证券研究报告
2021 年 01 月 04 日 星期一

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

宏观与策略

- 宏观：PMI 稳中略降，房贷新规重在调结构

行业与公司

- 个人护理行业：国产质造崛起，国货迎黄金期
- 金科服务（9666.HK）：智慧服务别具特色，西南区域独占鳌头
- 招商银行（600036）：零售标杆，强者恒强

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	5,211.29	1.91	0.00
上证综指	3,473.07	1.72	0.00
深证成指	14,470.68	1.89	0.00
中小板指	9,545.18	1.85	0.00
创业板指	2,966.26	2.27	0.00
道琼斯工业	30,606.48	0.65	0.00
标普 500	3,756.07	0.64	0.00
纳斯达克	12,888.28	0.14	0.00
伦敦富时 100	6,460.52	-1.45	0.00
日经 225	27,444.17	-0.45	0.00
香港恒生	27,231.13	0.31	0.00

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,366.00	4.00
NYMEX 原油	48.42	0.11
COMEX 黄金	1901.6	3.00
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	674	3.20
DCE 焦炭	2826	4.50
SHFE 螺纹钢	4388	132.00
CBOT 黄豆	1307	9.00
CBOT 小麦	641.6	1.60
CBOT 玉米	484.2	10.20

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	89.9583	0.3582
美元/人民币	6.5249	-0.0076
欧元/人民币	8.025	0.0191
欧元/美元	1.22161	0.0001
美元/日元	103.291	-0.001
英镑/美元	1.36629	0.0001
美元/港币	7.7516	0.00

数据来源：聚源数据

宏观与策略

- **宏观：PMI 稳中略降，房贷新规重在调结构**

【宏观固收组 叶凡 S1250520060001 010-58251911】

点评： 12 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9%，虽比上月略降 0.2 个百分点，但已连续 10 个月保持在临界值以上，制造业继续稳步恢复。大、中型企业运行总体稳定，仍位于临界点之上，但小型企业受运营成本增加，盈利空间受到挤压的影响，PMI 再次跌落至临界点以下。从行业来看，黑色金属冶炼及压延加工、通用设备、专用设备、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56.0%，较上月有不同程度上升，行业增长动能增强，生产活动加快。进出口指数连续四个月保持扩张，制造业出口企业对市场发展信心不断增强。12 月份，非制造业商务活动指数为 55.7%，低于上月 0.7 个百分点，餐饮、房地产、生态保护及环境治理等行业商务活动指数位于临界点以下。

央行、银保监会 2020 年 12 月 31 日联合发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，建立了银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度。《通知》对 7 家中资大型银行、17 家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共 5 档机构分类分档设置房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，自 2021 年 1 月 1 日起实施。新规与“三条红线、四档管理”一脉相承，是房住不炒长效机制的又一举措，旨在调整银行的信贷结构，控制房地产相关贷款占比，加大信贷对实体经济的支持力度。新规对不达标的银行设定了 2 年/4 年的过渡期，因此短期冲击有限，主要是对房地产企业未来投资的资金来源结构影响较大。

上周高频数据：上游，大宗商品价格继续回升；中游，生产资料价格指数持续上行；下游，房地产销售月环比继续回升，乘用车销售平稳较强；物价，蔬菜、猪肉价格继续回升。

风险提示：海外疫情二次暴发，政策调控力度超预期。

行业与公司

- **个人护理行业：国产质造崛起，国货迎黄金期**

【轻工造纸组 蔡欣 S1250517080002 023-67511807】

点评： 千亿个护市场，国货迎来结构性机遇。一次性吸收用品市场规模广阔，渗透率较高，消费者偏好呈高端化趋势，主流高端产品更新迭代的速度加快。2013-2019 年，行业市场规模从 624.8 亿元增至 1248.3 亿元，年均复合增速达 12.2%。

• 女性卫生产品：行业渗透率较高，高端化趋势显著。女性消费者卫生巾产品的消费显著升级，中高端卫生巾市场呈快速发展的趋势，2016-2019 年女性卫生用品消费均价复合增长率达到 12.9%。2008-2019 年，国内卫生巾 CR10 从 20.8%增至 38.6%，行业集中度有加速提升的趋势，国内外头部品牌在用户拓展上均未达到天花板，国产品牌凭借本土化的电商营销能力和新品迭代能力，有望迎来量价齐升的机遇期。

•婴儿卫生用品：流量入口趋于分散，新锐品牌涌现。母婴产品电商渗透率持续提升，2019 年达到 44%，电商和母婴店渠道合计占比超过 70%，个护品类的流量入口趋于分散。由于母婴社群流量相对封闭，新品牌可以通过社群营销大幅降低品牌知名度不足的劣势，快速赢得口碑和新用户的信任。在流量入口分散的背景下，外资品牌在线下商超渠道的明显份额优势被打破，新锐品牌通过电商及新零售渠道获得更多关注度和用户粘性，有机会实现突围。

国产研发质造崛起，ODM 议价能力提升。渠道变革下品牌的竞争格局尚未固化，新锐品牌崛起使 ODM 制造商议价能力相对改善，主要表现为：1）小品牌入局使 ODM 可集中下游订单，规模优势相对凸显；2）ODM 开发新品创造新需求，帮助下游品牌份额提升；3）产品享受研发溢价，品牌商与 ODM 盈利空间均有所提升。

建议关注标的：百亚股份（003006）、豪悦护理（605009）、稳健医疗（300888）。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险，市场竞争加剧的风险，终端销售不及预期的风险。

- **金科服务（9666.HK）：智慧服务别具特色，西南区域独占鳌头**

【房地产组 沈猛 S1250519080004 021-58351679】

点评： 推荐逻辑：（1）依靠口碑和品质，雄踞西南物企榜首，2020H1 西南区域营收占比达 59%，极具区域优势。（2）通过内生外拓，管理规模快速提升，合约面积/在管面积比值 2.0，未来增长确定性强。（3）公司加码智慧科技，人工成本占比由 61%降至 46%，管理费用由 14.1%降至 6.6%，成本优势显著。

雄踞西南物企榜首，业绩飞速提升。公司 2020H1 营收达 13.7 亿元，同比增长 36%，归母净利润 2.9 亿元，同比增长 81%，17-19 CAGR 达 80%居行业前列。公司利润率稳定提升，2017-2020H1 净利率由 10.9%增至 22.1%，毛利率由 26.8%增至 31.6%。公司依靠口碑和品质，连续 6 年位居西南物管企业榜首，2020H1 西南区域在管面积占比达 54%，营收占比达 59%。

管理规模持续增长，积极布局多元业态组合。2020H1 公司在管面积 1.3 亿平，合约管理面积 2.6 亿平，合同管理面积/在管面积比值为 2.0，储备项目充足。一方面，金科股份为公司提供充足的储备面积；另一方面，公司持续提升外拓力度，2020H1 公司外拓项目合约面积占比达 57%，营收占比达 36%。公司积极布局多元业态，2017-2020H1 非住宅在管面积占比由 5.9%增至 16.2%，公司也积极探索城市服务，目前累计已有 9 个项目落地。

增值服务高歌猛进，智慧科技独具特色。受益于母公司销售，公司非业主增值服务营收呈现快速增长，2020H1 营收 2.9 亿元，同比增长 29%。社区增值服务高歌猛进，2020H1 营收 1.3 亿元，同比增长 28%，2017-2019 年营收占比由 7.3%增至 10.3%，毛利占比由 16.5%增至 17.3%，与同行对比，仍有较大提升空间。公司打造专业化社区增值服务，家居服务逐渐成为核心，营收占比达 50%，构建邻里文化及打造金科大社区 APP 都推动业务不断渗透。公司持续加码智慧科技，全面提高公司运营效率，2017-2020H1 人工成本占比由 61%显著下降至 46%，管理费用也由 14.1%降至

6.6%，处于行业较低水平。

盈利预测与投资建议：预计公司 2020-2022 年净利润复合增速为 59.8%，参考可比公司给予公司 2021 年业绩 40 倍 PE，目标价为 67.60 元（相当于 80.69 港元），首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：金科项目交付及第三方拓展不及预期、增值服务发展不及预期。

- **招商银行（600036）：零售标杆，强者恒强**

【金融组 常潇雅 S1250517050002 021-58351932】

点评： 推荐逻辑：1）公司是零售银行标杆，在客群规模和质量上具有先发优势，并通过对批发客户分层和聚焦，形成负债端低成本护城河，2020H1 存款成本率 1.61%，仅略高于建行和农行。2）公司零售客户规模不断扩张，截止 2020Q3 零售客户数达 1.55 亿户，较上年末增长 7.6%，AUM 余额达 8.6 万亿，较上年末增长 15.2%，高净值金葵花和私人银行账户数量、AUM 增速超过总体，零售客群仍在良性成长，带动了信用卡和中间业务稳健增长；3）公司在推进业务改革方面始终走在行业前列，目前公司不断推动零售金融 3.0 数字化转型，科技赋能线上服务的开展和优化，公司有望持续巩固和扩大差异化领先优势。

聚焦客户分层策略，打造低成本竞争优势。公司负债端的成本优势非常牢固，批发业务聚焦客户分层经营策略，零售业务进行客户导流和交叉销售，从而培育优质的客群基础及客户粘性，公司存款占比长期稳定 70%以上，存款中活期存款占比常年维持 50%以上，存款成本与国有行相当。

零售业务做精做强，拉动业绩高质量增长。公司在零售业务上具有先发优势，零售客户规模及 AUM 持续增长，在做大零售客群的同时深度服务高净值战略客户，金葵花客户、私人银行客户数量及管理总资产（AUM）连年攀升，零售业务成为拉动业绩增长的主要动力，同时招行不断丰富中间业务布局，加快打造线上化经营能力，稳步实现非利息收入的稳健增长。

资产结构良性成长，打造风控护城河。高比例的零售业务为公司形成了天然的风控护城河，公司聚焦优质的行业、区域、项目和客户，持续优化风险资产组合配置，不良贷款余额和不良率持续双降。2020 年受新冠疫情影响，银行资产质量普遍受到冲击，公司坚持从严资产分类，充分暴露风险的管理策略，大幅计提拨备夯实基础，同时增加不良资产处理力度，前三季度，不良贷款率 1.13%，较上年末下降 3bp，抗风险能力显著。

科技赋能，持续推进数字化转型。招商银行持续推动零售金融 3.0 数字化转型，不断加大信息科技投入力度，2020 年上半年信息科技投入达 39.22 亿元，同比增长 7.95%。两大 App 构建起“核心金融场景+生活场景”的 APP 泛金融生态圈，通过 MAU 与 AUM 相互融合，先扩大外延全力获客，再发展客户提高留存率，为客户提供全方位一站式的便捷金融服务，进而实现流量变现。凭借领先的数字化优势，公司有望持续巩固和扩大差异化领先优势。

盈利预测与投资建议：公司是零售银行的标杆，是业务转型的先行者，公司具有明显

的成本、风控、技术优势，在面对疫情和经济周期下行压力下，具有更强的业绩韧性和抗风险能力。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.68 元、4.09 元和 4.57 元，BVPS 分别为 25.37 元、28.33 元和 31.65 元，对应的 PE 分别为 11.12X、9.74X 和 8.65X，对应的 PB 分别为 1.7X、1.52X 和 1.36X。考虑到公司是银行业优质资产，应该享受估值溢价，给予公司 2021 年 1.85X 目标 PB，目标价 52.41 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：经济周期下行、新冠疫情持续或使公司资产质量恶化，监管政策或趋严，利率或下行导致息差超预期收窄等。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-12-31	8,540.22	8,540.22	0.00	7,683.67	470.44	7,617.50	-7,147.06	856.55	72.43
2020-12-30	16,164.39	8,517.78	7,646.61	14,830.73	781.41	745.96	35.45	1,333.66	96.48
2020-12-29	16,090.42	8,472.04	7,618.38	14,795.27	735.56	798.37	-62.80	1,295.15	95.33
2020-12-28	16,152.89	8,498.17	7,654.72	14,858.08	787.72	758.30	29.42	1,294.81	94.92
2020-12-25	16,113.81	8,475.45	7,638.36	14,828.66	766.10	762.91	3.19	1,285.16	93.25

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2021 年 1 月 4 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
合兴股份	605005			20210107	20210107		
神通科技	605228			20210107	20210107		
华骐环保	300929			20210108	20210108		
南网能源	003035			20210108	20210108		
通用电梯	300931			20210111	20210111		
屹通新材	300930			20210111	20210111		
重庆银行	601963	34,745.05	10.83	20210121	20210121		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2021 年 1 月 4 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
002389	航天彩虹	2021-01-04	23,832.22	34.17%	25.19%	增发 A 股法人配售上市
603080	新疆火炬	2021-01-04	5,426.50	62.21%	38.35%	发行前股份限售流通
002833	弘亚数控	2021-01-04	3.60	0.02%	0.02%	股权激励限售流通
300752	隆利科技	2021-01-04	102.61	3.10%	0.85%	股权激励限售流通
601860	紫金银行	2021-01-04	97.06	0.06%	0.03%	发行前股份限售流通
300154	瑞凌股份	2021-01-04	30.00	0.07%	0.07%	股权激励限售流通

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通A股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
603133	碳元科技	2021-01-04	20.72	0.10%	0.10%	股权激励限售流通
002409	雅克科技	2021-01-04	241.65	0.62%	0.52%	增发A股法人配售上市
300440	运达科技	2021-01-04	151.60	0.34%	0.34%	股权激励限售流通
300343	联创股份	2021-01-04	1,852.46	1.74%	1.58%	增发A股法人配售上市
300550	和仁科技	2021-01-04	34.30	0.21%	0.18%	股权激励限售流通
002281	光迅科技	2021-01-04	531.90	0.81%	0.76%	股权激励限售流通
000901	航天科技	2021-01-04	3,535.29	4.63%	4.43%	增发A股法人配售上市
002115	三维通信	2021-01-05	201.57	0.32%	0.28%	股权激励限售流通
300664	鹏鹞环保	2021-01-05	21,670.22	44.98%	30.31%	发行前股份限售流通
002923	润都股份	2021-01-05	11,998.13	192.94%	64.54%	发行前股份限售流通
002717	岭南股份	2021-01-05	3,649.77	2.46%	2.39%	增发A股法人配售上市
002113	*ST 天润	2021-01-05	2,892.96	3.07%	1.92%	增发A股法人配售上市
300459	金科文化	2021-01-05	67,491.05	23.76%	19.20%	增发A股原股东配售上市
300671	富满电子	2021-01-05	1,576.58	11.11%	10.00%	增发A股法人配售上市
002600	领益智造	2021-01-06	32,223.42	14.52%	4.57%	增发A股法人配售上市
300395	菲 利 华	2021-01-06	124.45	0.37%	0.37%	股权激励限售流通
002526	山东矿机	2021-01-06	6,312.13	3.68%	3.54%	增发A股法人配售上市
603345	安井食品	2021-01-06	252.40	1.10%	1.07%	股权激励限售流通
300324	旋极信息	2021-01-06	80.00	0.05%	0.05%	股权激励限售流通
300635	中 达 安	2021-01-06	32.10	0.24%	0.24%	股权激励限售流通
300319	麦捷科技	2021-01-06	57.60	0.08%	0.08%	股权激励限售流通
000807	云铝股份	2021-01-06	20,731.71	7.95%	6.63%	增发A股原股东配售上市
300455	康拓红外	2021-01-06	5,545.21	10.88%	7.73%	增发A股法人配售上市
000031	大 悦 城	2021-01-06	7,702.55	4.25%	1.80%	增发A股法人配售上市
002291	星 期 六	2021-01-07	7,967.38	14.86%	10.79%	增发A股法人配售上市
000613	大东海A	2021-01-07	100.32	0.38%	0.28%	股权分置限售流通
603713	密尔克卫	2021-01-07	56.58	0.83%	0.37%	股权激励限售流通
603608	天创时尚	2021-01-07	60.05	0.14%	0.14%	增发A股法人配售上市
300477	合纵科技	2021-01-07	709.97	0.87%	0.85%	股权激励限售流通
603345	安井食品	2021-01-07	252.40	1.10%	1.07%	股权激励限售流通
300015	爱尔眼科	2021-01-08	3,159.95	0.79%	0.77%	增发A股原股东配售上市
002724	海 洋 王	2021-01-08	2,303.23	3.20%	2.95%	增发A股法人配售上市
300623	捷捷微电	2021-01-08	5,705.76	13.28%	11.62%	增发A股法人配售上市

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2021 年 1 月 4 日

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn