东兴证券 DONGXING SECURITIES

一月金股汇：盈利复苏前置春季躁动

2020 年 12 月 31 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	林瑾璐	电话：010-66554046	邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
	王健辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004
	张天丰	电话：021-25102914	邮箱：tfzhang901@126.com	执业证书编号：S1480520100001
	郑丹丹	电话：021-25102903	邮箱：zhengdd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070001
	杨若木	电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
	樊艳阳	电话：010-66554128	邮箱：fanyy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518060001
	赵军胜	电话：010-66554088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
	胡道恒	电话：021-25102923	邮箱：hudh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080001
	洪一	电话：0755-82832082	邮箱：hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
	程诗月	电话：010-66555458	邮箱：chengsy_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050006
	张清清	电话：021-25102904	邮箱：zhangqq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520080002
	沈一凡	电话：010-66554108	邮箱：shenyf@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520090001
	陈宇哲	电话：010-66554066	邮箱：chenyz@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519040001
联系人	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	张阳	电话：010-66554016	邮箱：zhangyang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070043
	田馨宇	电话：010-66555383	邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070044
	张东雪	电话：010-66554017	邮箱：zhangdx@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070051

摘要：

中央经济工作会议定调货币政策“不急转弯”，流动性预期缓解，债券市场广谱利率下行。中央经济工作会议定调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，货币政策边际收紧的担忧得到缓解。上周市场流动性出现明显改善，国债收益率出现全面回调，3 月/1 年/3 年/10 年期国债收益率分别下降 10.6/11.7/7.86/10.2 个基点。中短期票据、企业债收益率也都相应下降。国债收益率全面下降，分母端无风险利率持续下降，有利于权益市场估值维持强势。往后看，2021 年全年社融增速预计在 12%左右，较 2020 年有小幅回落；经济基本面较 2020 年将显著改善。无风险利率下行空间有限，预计分子端盈利改善将是明年市场的主导因素。

部分上市公司披露年报业绩预告，四季度盈利大幅改善，业绩确定为股票市场带来持续的盈利支撑。截止 2020 年 12 月 26 日，目前已有 658 家 A 股上市公司披露年报业绩预告，预喜率达 43.62%，从行业分布来看，基础化工、医药、机械、电子、电新、汽车、计算机、轻工、食品饮料等板块占比较大。全部 A 股、全 A 非金融、全 A 非金融石油石化 2020Q4 预计归母净利润增速分别为 166.97%、167.87%、168.94%，四季度预计盈利改善幅度大幅超越 2020Q3 的 18.1%、25.4%、21.5%。伴随着国内经济持续复苏，企业盈利大幅改善，分子端在定价中的主导地位显著加强，利好白马龙头股。

行业配置建议关注：1）2021 年仍能持续发力的出口产业链，包括食品加工、金属制品、家电、家具、铜、螺纹钢等；2）疫情中市占率提升，具备更强的盈利能力，但并未得到市场估值溢价的部分低端消费和线下消费包括零售、国内旅游、公路、院线等的龙头企业；3）科技股中锁定长期景气度向上的新能源汽车、光伏；4）受益于经济上行周期，不良率预计将下降的银行，部分成农商行的成长性会持续得到验证。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期

2021 年 1 月金股推荐：

- **国检集团（603060）：复苏迹象显现，长期成长逻辑不变**
- **天工国际（0826）：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板”**
- **紫金矿业（601899）：资源优势向效益优势持续转变**
- **星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升**
- **中国广核（003816）：回报稳定，清洁能源亟待发展，增速有望提升**
- **城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀**
- **五粮液（000858）：业绩表现稳中求进，保持量价齐升趋势**
- **隆平高科（000998）：生物育种战略地位提升，种业龙头具备核心技术优势**
- **邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，盈利增长显著改善**
- **蒙娜丽莎（002918）：受益双模式驱动和行业变化的优秀瓷砖头部企业**
- **金山办公（688111）：国内办公软件龙头企业，国产替代叠加云转型趋势打开公司发展空间**

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

目 录

1. 一月市场策略综述 4
2. 2021 年 1 月金股推荐 5
2.1 国检集团（603060）：复苏迹象显现，长期成长逻辑不变 5
2.2 天工国际（0826）：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板” 5
2.3 紫金矿业（601899）：资源优势向效益优势持续转变 6
2.4 星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升 7
2.5 中国广核（003816）：回报稳定，清洁能源亟待发展，增速有望提升 8
2.6 城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀 9
2.7 五粮液（000858）：业绩表现稳中求进，保持量价齐升趋势 10
2.8 隆平高科（000998）：生物育种战略地位提升，种业龙头具备核心技术优势 10
2.9 邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，盈利增长显著改善 11
2.10 蒙娜丽莎（002918）：受益双模式驱动和行业变化的优秀瓷砖头部企业 12
2.11 金山办公（688111）：国内办公软件龙头企业，国产替代叠加云转型趋势打开公司发展空间 13
3. 金股汇总 14
表 1：1 月金股汇总 14
4. 风险提示 19

表格目录

表 1 1 月金股汇总 14

1. 一月市场策略综述

中央经济工作会议定调货币政策“不急转弯”，流动性预期缓解，债券市场广谱利率下行。中央经济工作会议定调“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”、“不急转弯”，货币政策边际收紧的担忧得到缓解。上周市场流动性出现明显改善，国债收益率出现全面回调，3 月/1 年/3 年/10 年期国债收益率分别下降 10.6/11.7/7.86/10.2 个基点。中短期票据、企业债收益率也都相应下降。国债收益率全面下降，分母端无风险利率持续下降，有利于权益市场估值维持强势。往后看，2021 年全年社融增速预计在 12%左右，较 2020 年有小幅回落；经济基本面较 2020 年将显著改善。无风险利率下行空间有限，预计分子端盈利改善将是明年市场的主导因素。

部分上市公司披露年报业绩预告，四季度盈利大幅改善，业绩确定为股票市场带来持续的盈利支撑。截止 2020 年 12 月 26 日，目前已有 658 家 A 股上市公司披露年报业绩预告，预喜率达 43.62%，从行业分布来看，基础化工、医药、机械、电子、电新、汽车、计算机、轻工、食品饮料等板块占比较大。全部 A 股、全 A 非金融、全 A 非金融石油石化 2020Q4 预计归母净利润增速分别为 166.97%、167.87%、168.94%，四季度预计盈利改善幅度大幅超越 2020Q3 的 18.1%、25.4%、21.5%。伴随着国内经济持续复苏，企业盈利大幅改善，分子端在定价中的主导地位显著加强，利好白马龙头股。

行业配置建议关注：1）2021 年仍能持续发力的出口产业链，包括食品加工、金属制品、家电、家具、铜、螺纹钢等；2）疫情中市占率提升，具备更强的盈利能力，但并未得到市场估值溢价的部分低端消费和线下消费包括零售、国内旅游、公路、院线等的龙头企业；3）科技股中锁定长期景气度向上的新能源汽车、光伏；4）受益于经济上行周期，不良率预计将下降的银行，部分成农商行的成长性会持续得到验证。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

2. 2021 年 1 月金股推荐

2.1 国检集团（603060）：复苏迹象显现，长期成长逻辑不变

疫情冲击已过，复苏迹象显现。公司下游客户主要为国内大型建材生产企业、国内重大工程等，一季度受春节和疫情影响，下游开工受到较大影响，考虑到一季度向来是公司业务淡季，我们认为疫情对公司影响总体可控。随着二季度全国疫情得到控制，下游复工复产顺利推进，我们认为前期压制的需求在二季度后有望得到释放，疫情冲击将逐步消散。

期权激励计划提升核心团队竞争力，公司提质增效效果有望显现。公司期权激励计划顺利推进，2020 年公司业绩考核目标包括较 2018 年营业收入复合增速不低于 15%，ROE 不低于 12%等。考虑到一季度受疫情影响明显，公司在二至四季度收入同比增速需要达到 18.51%以上。我们认为公司激励计划有助于提升核心团队业务开拓的积极性，放大公司在建筑建材检测领域的龙头优势。

集团优质检测资产注入，综合检测能力持续提升。公司在 2019 年底推进集团旗下检测资产注入，为公司增加具有较大影响力的国家级中心与行业级中心，进一步拓宽了公司的业务领域。其中苏州混凝土水泥制品研究院、南京玻璃纤维研究设计院、北京玻璃钢研究设计院、北京中材人工晶体研究院、咸阳非金属矿研究设计院、中材地质工程勘查研究院 2019-2021 年合计承诺归母净利润分别为 2261.71 万元、2618.57 万元、2937.87 万元。

“跨地域、跨领域”发展战略打开远期空间。管理方面，公司今年将区域化管控和事业部管理两条线相结合。一方面按照地域进行区域化管理，优先将同一区域中经营性质和业务模式趋同的、集成管控效果突出的区域作为一个管控主体，统一下达管控目标，实现资源的协同；另一方面，按照细分业务领域来进行事业部管理，以一个特色领域的子公司为主导成立业务事业部，协同战略布局。未来公司将通过合资、收购、兼并等多种方式，整合国内外优质检验认证资质资源。到 2030 年公司力争实现在建工建材检验认证领域达到国际领先、国内一流，在环境与环保、汽车与零部件、消费品、健康与生命科学、食品与农产品检验和仪器设备研发生产销售以及计量校准等七个领域占据相当市场规模和较强实力的现代化综合型检验认证服务机构。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 13.26 亿元、16.71 亿元、20.47 亿元；归母净利润分别为 2.51 亿元、3.33 亿元和 4.15 亿元；EPS 分别为 0.58 元、0.77 元、0.96 元，对应 PE 分别为 32X、24X 和 20X。评级为“强烈推荐”。

风险提示：1、下游复苏不及预期；2、检测业务拓展不及预期。

《国检集团（603060）： 第三方建工建材检测龙头，具备长期成长空间》，樊艳阳，2019 年 8 月 2 日

2.2 天工国际（0826）：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板”

1. 世界领先的工具钢供应商，布局战略性新兴产业。公司是我国最大的工模具钢、切削刀具生产制造商，依次开拓了切削工具、高速钢、模具钢和新材料业务，实现了全品种特种新材料生产体系，产品广销国内外。2018 年世界 SMR 钢铁排名中工模具钢综合实力世界前二强，高性能工模具钢产品被国家《战略性新兴产业分类（2018）》列入新材料产业。

2. 专业化发展强化成本优势，产品毛利率高于同行。中低端工具钢市场易于饱和且竞争激烈，公司专注于生产工具钢和切削工具产品，核心产品具有显著的低成本竞争优势。通过纵向一体化发展，再加上公司优秀的成本管控，盈利能力优于同行。目前公司已经成长为拥有全球第二大产量的工具钢生产企业，规模效应进一步强化了公司的成本优势。

3. 疫情冲击加速国产替代，模具钢业务将高质成长。疫情致海外延迟复产，影响国内客户对进口模具和模具钢的需求，国内客户倾向于以国产取代进口模具钢，我国模具钢国产替代市场容量达 100 亿元。2020H1 公司国内模具钢销量和平均售价分别上升 35.9%及 9.3%，国内市场份额提升 5 个百分点至 30%并将长期受益。后疫情时代汽车、家电等消费回暖和库存周期共振促进模具钢迎上行周期拐点，2021 年公司模具钢销量有望增长 10%以上。

4.粉末冶金产品填补国内空白，成为新业绩增长极。我国高性能工具钢需求随产业升级不断增长，其中粉末冶金高速钢市场规模预计将超过 20 亿元。公司投资的国内首条工具钢粉末冶金生产线（一期）投产，设计产能 2000 吨，填补了国内粉末冶金高速钢供应空白，并将视实际的生产和销售情况布局二期产线，届时该生产线的总产能预计达到 5000 吨。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 55.39、59.34 和 63.68 亿元；归母净利润分别为 4.57、5.72 和 7.01 亿元；EPS 分别为 0.18、0.22 和 0.27 元，对应 PE 分别为 15.76X、12.89X、10.50X，评级为“强烈推荐”。

风险提示：1、原料价格风险；2、宏观经济风险；3、企业经营风险。

《天工国际（0826）：工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板”》，张清清，2020 年 09 月 14 日

2.3 紫金矿业（601899）：资源优势向效益优势持续转变

公司具有绝对资源优势：公司是国内金资源储量及铜资源储量最大的上市集团且矿储资源具有显著增长性。公司拥有黄金金属储量 2130 吨（同比+23%占全国储量 15.6%），铜金属储量 6247 万吨（+26%占全国储量 54.5%）及 856 万吨锌（+2%占全国储量 4.5%）及其他各类金属。公司的储量市值比为 25.7，为业内最优质的有色企业之一。

矿产资源优先战略保障公司成本竞争优势凸显：公司坚持矿产资源优先战略并自 2015 年起实施**逆周期并购**策略，分别收购卡莫阿铜矿，RTB BOR，Timok 铜金矿、武里蒂卡金矿及今年的巨龙铜业与圭亚那金矿，公司**低成本的矿产资源**叠加有效的**项目优化管理**令公司整体生产成本竞争力凸显（2020H1 平均单位销售成本-13.6%，成本下降已带动矿山产品毛利增长 20%）。

资源优势开始转化为效益优势：

1）矿产金产出增长方面：随着武里蒂卡金矿的逐步达产及技改完成（年权益矿产金 6.26 吨），李坝金矿 1 万吨/日采选完成（年贡献矿产金 5.5 吨），诺顿 150 万吨/年帕丁顿选厂改造完成（矿产金年产 5.5 吨），圭亚那的交割完成（年产矿产金约 5 吨）及水银洞金矿等技改，**预计公司 2023 年后年矿产金产量或达到 65 吨，较 2019 年增长 59%；**

2）矿产铜产出增长方面：考虑到卡莫阿卡库拉铜矿 2021 年的试产（30%产能约 8 万吨权益矿产铜）及 2023 年的达产（约 15.7 万吨权益矿产铜），以及 Timok 上带矿（14.5 万吨矿产铜）、驱龙铜矿（预计 2022 年

权益矿产铜贡献达 8.3 万吨）与 RTB Bor 一期技改的完成（约 8 万吨权益矿产铜），**预计公司 2023 年后的铜产量有望升至 71 万吨，较 2019 年增长 92%。**

3）冶炼产能增长方面：紫金矿业当前总冶炼产能为 73 万吨（其中 50 万吨铜，23 万吨锌），预计到 2023 年附近冶炼产能增长 34%至 98 万吨（铜冶炼产能将到达 69 万吨，锌迫近 30 万吨）；

4）至 2023 年，公司矿产金及铜增量折合权益现金流贡献约 248 亿元，毛利贡献约 82 亿元。

金价重心上移，铜价高位运行：金价年内涨幅已超 30%，考虑到黄金避险溢价、流动性溢价及汇率溢价的持续及央行购金与实物持仓 ETF 的一致性及趋势性，美元黄金计价在 2021 年或会冲击 2300 美元/盎司。铜价阶段性仍受矿端供应偏紧、流动性溢出以及产业链周期性主动补库而维持强势，从长期观察，铜供应缺口的趋势性放大有望引导铜价在 2023 年前（矿端供应再度释放年份）维持高位运行，价格重心或维持 50000 元/吨附近。

公司盈利预测及投资评级：盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年实现营业收入分别为 1718.3 亿元、1923.8 亿元、2198.1 亿元；归母净利润分别为 72.42 亿元、82.4 亿元和 102.6 亿元；EPS 分别为 0.26 元、0.3 元和 0.38 元，对应 PE 分别为 25.9、22.6 和 17.8，评级为“推荐”。

风险提示：金属产量低于预期，金属价格大幅下跌，矿山投产进度不及预期，贸易货运及相关矿区所在国政策风险。

《紫金矿业（601899.SH）：2020 中报点评，金铜量价齐升，资源优势向效益优势持续转变》，张天丰、胡道恒，2020 年 08 月 26 日；

《紫金矿业（601899.SH）：波格拉事件扰动矿金产量，公司黄金业务仍处增长阶段》，张天丰、胡道恒，2020 年 04 月 27 日；

《紫金矿业（601899.SH）：对冲及流动性溢价叠加产量增长将提升公司安全边际并推升市值规模释放》，张天丰、胡道恒，2020 年 03 月 23 日；

《紫金矿业（601899.SH）：三费增加拖累利润，效益优势待显现》，张天丰，2019 年 08 月 30 日；

《紫金矿业（601899.SH）深度：海外业务助力紫金渐入黄金时代，伏骥千里拓疆域，踵事增华显升机》，张天丰，2019 年 07 月 31 日；

2.4 星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升

星源材质是国内最早进入隔膜行业的企业之一，销量处于行业前列。公司成立于 2003 年，据其官网信息，公司 2010 年成为国内规模最大的动力锂电隔膜制造商。据中国电子报 2015 年 8 月 18 日文章引用赛迪顾问数据，早在 2014 年，星源材质就成为了中国隔膜市场第二大份额占有者（以销量计），高工锂电统计数据显示，2018 年公司仍保持行业第二（以出货量计）。公司目前是 LG 干法隔膜唯一供应商，是比亚迪刀片电池隔膜独家供应商，在宁德时代湿法隔膜需求中份额逐步提升，孚能科技、亿纬锂能等均是公司客户。

干湿法技术路线并行，湿法隔膜已成销量主力。公司干法与湿法隔膜技术路线并行，拥有华南生产基地 2 亿平方米干法产能，常州星源等基地 4.75 亿平方米湿法产能，在建产能主要是江苏星源 4 亿平方米干法产能、常州星源 3.6 亿平湿法产能，2020 年上半年上述产能均陆续投放，公司干法隔膜产能增加 85.58%至 3.99

亿平方米，湿法产能增加 128.11%至 4.72 亿平方米，此外，2020 年上半年，公司湿法产品销量达 1.15 亿平方米，占比达到 51.83%，成为主要销售产品。

基本面正在发生重大改善。一方面，公司湿法产品生产工艺水平已经达到较高水平。根据公司披露数据，公司与头部企业差距正在逐步缩小，产能利用率均处于 80%左右的水平，良品率差距预计在 10 个百分点内。另一方面，湿法产线单线产能已经降至行业最低水平，有望带动成本大幅下降。公司目前常州湿法产线单线产能约 0.45 亿平方米/条，而新产线单线产能超 1 亿平方米/条，头部企业单线产能最高水平约 0.9 亿平方米/条，公司对应产线单位产能最低投资额将降至 2 元/平方米。随着公司在宁德时代等企业份额提升、海外客户需求释放，公司产能利用率和良品率如保持较高水平，湿法隔膜产品成本将出现大幅下降。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.39、1.86 和 2.29 亿元，对应当前股本 EPS 分别为 0.31、0.41 和 0.51 元，对应 PE 分别为 104X、79X 和 63X，评级为“推荐”。

风险提示：1、行业和客户需求或不及预期；2、产能投产进度或不及预期；3、成本下降幅度或不及预期；4、行业竞争加剧或导致产品价格下跌超出预期。

《星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升》，郑丹丹、张阳，2020 年 10 月 29 日

《星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立》，郑丹丹、张阳，2020 年 6 月 30 日

《如何看待锂电隔膜行业及头部企业发展趋势？》郑丹丹、张阳，2020 年 12 月 16 日

2.5 中国广核（003816）：回报稳定，清洁能源亟待发展，增速有望提升

我们认为，“十四五”期间，低碳绿色的能源政策将继续，核电作为现在唯一能替代火电作为基础电力能源，会持续发展，增速有望超过“十三五”时期。

发展核电符合我国国情。我国单位 GDP 能耗逐年趋降，但经济体量大，想要实现能源清洁化，以清洁能源发电替代燃煤发电是必由之路。相较水电、风电、光伏，核电在利用小时数方面有明显优势，据官方统计数据，2019 年中国大陆核电利用小时数（7346.22h）是水电（3726h）、风电（2082h）、光伏（1169h）的 1.97 倍、3.53 倍、6.28 倍。“华龙一号”等三代核电技术已逐步开展应用，多数在建核电机组单台设计容量超过 1.1GW。综合考虑，我们认为，核电将于未来十余年承担我国基荷电源清洁化之大任。同时预计， 2030 年底中国大陆核电并网装机将自 2020 年 9 月底的 51.03GW 提高至 98.2GW，占比达到 3.35%；核能发电在 2030 年总发电量中的占比将达到 6.72%。

我们认为中国广核当前市值体现的是未来分红的现值，而非未来公司自由现金流的现值。我们使用自由现金流法计算公司合理市值，得出每股价值在 6.85 元左右。假设公司分红比例为公司自由现金流 33%的水平，则得出公司红利折现对应每股价值 2.26 元，较公司 2020 年 11 月 16 日收盘价 2.73 元价格相当。

公司市值体现的是股利折现值还是公司自由现金折现值，主要是由公司投资回报率及主业相对市场其他行业

的增长速度决定，反映投资者对公司自由现金再投资的认可程度。历史数据显示中国广核 ROE 表现中等，净利润同比增速比较平稳，这种情况下公司继续投资核电主业，其创造的价值速度慢于投资医药、互联网等其他行业，公司的投资行为尚待市场认可，是市值仅仅反映了分红现值的重要原因。

我们认为，当电价水平上升、融资成本下降驱动 ROE 提升，装机容量更快增长带动利润体量更快扩张时，公司估值会提升。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2021 年归母净利润分别为 89.83、99.11 和 96.90 亿元，对应当前股本下 EPS 0.18、0.20 和 0.19 元，对应 2020 年 11 月 16 日收盘价 2.73 元的 P/E 分别为 15.18 倍、13.76 和 14.07 倍。考虑公司核电对于我国能源清洁化的重要意义等因素，首次覆盖评级为“推荐”。

风险提示：电价或下降，公司融资成本或上升，核电项目建设进度或低预期。

《中国广核（003816.SZ）：公司深度报告 回报稳定的清洁能源供应商》，沈一凡，2020 年 11 月 16 日

2.6 城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀

公司实际控制人为河南国资委，背靠控股股东河南投资集团，公司在河南省内拥有绝对的业务拓展优势。2018、2019、2020H1 公司中标的垃圾焚烧项目产能在河南省内市占率分别为 17%、43%、100%，随着公司对省内项目的把控能力正逐年增强，假设公司未来在垃圾焚烧招投标市场维持 50%的市占率，远期公司的垃圾焚烧省内产能有望达到 3 万吨/日。同时背靠股东背景优势，公司在做大垃圾焚烧体量后，未来产业链有望向前端环卫服务延伸，以打通清扫保洁-垃圾清运-焚烧发电产业链，从源头保障垃圾供应量，实现产业规模集约、上下游有效协同。截止 2020 年 6 月，公司在手 18 个垃圾焚烧发电项目，总设计产能规模达到 1.94 万吨。集团旗下火电板块多年电厂运营管理经验也为公司的垃圾焚烧项目精细化运营保驾护航。

高速业务做压舱石提供稳健现金流，以支持公司在垃圾焚烧行业集中度提升大趋势下的市占率提升。公司目前管理经营许平南高速、安林高速及林长高速等三条高速公路，现辖高速路总长度约 255 公里，加权平均剩余有效期限约 14 年，在建 G312 公路。公司高速业务经营稳定，能为公司提供每年 12 亿的经营现金流。目前垃圾焚烧行业随着环保监管的趋严与获国补难度的增加，行业内企业的洗牌期即将开启。由于大多纯垃圾焚烧企业现阶段面临较大的资本开支压力，外延拓展受自身现金储备制约，公司有望抓住未来行业集中度的趋势，通过招投标或外延并购等方式收获自身市占率的加速提升。

盈利预测：我们分业务对公司 2 年后的股权价值进行评估，高速业务采用 DCFF 折现法，计算得出 2 年后高速部分股权价值为 40.8 亿。垃圾焚烧运营业务预计 2 年后将贡献 3.4 亿以上的净利润体量，运营板块给予 20 倍 PE 估值，工程板块给予 10 倍 PE 估值，不考虑环卫服务和水务业务的价值，2022 年公司目标总市值为 125 亿。预测公司 20-22 年营业收入为 29.66/37.68/43.94 亿元，净利润为 4.43/8.44/10.82 亿元，净利润增速为-28.99%/90.32%/28.26%，EPS 为 0.69/1.31/1.68 元，对应 PE 为 18X/9X/7X，首次覆盖，评级为“强烈推荐”。

风险提示：行业市场竞争加剧；补贴政策发生变化。

《城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀》，洪一，2020 年 07 月 23 日

2.7 五粮液（000858）：业绩表现稳中求进，保持量价齐升趋势

高端白酒批价持续坚挺，市场仍将扩容。展望未来5年，消费升级和品牌集中核心逻辑有望继续强化，即使经过疫情压力测试，高端酒业绩仍旧保持双位数增长，需求刚需性较强，具有长期稳健性和确定性，未来量价齐升格局仍将保持。短期看，酒企已进入春节备货状态，白酒行业开启新一轮涨价，五粮液主要地区批价960-970元左右，渠道库存水平良性，营收有望持续增长。

深抓企业团购和数字化营销，加速经销渠道变革。五粮液重点构建以新零售和企业团购为核心的新增销售渠道：一是传统渠道不增量，利用数据化系统进一步优化区域市场科学投放决策，同时加快团购渠道开发进度，在今年基础上持续培育、巩固意见领袖和消费圈层，健全团购服务保障和创新体系，预计团购渠道占比将会提升至40%。；二是发力2000元以上的高端产品，完善经典五粮液产品体系，成立市场营销专项工作组，优先聚焦高地市场，做大企业、文化圈、金融圈等高端消费圈层。从数量和价格两条路径促进营收、利润端的增长。

站稳千元价格带，提升次高端价格带天花板，提价稳中求进。2020年高端白酒单品终端价格创新高，提升了次高端价格带的天花板。次高端价格带自2018年起提价动能较之前有所减弱，提价改善渠道利润和刺激渠道动能紧迫性强。公司的经典五粮液站稳千元价格带之后，次高端价格带天花板从500-600元提升至700-800元，次高端单品2020年开始提价换装，蓄势向上，抢夺本价格带的战略高点，同时又不断通过价格杠杆来实现对渠道的刺激和利润更高满足和保障。

盈利预测与投资评级：预计公司2020年-2022年实现营业收入分别为572亿元、671亿元、772亿元；归母净利润分别为204亿元、247亿元、292亿元；EPS分别为5.26元、6.37元、7.51元，对应PE分别为53X、44X和37X。评级为“强烈推荐”。

风险提示：食品安全，原材料价格波动，终端渠道恢复不达预期，业绩兑现不达预期

《五粮液（000858.SZ）：策马扬鞭，五粮液“大坝”理论看市值成长空间》，刘畅，范垄基，2018年4月16日

《五粮液（000858.SZ）：量价齐升再次确认，新班子带入新境界》，刘畅，张东雪，2019年11月1日

2.8 隆平高科（000998）：生物育种战略地位提升，种业龙头具备核心技术优势

我们认为，近期中央经济工作会议将种子与耕地问题列入2021年重点工作，粮食安全与生物育种战略地位提升。公司作为种业龙头企业，具备转基因技术的技术储备和领先优势，并在传统的种质资源、研发实力和销售渠道方面行业领先。随着种植业景气提升和转基因商用落地，公司有望凭借核心优势充分受益。

技术进步推进产业升级，公司具备核心竞争优势。转基因技术是我国种业未来发展的大势所趋，政策的放开使得转基因种子商用落地成为可能，未来玉米种子潜在空间翻倍。公司具备生物育种时代核心竞争优势：

- **种质资源：**我国基础种质资源十分丰富，生物育种技术的研究水平也保持在世界前列，受限于商用限制未能推广。公司种质资源具备优势，在杂交水稻、杂交玉米品种资源方面业内领先，转基因玉米品种瑞丰125已获得转基因生物安全证书，具备先发优势。

- **研发实力：**公司研发实力领先行业，近年来研发支出占比已经赶超世界寡头，在全球范围内搭建起了传统育种、生物技术和测试评价三大平台，组建了知名专家牵头的研发团队，研发实力在杂交育种和转基因育种领域业内领先。
- **销售渠道：**公司种子销售区域遍布全国，推广面积全国领先。公司营销团队采用差异化营销案方式提升营销效率，人均创效居业内首位，为公司未来杂交及转基因新品种的推广奠定了良好的基础。

传统业务供给侧改革，有望迎来行业拐点。2020 年稻谷收购价格稳中有升，带动水稻种植面积和种子需求企稳回升。公司玉米种子在外延并购的拉动下，收入大幅增长。2020 年玉米种子行业库存已得到有效消化，饲用玉米需求持续改善，玉米价格大幅上涨，有望带动公司玉米种子销量稳步提升。

公司盈利预测及投资评级：不考虑转基因种子带来的业绩增长，公司 2020-2022 年预计实现营业收入 32.86 亿元，37.79 亿元和 43.91 亿元，实现归母净利润 0.47 亿元，2.27 亿元和 5.73 亿元，EPS 分别为 0.04,0.17 和 0.44，对应 PE 分别为 525X,109X 和 43X，评级为“强烈推荐”。

风险提示：转基因商用落地节奏不及预期；需求恢复不及预期；病虫害风险；养殖存栏恢复进度不及预期等。

《隆平高科（000998）： 种质、研发优势突出，持续引领生物育种时代》，程诗月，2020 年 05 月 07 日

2.9 邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，盈利增长显著改善

邮储银行具有独特的“自营+代理”模式。公司与邮政集团订立委托代理银行业务协议，网点、客群、存款优势显著。1）代理网点低成本存款优势显著：公司网点数量远超国有大行，代理网点占比近八成；个人存款贡献高。2）代理网点资产业务潜能巨大：随着辅助小额贷款业务的推广，代理网点有望直接产生营收贡献。3）渠道下沉，深耕县域、中西部地区：低成本存款来源稳定，涉农贷款占比高于大行平均，受益税收优惠政策。

零售业务优势显著，资产负债结构持续优化。负债端，低成本存款优势显著：存款占比和规模同比增速均高于五大行平均；其中个人存款占比高于可比同业，存款高稳定性、低成本优势显著。资产端，结构优化空间较大：公司贷款业务虽起步晚，但增速高于同业，贷款占比不断提高；得益于更高的个贷占比，其贷款收益率高于大行平均，价格优势明显。综合两端来看，邮储银行息差显著高于大行平均；且贷存比较低，代理网点资产业务潜能巨大。

受益于息差降幅收窄及中收回暖，3Q20 单季度利润恢复正增长。前三季度营收、PPOP、净利润增速分别为 2.7%、-1.3%、-2.7%，单季度来看，3Q20 营收增速较 2Q20 提升 0.2pct 至 1.5%，3Q20 单季净利润增速由 2Q20 的-28.1%大幅提升至 13.5%。主要受益于息差降幅收窄及中收回暖。息差方面：前三季度息差较上半年仅下降 2BP 至 2.4%，降幅有所收窄。主要得益于资产端收益率逐步企稳，负债端存款成本上升压力缓解。手续费收入方面：3Q20 单季手续费及佣金净收入同比增 27.1%，较二季度单季增速提高 20pct，银行卡、理财、代销等业务显著回暖。

资产质量持续优异，拨备计提充足。邮储银行各项资产质量指标优于同业，不良贷款率长期维持在 1%以内，3Q20 不良率为 0.88%，环比下降 1BP；测算单季年化不良净生成率为 0.14%，环比下降 32BP。资产质量前瞻指标“关注贷款率、逾期贷款率”均较低，潜在不良担忧较小。不良认定标准较严格，风险暴露充分。3Q20 拨备覆盖率 403.21%，拨贷比 3.55%，环比均有提高，风险抵补能力进一步夯实。优异资产质量得益于低风险的资产结构，且具有可持续性。

投资建议：邮储银行是一家零售特色鲜明，具有差异化特色的国有大行。我们认为，公司负债端低成本优势可持续，零售业务优势将支撑其较高贷款收益率水平，息差有望保持平稳；规模平稳增长，净利息收入增速平稳；中收增长潜力巨大。不良生成压力较小，拨备反补盈利空间较大。看好公司未来机制改善带来的 ROE 提升空间，预计 20/21 年净利润增速为-0.1%/5.3%，给予公司 1.0 倍 20 年 PB 目标估值，对应股价 5.75 元/股，评级为“强烈推荐”。

风险提示：代理网点资产业务开展不及预期、经济下滑影响资产质量

《邮储银行（601658.SH）：负债优势突出的零售大行，腾飞可期》，林瑾璐，田馨宇，2019 年 12 月 18 日

2.10 蒙娜丽莎（002918）：受益双模式驱动和行业变化的优秀瓷砖头部企业

瓷砖头部公司综合优势突出。公司专注瓷砖 20 余载，是业内龙头企业之一，产品中高端，品类丰富，品牌度高，节能环保绿色，技术领先，是业内标准制订者，瓷砖“薄型化”领导者。创始人集体民主一致行动，控制力强。

瓷砖行业大行业小公司，集中度进入快速提升阶段。近几年受到地产影响下行业整体需求萎缩，同时国家环保和节能标准趋严，小厂成本负担加大，市场竞争加剧情况下小企业逐步退出市场，市场向头部公司集中。行业进入优秀公司快速提升市占率的阶段。瓷砖行业规模巨大达到 3000-4000 亿左右，但是行业集中度极低，龙头公司马可波罗市占率仅为 3%左右，较国外的龙头高市占率水平 40%甚至 50%的市占率差距较大。随着小企业的淘汰和优秀企业的快速发展行业集中度进入快速提升阶段。

蒙娜丽莎抗风险逆势增长，在行业景气下行中保持持续稳健增长。在 2018 年和 2019 年行业总体规模收缩的情况下，利润增速保持 20%左右的稳健增长，即使在 2020 年新冠疫情一些龙头受到影响较大的情况下公司依然保持了稳健和超预期的增速。

智能制造生产线进入集中释放阶段，助力市占率和盈利水平提升。藤县新产能 8000 万平米等于再造一个蒙娜丽莎，新产线智能化水平高，同时都是大尺寸生产线，为公司降低生产成本和产品结构优化提供产能基础。公司大板领先行业，并且应用领域也在不断拓展。公司注重研发和新品的更新，产品结构处于不断地优化态势当中。

2B 和 2C 模式双轮驱动，发展更稳健。公司工程渠道和头部地产公司合作关系好，合作时间长，有利于公司规模效应的提升，特别是在 2020 年的新冠疫情中公司的工程端业务的快速发展使得公司业绩保持稳定的增长，受新冠疫情影响较小，在产能集中释放的阶段保证了产能的充分利用。经销渠道公司具备定价优势，能

够很好地改善公司产品结构，提升品牌度和品牌溢价能力。同时回款及时，为公司提供较好的现金流，提升公司防风险能力和水平。经销渠道保证公司长期增长的稳定性和持续性。公司 B 端和 C 端的双业务模式，保证高增长的韧性和持续性。

综合优势突出渐现，行业领跑者迎行业春风成最大受益者。公司在行业下滑中逆势较快增长，新冠疫情肆虐的 2020 年周转率水平仍不断改善，货币资金充裕，具备进一步投资和抗风险能力。公司具备较强的综合管理能力和抗风险能力，综合优势比较突出。随着行业春风，将成为最大受益者。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年到 2022 年的每股收益为 1.39 元、2.00 元和 2.30 元，对应的动态 PE 为 20 倍、14 倍和 11 倍，考虑到公司作为优秀瓷砖公司，逆势持续增长，综合竞争优势突出，作为大板行业领导者和产品结构不断改善，智能制造产能释放进入集中释放期，评级为“强烈推荐”。

风险提示：行业需求释放情况不及预期。

《蒙娜丽莎（002918）深度报告：逆风向上迎拐点，双轮驱动立翘楚》，赵军胜，2018 年 8 月 16 日

2.11 金山办公（688111）：国内办公软件龙头企业，国产替代叠加云转型趋势打开公司发展空间

公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广，看好公司长期发展，推荐理由如下：1.国内办公软件竞争格局稳定，受益国产替代趋势公司将迎来发展窗口期；2.疫情加速在线办公趋势，疫情期间公司月活最高达 2.39 亿，疫情稳定后仍保持较高的留存率，公司不断提高自身云端服务能力，向互联网办公云服务转变，紧抓云化趋势下的发展机遇；3. 截至 2020 年 9 月 30 日，公司 MAU 为 4.57 亿，同比增长 19.63%；截止 2020 年 6 月底累计年度付费个人会员数 1681 万，较年初增长 39.85%，同比增长 98.47%，且目前 WPS C 端用户付费率仍不足 1%，随着云办公、协作办公等用户习惯的培养，付费用户渗透率有望进一步提升。

公司盈利预测及投资评级：公司近三年营业收入平稳增长，研发投入力度大，专注产品性能提升，行业市场空间广阔，预计预计公司 2020-2022 归母净利润分别为 8.0/12.3/17.1 亿元，对应 EPS 分别为 1.73/2.67/3.70 亿元，对应 PE 分别为 216、140 和 101 倍，评级为“强烈推荐”。

风险提示：付费用户增长不及预期风险；订阅业务拓展不及预期风险；营收增长不达预期风险

《金山办公（688111.SH）：“科技茅台”系列深度之三，中美对标专题研究，中期 2000 亿市值，中长期 3000 亿市值成长逻辑》，王健辉，陈宇哲，2020 年 9 月 22 日

3. 金股汇总

表 1：1 月金股汇总

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
国检集团	公司下游客户主要为国内大型建材生产企业、国内重大工程等，二季度后随着下游复产复工，疫情影响逐步消散。公司期权激励计划顺利推进，有助于提升核心团队业务开拓的积极性，放大公司在建筑建材检测领域的龙头优势。公司将通过合资、收购、兼并等多种方式，整合国内外优质检验认证资质资源。到 2030 年公司力争实现在建工建材检验认证领域达到国际领先、国内一流，在环境与环保、汽车与零部件、消费品、健康与生命科学、食品与农产品检验和仪器设备研发生产销售以及计量校准等七个领域占据相当市场规模和较强实力的现代化综合型检验认证服务机构。	0.58	0.77	0.96	32.41	24.42	19.58
天工国际	工具钢加速“高质量”蜕变，新材料突破成长“天花板” 1. 世界领先的工具钢供应商，布局战略性新兴产业。公司是我国最大的工模具钢、切削刀具生产制造商，依次开拓了切削工具、高速钢、模具钢和新材料业务，实现了全品种特种新材料生产体系，产品广销国内外。2018 年世界 SMR 钢铁排名中工模具钢综合实力世界前二强，高性能工模具钢产品被国家《战略性新兴产业分类（2018）》列入新材料产业。 2. 专业化发展强化成本优势，产品毛利率高于同行。中低端工具钢市场易于饱和且竞争激烈，公司专注于生产工具钢和切削工具产品，核心产品具有显著的低成本竞争优势。通过纵向一体化发展，再加上公司优秀的成本管控，盈利能力优于同行。目前公司已经成长为拥有全球第二大产量的工具钢生产企业，规模效应进一步强化了公司的成本优势。 3. 疫情冲击加速国产替代，模具钢业务将高质成长。疫情致海外延迟复产，影响国内客户对进口模具和模具钢的需求，国内客户倾向于以国产取代进口模具钢，我国模具钢国产替代市场容量达 100 亿元。2020H1 公司国内模具钢销量和平均售价分别上升 35.9%及 9.3%，国内市场份额提升 5 个百分点至 30%并将长期受益。后疫情时代汽车、家电等消费回暖和库存周期共振促进模具钢迎上行周期拐点，2021 年公司模具钢销量有望增长 10%以上。 4.粉末冶金产品填补国内空白，成为新业绩增长极。我国高性能工具钢需求随产业升级不断增长，其中粉末冶金高	0.18	0.22	0。27	15.76	12.89	10.5

	速钢市场规模预计将超过 20 亿元。公司投资的国内首条工具钢粉末冶金生产线（一期）投产，设计产能 2000 吨，填补了国内粉末冶金高速钢供应空白，并将视实际的生产和销售情况布局二期产线，届时该生产线的总产能预计达到 5000 吨。 公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 55.39、59.34 和 63.68 亿元；归母净利润分别为 4.57、5.72 和 7.01 亿元；EPS 分别为 0.18、0.22 和 0.27 元，对应 PE 分别为 15.76X、12.89X、10.50X，给予“强烈推荐”评级。 风险提示：1、原料价格风险；2、宏观经济风险；3、企业经营风险。风险提示：1、原料价格风险；2、宏观经济风险；3、企业经营风险。						
紫金矿业	矿产资源优先战略保障成本竞争力凸显，资源优势开始转化为效益优势：公司坚持矿产资源优先战略并自 2015 年起实施逆周期并购策略，分别收购卡莫阿铜矿，RTB BOR，Timok 铜金矿、武里蒂卡金矿及今年的巨龙铜业与圭亚那金矿，公司低成本的矿产资源叠加有效的项目优化令公司整体生产成本竞争力凸显（2020H1 平均单位销售成本-13.6%，成本下降带动宽山产品毛利增长 20%）。未来随着武里蒂卡金矿的逐步达产及技改完成（年权益矿产金 6.26 吨），李坝金矿 1 万吨/日采选完成（年贡献矿产金 5.5 吨），诺顿 150 万吨/年帕丁顿选厂改造完成（矿产金年产 5.5 吨），圭亚那的交割完成（年产矿产金约 5 吨）及水银洞金矿等技改，预计公司 2023 年后年矿产金产量或达到 65 吨，较 2019 年增长 59%；此外，考虑到卡莫阿卡库拉铜矿 2021 年的试产（30%产能约 8 万吨权益矿产铜）及 2023 年的达产（约 15.7 万吨权益矿产铜），以及 Timok 上带矿（14.5 万吨矿产铜）、驱龙铜矿（预计 2022 年权益矿产铜贡献达 8.3 万吨）与 RTB Bor 一期技改的完成（约 8 万吨权益矿产铜），预计公司 2023 年后的铜产量有望升至 71 万吨，较 2019 年增长 92%；至 2023 年，公司矿产金及铜增量折合权益现金流贡献约 248 亿元，毛利贡献约 82 亿元。	0.26	0.30	0.38	25.90	22.60	17.80
星源材质	1、隔膜行业属于优质赛道，成本迭代推动行业集中度持续提升，公司作为国内头部隔膜企业，有望受益行业 β；2、公司基本面正在发生重大改变，一方面，公司湿法产品生产工艺水平已经达到较高水平，另一方面，湿法产线单线产能已经降至行业最低水平，有望带动成本大幅下降。	0.31	0.41	0.51	104.13	78.73	63.29

中国广核	我们认为，“十四五”期间，低碳绿色的能源政策将继续，核电作为现在唯一能替代火电作为基础电力能源，会持续发展，增速有望超过“十三五”时期。	0.18	0.20	0.19	15.18	13.76	14.07
城发环境	公司实际控制人为河南国资委，背靠河南投资集团，公司在河南省内拥有绝对的业务拓展优势，2018、2019、2020H1 公司中标的垃圾焚烧项目产能在河南省内市占率分别为 17%、43%、100%，随着公司对省内项目的把控能力正逐年增强，假设公司未来在垃圾焚烧招投标市场维持 50%的市占率，远期公司的垃圾焚烧省内产能有望达到 3 万吨/日。同时公司在做大垃圾焚烧体量后，未来产业链有望向前端环卫服务延伸，以打通清扫保洁-垃圾清运-焚烧发电产业链，从源头保障垃圾供应量，实现产业规模集约、上下游有效协同。截止 2020 年 6 月，公司在手 18 个垃圾焚烧发电项目，总设计产能规模达到 1.94 万吨。集团旗下火电板块多年电厂运营管理经验也为公司的垃圾焚烧项目精细化运营保驾护航。 高速业务做压舱石提供稳健现金流，垃圾焚烧强者恒强。公司目前管理经营许平南高速、安林高速及林长高速等三条高速公路，现辖高速路总长度约 255 公里，加权平均剩余有效期限约 14 年。公司高速业务经营稳定，能为公司提供每年 12 亿的经营现金流。同时垃圾焚烧行业随着环保监管的趋严与获国补难度的增加，行业洗牌即将开启，国补新政强化强者恒强趋势。公司有望抓住行业集中度的机遇，通过招投标或外延并购等方式收获自身市占率的加速提升。	0.69	1.31	1.68	17	9	7
五粮液	公司 Q3 收入环比稳定上升，现金流表现亮眼。具体变动金额北向资金流入位居消费产业第五，站稳千元价格带，提高次高端价格带的天花板，新零售和企业团购营销策略促进量价齐升，营收和利润端增长明显，跨年期间高端白酒消费需求刚性。	5.26	6.37	7.51	53.42	44.10	37.40

隆平高科	我们认为，近期中央经济工作会议将种子与耕地问题列入2021 年重点工作，粮食安全与生物育种战略地位提升。公司作为种业龙头企业，具备转基因技术的技术储备和领先优势，并在传统的种质资源、研发实力和销售渠道方面行业领先。随着种植业景气提升和转基因商用落地，公司有望凭借核心优势充分受益。	0.04	0.17	0.44	525.00	109.00	43.00
邮储银行	邮储银行具有独特的“自营+代理”模式。公司与邮政集团订立委托代理银行业务协议，网点、客群、存款优势显著。1）代理网点低成本存款优势显著：公司网点数量远超国有大行，代理网点占比近八成；个人存款贡献高。2）代理网点资产业务潜能巨大：随着辅助小额贷款业务的推广，代理网点有望直接产生营收贡献。3）渠道下沉，深耕县域、中西部地区：低成本存款来源稳定，涉农贷款占比高于大行平均，受益税收优惠政策。 零售业务优势显著，资产负债结构持续优化。负债端，低成本存款优势显著：存款占比和规模同比增速均高于五大行平均；其中个人存款占比高于可比同业，存款高稳定性、低成本优势显著。资产端，结构优化空间较大：公司贷款业务虽起步晚，但增速高于同业，贷款占比不断提高；得益于更高的个贷占比，其贷款收益率高于大行平均，价格优势明显。综合两端来看，邮储银行息差显著高于大行平均；且贷存比较低，代理网点资产业务潜能巨大。 受益于息差降幅收窄及中收回暖，3Q20 单季度利润恢复正增长。前三季度营收、PPOP、净利润增速分别为 2.7%、-1.3%、-2.7%，单季度来看，3Q20 营收增速较 2Q20 提升 0.2pct 至 1.5%，3Q20 单季净利润增速由 2Q20 的-28.1%大幅提升至 13.5%。主要受益于息差降幅收窄及中收回暖。息差方面：前三季度息差较上半年仅下降 2BP 至 2.4%，降幅有所收窄。主要得益于资产端收益率逐步企稳，负债端存款成本上升压力缓解。手续费收入方面：3Q20 单季手续费及佣金净收入同比增 27.1%，较二季度单季增速提高 20pct，银行卡、理财、代销等业务显著回暖。 资产质量持续优异，拨备计提充足。邮储银行各项资产质量指标优于同业，不良贷款率长期维持在 1%以内，3Q20 不良率为 0.88%，环比下降 1BP；测算单季年化不良净生成率为 0.14%，环比下降 32BP。资产质量前瞻指标“关注贷款率、逾期贷款率”均较低，潜在不良担忧较小。不良认定标准较严格，风险暴露充分。3Q20 拨备覆盖率 403.21%，拨贷比 3.55%，环比均有提高，风险抵补能力进一步夯实。优异资产质量得益于低风险的资产结构，且具有可持续性。	0.71	0.74	0.82	6.98	6.63	5.98

蒙娜丽莎	瓷砖头部公司综合优势突出。公司专注瓷砖 20 余载，是业内龙头企业之一，产品中高端，品类丰富，品牌度高，节能环保绿色，技术领先，是业内标准制订者，瓷砖 “薄型化”领导者。创始人集体民主一致行动，控制力强。 瓷砖行业大行业小公司，集中度进入快速提升阶段。近几年受到地产影响下行业整体需求萎缩，同时国家环保和节能标准趋严，小厂成本负担加大，市场竞争加剧情况下小企业逐步退出市场，市场向头部公司集中。行业进入优秀公司快速提升市占率的阶段。瓷砖行业规模巨大达到 3000-4000 亿左右，但是行业集中度极低，龙头公司马可波罗市占率仅为 3%左右，较国外的龙头高市占率水平 40%甚至 50%的市占率差距较大。随着小企业的淘汰和优秀企业的快速发展行业集中度进入快速提升阶段。 蒙娜丽莎抗风险逆势增长，在行业景气下行中保持持续稳健增长。在 2018 年和 2019 年行业总体规模收缩的情况下，利润增速保持 20%左右的稳健增长，即使在 2020 年新冠疫情一些龙头受到影响较大的情况下公司依然保持了稳健和超预期的增速。 智能制造生产线进入集中释放阶段，助力市占率和盈利水平提升。藤县新产能 8000 万平米等于再造一个蒙娜丽莎，新产线智能化水平高，同时都是大尺寸生产线，为公司降低生产成本和产品结构优化提供产能基础。公司大板领先行业，并且应用领域也在不断拓展。公司注重研发和新品的更新，产品结构处于不断地优化态势当中。 2B 和 2C 模式双轮驱动，发展更稳健。公司工程渠道和头部地产公司合作关系好，合作时间长，有利于公司规模效应的提升，特别是在 2020 年的新冠疫情中公司的工程端业务的快速发展使得公司业绩保持稳定的增长，受新冠疫情影响较小，在产能集中释放的阶段保证了产能的充分利用。经销渠道公司具备定价优势，能够很好地改善公司产品结构，提升品牌度和品牌溢价能力。同时回款及时，为公司提供较好的现金流，提升公司防风险能力和水平。经销渠道保证公司长期增长的稳定性和持续性。公司 B 端和 C 端的双业务模式，保证高增长的韧性和持续性。 综合优势突出渐现，行业领跑者迎行业春风成最大受益者。公司在行业下滑中逆势较快增长，新冠疫情肆虐的 2020 年周转率水平仍不断改善，货币资金充裕，具备进一步投资和抗风险能力。公司具备较强的综合管理能力和抗风险能力，综合优势比较突出。随着行业春风，将成为最大受益者。 盈利预测及投资建议：我们预计公司 2020 年到 2022 年的	1.39	2。00	2.47	24.00	16.00	13.00

	每股收益为1.39元、2.00元和2.47元，对应的动态PE为24倍、16倍和13倍，考虑到公司作为优秀瓷砖公司，逆势持续增长，综合竞争优势突出，作为大板行业领导者和产品结构不断改善，智能制造产能释放进入集中释放期，维持公司“强烈推荐”的投资评级。 风险提示：行业需求释放情况不及预期。						
金山办公	公司是国内领先的办公软件和服务提供商，主要从事 WPS Office 办公软件产品及服务的设计研发及销售推广，看好公司长期发展，推荐理由如下：1.国内办公软件竞争格局稳定，受益国产替代趋势公司将迎来发展窗口期；2.疫情加速在线办公趋势，疫情期间公司月活最高达2.39亿，疫情稳定后仍保持较高的留存率，公司不断提高自身云端服务能力，向互联网办公云服务转变，紧抓云化趋势下的发展机遇；3. 截至2020年9月30日，公司MAU为4.57亿，同比增长19.63%；截止2020年6月底累计年度付费个人会员数1681万，较年初增长39.85%，同比增长98.47%，且目前WPS C端用户付费率仍不足1%，随着云办公、协作办公等用户习惯的培养，付费用户渗透率有望进一步提升。	1.73	2.67	3.7	216	140	101

资料来源：东兴证券研究所

4. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

分析师简介

杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

张天丰

英国布里斯托大学金融与投资学硕士。11 年金融衍生品研究、投资及团队管理经验。曾担任东兴资产管理计划投资经理（CTA），东兴期货投资咨询部总经理。曾获得中国金融期货交易所期权联合研究课题二等奖及三等奖，大连商品期货交易所期权做市商大赛三等奖。上海期货交易所注册期权讲师，中国金融期货交易所注册期权讲师。2018 年 9 月加入东兴证券研究所。

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018 “天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2020 年度获新浪第二届“金麒麟分析师”奖，2020 年度获万得“金牌分析师”奖，六年证券从业经验，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

樊艳阳

中国人民大学经济学院本科及硕士，3 年财经媒体上市公司从业经验，主要跟踪新能源汽车产业链、机械行业，2016 年加入民生证券，2017 年加入东兴证券。

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

胡道恒

有色金属行业分析师，清华大学材料科学与工程硕士，北京科技大学材料学学士。3 年证券从业经验，2019 年加入东兴证券研究所。

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

张清清

北京航空航天大学工学博士，在金属及金属新材料领域发表十多篇学术论文，其中包含第一作者发表的 SCI 论文 5 篇（累计 IF>10）；2015-2018 年在宝钢从事研究工作，期间主持或参与多项新产品开发项目并应用于重点工程；2018 年 5 月加盟东兴证券。

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学学士，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，参与过包括火电、核电、水电、燃机、光伏、风电、垃圾发电等多种类型电站设计，2018 年 7 月加盟东兴证券研究所，2020 年 12 月起兼任研究策划组组长。2020 年电力及公用事业 Wind 金牌分析师。

陈宇哲

计算机行业分析师，五年证券从业经验，曾任职东方证券，从事中小市值行业（TMT 方向）研究，2020 年加

盟东兴证券研究所。曾获 2018/2019 年财新 II 最佳分析师中小市值第一名/第三名，2018 年第一财经最佳分析师新经济团队第二名。

联系人简介

林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

张东雪

南开大学金融学本硕，2019 年加入东兴证券研究所，研究方向为食品饮料，主要覆盖乳制品、肉制品、保健品及部分白酒板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526