行业需求恢复，办公文具恢复快于学生文具，看好产品结构不断优化升级的行业优势龙头。

生活用纸&护理用品：疫情卫生清洁用品应用场景，但浆价快速提升加大成本压力。疫后必需消费品的估值吸引力下降。

推荐：志邦家居

预收款快速增长，盈利能力显著提升。2020 年前三季度公司整体费用率为 27.9%，同比增长 2.7pp。其中，销售费用率为 15.8%，同比上升 0.2pp，主要是品类拓展带动薪酬增长、广告费用增加及大宗业务工程服务费用增加所致；管理费用率为 6.2%，同比增加 0.1pp，主要是由于同比新增限制性股票的股份支付费用，及疫情期间产能没有充分利用的影响；研发费用率为 5.9%，同比上升 2.3pp；前三季度公司预收款项（合同负债）为 4.8 亿元，同比增长 40.9%，侧面证明订单量大幅增长，预计随着在手订单逐渐转化，业绩将继续回暖。

大宗业务持续高增，回款能力良好。2020 年公司大宗业务持续放量，与定制售业务形成有效补充，定制积累的品牌影响力有助于公司获得工程订单，以零售端强现金流反哺工程，工程订单增长也利于规模效应的放大，形成有效互补和产能协同。客户结构方面，目前公司百强地产客户占比达到 30%以上，并持续大力拓展优质战略合作地产客户，实现客户结构多元化，有效控制经营风险。

大家居布局成效显著，衣柜业务持续贡献新增量。2020 年公司持续加强大家布局，第二大品类衣柜业务受精装影响较小，在疫情缓解、需求释放后收入率先迎来反弹。上半年公司厨柜业务收入 8.1 亿元，占总营收比例为 66.6%。衣柜业务营收 3.4 亿元，衣柜业务过去四年复合增速达 139%，表现亮眼。整体来看，公司不断完善产品矩阵，丰富全屋定制家具品类。各品类共享多渠道资源，竞争实力不断凸显。

计算机行业：金山办公

行业观点：

月度观点：轮动与躁动叠加向上

计算机整体向好，有望进入新一期轮动。一方面，超跌共识开始显现，行业较前期高点已调整 30%；另一方面，Q1 资金有望开始寻求高弹性板块，市盈率为 66X（PE-TTM），接近 4 月启动前水平。在近期政策明确国产化等方向后，计算机在承接能力和逻辑上相对较好。

分化仍将加剧。机构偏好导致行业分化格局将进一步深化，即使整体向好。相比而言，龙头成长性与安全性（抗跌）兼具，因此在龙头里寻找估值弹性较好的个股，上涨机会较大。包括（1）H2 新上市个股（未参与 H1 快涨阶段）；（2）能有估值空间提升的国产软件；以及（3）2021 年估值能快速消化的标的（双击）。

推荐：金山办公

金山“CHAO”大会发布多款新品。根据官方微信公众号，公司将“协作作为新的核心产品战略，投入 1/3 研发力量，发布了包括金山表单、待办、会议等 5 大协作产品及多款新品。公司四大战略稳步推进，桌面端覆盖率持续提高，云规模近 2 年增长约十倍。政企方面保持高覆盖率，推广国家主流标准 UOF 和 OFD。积极打造国内信创生态，建立 WPS 办公服务生态联盟，有助于巩固公司龙头地位，扩大服务范围。

减持影响有限，市场认可度高。根据公司前期公告，部分解禁股东拟过大宗交易或询价转让、集中竞价方式减持约 4.75%股份。按 Wind 大宗交易记录显示，机构参与承接热情较高，近期股价受影响较小。这既反映投资者对公司估值认可度高，也说明公司基本面受影响有限。

三季报业绩高增长，行业高景气度保障高增长持续性。公司三季报显 Q3 单季实现营收 5.9 亿元（+64.6%）、净利润 2.4 亿元（+313.6%），增速较 H1 又有大幅提升。政企业务上，能力强化叠加疫情得到有效防控，国内生态建设逐渐完善。个人业务上，持续加大垂直行业覆盖率。远程办公、协同办公在国内落地加速，叠加国产化和全球云办公软件市场空间，公司未来持续高速增长可期。

风险提示

大盘系统性风险；个股层面暴雷。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371