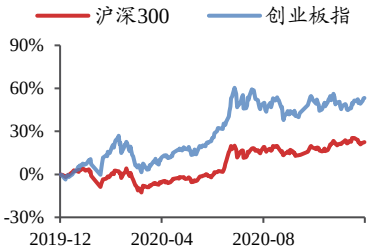
2020 年 12 月 17 日

# 开源晨会 1217

## ——晨会纪要

市场快报

**沪深 300 及创业板指数近 1 年走势**




数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅前五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 食品饮料 | 1.79 |
| 休闲服务 | 1.38 |
| 家用电器 | 1.02 |
| 电气设备 | 0.32 |
| 交通运输 | 0.2 |

数据来源：贝格数据

**昨日涨跌幅后五行业**

| 行业名称 | 涨跌幅(%) |
|---|---|
| 通信 | -1.88 |
| 传媒 | -1.7 |
| 汽车 | -1.64 |
| 计算机 | -1.4 |
| 纺织服装 | -1.31 |

数据来源：贝格数据

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

## 观点精粹

### 总量视角

【宏观】“需求侧”的结构转换——宏观经济点评-20201215

【宏观】财政延续积极，民生仍是发力重点——宏观经济点评-20201215

### 行业公司

【食品饮料】社零数据趋势向好，食饮增速持续复苏——行业点评报告-20201216

【新能源与电气设备：中材科技(002080.SZ)】终止重大资产重组，玻纤、隔膜受益于行业上行趋势——公司信息更新报告-20201216

【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】高管增持彰显公司长远发展信心，业绩持续复苏——公司信息更新报告-20201216

【食品饮料：新乳业(002946.SZ)】股权激励提升积极性，彰显长期发展信心——公司信息更新报告-20201216

【家用电器：星徽精密(300464.SZ)】乘东风跨境出海，借精品泽宝再启航——公司首次覆盖报告-20201216

【农林牧渔：凤祥股份(09977.HK)】白羽鸡注入消费品属性，领军企业释放新活力——港股公司首次覆盖报告-20201216

【计算机：赛意信息(300687.SZ)】赛意信息(300687.SZ)：受益制造业“顺周期”，智能制造业务加速发展——首次覆盖报告-20201216

【计算机：中国长城(000066.SZ)】中国长城（000066.SZ）:国产 CPU 巨头，充分受益国产化浪潮——首次覆盖报告-20201216

【房地产：新城控股(601155.SH)】规模成长，双轮驱动，运营能力持续提升——公司首次覆盖报告-20201216

【煤炭开采：盘江股份(600395.SH)】增资控股煤矿整合再进一步，同步布局煤电联营——公司事件点评报告-20201215

# 研报摘要

## 总量研究

### 【宏观】“需求侧”的结构转换——宏观经济点评-20201215

**赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013**

11 月经济数据总体不错，工增、投资符合市场预期，消费表现略低预期、与疫情反复扰动线下消费有关。但“亮眼”的总量数据之下，不同经济部门、行业之间分化显著，“需求侧”的结构转换特征日益凸显。立足结构视角，找准投资逻辑。

工业生产：生产行为分化显著，医药和装备制造继续加快，原料制造增长放缓

11 月生产活跃度总体仍高，但结构分化加快显现；装备和消费制造类产出增长进一步加快，原料制造类增长放缓。具体来看，工业增加值同比增速 7%，较上月（10 月）加快 0.1 个百分点。大类行业中，制造业增长 7.7%、较前值加快 0.2 个百分点，增速为 2019 年 4 月份以来最高，其中消费制造和装备制造增长均加快 0.6 个百点、原料制造增速回落 0.4 个百分点。电热燃增速季节性抬升，采矿业增速回落。

中微观层面的分化也十分清晰；医药制造、电气机械、化学原料及制品等行业生产活跃度、持续性最好，单月产出增速均处于近年高位。相较之下，前期产出增长持续改善的黑色金属、非金属矿物等原料制造行业，11 月产出增速均有不同程度回落。主要工业品中，钢材、有色、水泥产量增长均放缓，仅玻璃增长加快。

投资需求：医药和部分设备制造投资明显改善，部分行业或已走出“独立逻辑”

制造业投资明显改善，医药投资、设备投资贡献显著。11 月，制造业投资增速抬升 8.7 个百分点至 12.2%，其中医药制造投资增速进一步上升超 40 个百分点至 76%、创历史新高，计算机通信设备制造、专用设备制造、化学原料和化工制品投资增速也有大幅改善。以医药制造和部分设备制造为代表的先进制造，已走出“独立逻辑”，在“需求侧改革”背景下、或成为扩大“有效投资”的重要方向。

基建和地产投资增速回落，未来一段时间或“韧性”仍存、“弹性”有限。11 月，基建和地产投资增速分别下滑 1.2 和 1.8 个百分点至 5.9%和 10.9%。这类传统投资，受“稳增长”及外溢效应影响显著；政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，基建和地产投资压力或将继续显现，未来一段时间“弹性”较为有限。

居民消费：线下消费活动修复阶段性放缓，受疫情反复扰动，中期弹性可期

“双十一”助力实物消费加快修复，但疫情反复扰动线下消费修复节奏。11 月社零同比 5%（前值 4.3%），略低于市场平均预期（5.6%）；其中，商品消费增速 5.8%、较前值抬升 1 个百分点，手机、化妆品、家电等增速抬升幅度较大，或受“双十一”提振；但餐饮消费再现负增（-0.6%），或受到疫情阶段性反复扰动。

向后展望，线下消费修复节奏或受疫情反复扰动，但改善趋势较为“确定”、“弹性”可期；伴随居民就业和收入等继续改善，重点关注中低收入群体相关大众消费等逻辑。“需求侧改革”下，改善中低收入群体收入、增加农村配套设施服务等或成为释放“有效需求”的重要抓手，也将在一定程度上利好相关大众消费等。

风险提示：国内外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

### 【宏观】财政延续积极，民生仍是发力重点——宏观经济点评-20201215

**赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013**

房地产、汽车等市场高景气，带动税收收入延续改善；非税收入拖累财政回落

11 月税收收入延续改善，非税收入大幅下滑、拖累财政收入增速回落。11 月财政收入同比下降 2.7%、回落 5.7 个百分点。其中，税收收入同比增长 12.2%、提高 1 个百分点、延续改善趋势。非税收入受基数影响，同比大幅下滑 42.4%，拖累财政收入。1-11 月累计，财政收入同比下降 5.3%，降幅收窄 0.2 个百分点。

受益于稳增长政策的溢出效应，房地产等市场呈现较高景气，带动税收增长。11 月，契税、车购税分别同比增长 36%、18.6%，高于总体税收增速，主要受房地产、汽车市场等提振。稳增长政策溢出效应，对相关市场的支撑仍持续存在。此外，在经济回暖、收入改善背景下，个人所得税收入同比增长 26.7%，改善明显。

财政支出增速维持高位，卫生、教育、社保等民生相关支出，仍是发力重点

财政支出维持 15%以上的高增速，赤字规模已超过预算赤字、延续积极发力。11 月财政支出同比增长 15.9%、回落 3.1 个百分点，维持高增速。1-11 月累计，财政支出同比增长 0.7%，年内首次回到正增长。累计赤字达到 3.84 万亿元、已超过财政预算赤字规模（3.76 万亿元）、主要得到资金调入和结转结余等支持。

一般财政重点向民生领域倾斜，相关支出增长较快；部分基建类支出进度大幅低于预算。11 月支出分项中，卫生健康、教育、社保就业等民生类支出，分别同比增长 68.9%、21.8%、18.3%，带动财政支出上行。支出进度较慢的项，包括节能环保（63.3%）、城乡社区（65.5%）等，进度尚不及 70%，年内或难以完成预算。

广义财政支出增速跳升、延续积极，年末或加大财政投放，维持较高增长中枢

土地出让收入改善，政府性基金支出抬升，年末或加大财政投放、推动赶工。11 月，政府性基金收入同比增长 27.3%；其中土地出让收入同比增长 33%、抬升明显。考虑到调控政策下，土地成交增速已经回落，土地收入高增的延续性仍需观察。11 月，政府性基金支出同比增长 35.5%、提高 28 个百分点，加大财政投放。

广义财政支出增速跳升、延续积极，年末或保持较高增长中枢。11 月，广义财政收入同比增长 9.6%，提高 5.9 个百分点；支出同比增长 22.1%、提高 7.3 个百分点，为 2019 年 2 月以来的最高支出增速。1-11 月累计，广义支出同比增长 7.4%，延续上行趋势。考虑到全年财政支出预算规模，12 月广义支出增速或维持高位。

重申观点：从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱。2020 年提高赤字率、特别国债与专项债的大幅扩容等，更多是特殊时期的应急手段、并非常态；地方债大幅扩容，亦已接近 100%预警线。伴随着政策回归“常态”，2021 年相较 2020 年，国债发行量或明显回落、地方债大幅扩张难以为续。

风险提示：政府债支出进度不及预期；新冠疫情出现显著反弹。

## 行业公司

### 【食品饮料】社零数据趋势向好，食饮增速持续复苏——行业点评报告-20201216

**张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011**

投资建议：守正出奇，关注改善机会

往 2021 年展望，大背景环境是经济活动仍在缓慢复苏。从基本面的角度来看，多数子行业应处于回暖改善过程；从估值角度来看，目前多数食品饮料公司估值已在高位。我们选取 2021 年食品饮料交易策略三条主线：一是坚守行业龙头长期持有，如五粮液、贵州茅台、山西汾酒、海天味业、伊利股份等；二是寻找行业低估值同时长期成长逻辑持续的股票，如中炬高新、煌上煌、嘉必优等；三是部分企业处于基本面底部未来具有改善预期，可重点关注恒顺醋业、洋河股份等。

月度观察：11 月社零增速上行，食品及烟酒类增速略有回落

2020 年 11 月社会消费品零售总额增长 5.0%，增速环比 10 月份提升 0.7pct，侧面反应出经济持续复苏。其中饮料、化妆品、珠宝、通讯器材等可选消费增速强劲。11 月餐饮及限额以上餐饮收入分别-0.6%与+1.8%，增速环比略有回落，应是与中秋节后消费自然回落有关，累计来看餐饮仍处于持续复苏趋势中。从细分子行业来看，11 月粮油食品类、饮料类、烟酒类分别增 7.7%、21.6%、11.4%，环比-1.1pct、4.7pct 与-3.7pct，我们认为节后淡季消费自然回落，食品与烟酒类增速下行也符合产业趋势。目前虽然疫情局部地区略有反弹，但整体回暖趋势不变。我们预计受到春节时间错配的影响，企业备货可能更多放在 2021 年，因此 12 月社会消费品零售总额增速可能仍略有放缓。

季度观察：2020 年 10-11 月增速较 2020Q3 回升

食品饮料月度数据波动较大。我们把数据合并来看，观测季度数据变化情况：进入四季度以来，2020 年 10-11 月社会消费品零售额增速较 Q3 回升 3.7pct，餐饮与限额餐饮收入增速分别回升 7.2pct 与 7.0pct，表明消费仍处于复苏势头中。观察食品饮料子行业中：2020 年 10-11 月食品粮油增速较 Q3 回暖 1.9pct；饮料增速较 Q3 提升 3.7pct；烟酒类增速较 Q3 提升 3.4pct。我们认为食品饮料 10-11 月增速上行，主因在于：一是中秋节日旺季形成消费高潮；二是疫情影响逐渐减弱，行业整体仍处于复苏势头中。预计 2020Q4 食品饮料行业增速仍将保持回暖趋势。

产业观察：提价预期起，通胀再升温

淡季提价是白酒常规操作策略，一方面为旺季到来打下基础，提振公司业绩；另一方面也利于品牌力拉升，抢占价格高点。近期剑南春、牛栏山等品牌公告提价，白酒品牌力集中体现为价格占位，因此在消费升级为主要驱动力的背景下，直接提价或换代升级是品牌酒企的一致行动策略。市场对于调味品的提价预期较高。从历史经验来看，酱油行业通常三年左右会普遍提价，提价的触发因素通常为成本上涨或渠道利润变薄。无论是从提价节奏（距离上次提价已经接近四年），还是从触发因素来看（大豆价格上涨较多，同时近几年渠道利润率也有下行），目前均具备较为充分的提价条件。行业迎来提价窗口期，在 2021 年通胀的预期下，我们建议关注白酒与调味品两个直接受益板块。

风险提示：原材料价格波动风险、市场经营风险、食品安全风险等。

**【新能源与电气设备：中材科技(002080.SZ)】终止重大资产重组，玻纤、隔膜受益于行业上行趋势——公司信息更新报告-20201216**

**刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002**

中材科技发布终止重大资产重组公告，我们预计若后续资产重组推进，在方案设定上会更公平，维持“买入”评级

中材科技发布终止重大资产重组公告：停牌期间，中材科技与中国巨石双方未能就交易方案的核心条款达成一致意见，故决定终止筹划本次重大资产重组事项，且公司在公告发布 1 个月内不再筹划重大资产重组事项。双方股票皆于 12 月 16 日复牌。我们认为，虽然中材科技和中国巨石皆隶属于中国建材集团，双方主业存在竞争关系，不排除后续仍会展开业务整合，但从此次终止重大资产重组来看，我们预计若后续资产重组推进，在交易对价的设定上会更加审慎、注重公平、市场化原则。我们维持此前对公司 2020-2022 年归母净利润预期 21.9/25.1/27.4 亿元，分别同比增长 58.6%/14.8%/9.2%，EPS 分别为 1.30/1.50/1.63，当前股价对应 2020-2022 年 P/E 为 16.5/14.4/13.2，维持“买入”评级。

玻纤：全面涨价贡献业绩弹性

从 Q2 起，玻纤需求已显著复苏；价格上，9 月起公司多品种已相继提价，全品类涨价潮启动，随着海外市场复苏，预计玻纤价格涨势有望延续至 2021 年；成本上，公司 F07/F08 产线分别于 5 月和 7 月投产，冷修技改基本完成，降本持续推进。

隔膜：预计供需紧张状况至少延续至 2022 年，量利齐升增厚利润

我们预计 2021/2022 年国内隔膜厂供应国内的产成品的实际交付能力分别为 53.3/64.7 亿平米，国内隔膜需求量（包括海外电池厂在国内建厂在内）分别为 37.2/48.6 亿平米，预计 2021 年国内隔膜供需关系有望改善，头部厂商或阶段性面临供不应求的状况，价格有望企稳。我们预计 2021 年湖南中锂/中材锂膜出货量分别为 5.29/2.76 万平米，净利润分别为 1.21/0.23 亿元。

风险提示：叶片原材料价格上涨，玻纤价格持续走低、隔膜价格持续走低。

**【纺织服装：森马服饰(002563.SZ)】高管增持彰显公司长远发展信心，业绩持续复苏——公司信息更新报告-20201216**

**吕明（分析师）证书编号：S0790520030002**

高管增持彰显公司长远发展信心，维持“买入”评级

12 月 15 日，公司联席总经理陈嘉宁女士以竞价交易方式增持公司股份共计 34.09 万股，成交均价为 9.38 元。陈嘉宁女士曾任耐克大中华区销售副总裁，具备丰富的国际运动时装管理经验，2019 年加入公司后积极促进品牌转型升级。我们认为本次增持系基于其对公司未来发展潜力的合理判断，彰显了对提升产品功能性、科技性，打造爆款大单品等战略顺利推进的信心。结合此前高管连续三年增持（控股股东邱光和 2018-2020 年均向核心高管徐波、邵飞春分别转让 537.1 万股、268.6 万股），两期限制性股票、员工持股计划，公司通过全面的激励方式深度绑定了员工利益，提升了长期发展动力。维持此前盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.3/15.0/18.0 亿元，对应 EPS 为 0.27/0.56/0.67 元，当前股价对应 PE 为 35/17/14 倍，维持“买入”评级。

成功剥离 Kidiliz 业绩持续向好，存货、现金流改善带动报表质量提升

业绩方面，公司 2-5 月业绩逐渐恢复，于 6 月迎来拐点，持续向好。且 9 月公司成功将 Kidiliz 子公司股权剥离，其负面影响自 Q4 起解除，公司有望轻装上阵。_x000b_营运能力方面，2020 年前三季度公司存货规模同比减少 39%，较年初下降 21%；经营性活动现金流净额由年初的-2.88 亿元大幅提升至 20 亿元。

未来展望：成人装持续复苏，童装增强核心竞争力，电商盈利水平再提升

（1）休闲：货品结构改善，进一步提升功能性、故事性、高科技商品占比，通过少款多量提升性价比；渠道端提升购物中心占比及奥莱渗透率，提升坪效；（2）童装：巴拉巴拉持续加强品牌建设运营，扩大领先优势；Mini Balabala 及马卡乐 2020 年均有望达到 5 亿元以上规模；（3）电商：随着存货改善处理旧货比例下降，新品、电商专供款比例提升，截至 2020Q3 新品比例达 70%，盈利规模及质量有望进一步提升。我们预计公司 2020 年利润同比下降约 40%-60%，2021 年收入端有望恢复至 2019 年同期 90%水平，利润恢复至 2019 年 80%-90%水平。

风险提示：疫情二次爆发影响销售恢复；存货及资产减值风险

**【食品饮料：新乳业(002946.SZ)】股权激励提升积极性，彰显长期发展信心——公司信息更新报告-20201216**

**张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038**

内生增长、外延并购并行，维持“增持”评级

新乳业实施股权激励计划，核心竞争力持续提升。我们维持盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利分别为 2.8 亿、3.5 亿、4.5 亿元，EPS 分别 0.33、0.41、0.52 元，当前股价对应 PE 分别为 57、45、36 倍，维持“增持”评级。

激励对象包括高管及核心骨干，可提高团队稳定性和积极性

公司发布《2020 年限制性股票激励计划（草案）》，拟向 41 名董事、高级管理人员、核心管理人员、核心骨干人员等授予 1378 万股限制性股票，占总股本 8.5 亿股的 1.6%。授予的限制性股票价格为 9.35 元/股，限售期分为 3 个阶段，解除限售比例分别为 30%、30%、40%。具体来看，董事、高级管理人员等 5 人获授 61.7%的限制性股票，

核心管理人员、核心骨干人员等 36 人获授 38.3%的股票，激励对象涵盖公司高管及核心骨干，可提升团队稳定性，激发管理层积极性。

股权激励考核目标锁定业绩增长下限

解锁条件包含业绩考核和个人考核。在个人考核上：个人绩效考核达到 A+或 A、B、C 可分别 100%、80%、0%解除限售。在公司业绩考核上：（1）100%解除限售条件：以 2020 年为基准年，2021-2023 年度合并营业收入、净利增速分别不低于 25%、56%、95%，即每年合并营收、净利增速不低于 25%；（2）80%解除限售条件：以 2020 年为基准年，2021-2023 年度合并营业收入、净利增速分别不低于 20%、45%、76%（即每年合并营收、净利增速不低于 20%），且分别至少一个低于 25%、56%、95%。考核目标锁定了业绩增长下限，彰显公司发展信心。

股权激励摊销费用前高后低，中长期看影响有限

本次股权激励总费用为 1.28 亿元，2021-2024 年分别摊销 0.51、0.45、0.24、0.09 亿元。股权激励摊销费用前两年较高，但中长期看，股权激励有助于提升员工积极性，释放经营活力。未来随着股权激励摊销费用下行，内生增长、外延并购并行，公司业绩仍可快速增长。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展不及预期风险、原料价格波动风险等。

**【家用电器：星徽精密(300464.SZ)】乘东风跨境出海，借精品泽宝再启航——公司首次覆盖报告-20201216**

**吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004**

精密金属连接件引领者进军跨境电商，首次覆盖给予“买入”评级

星徽精密是金属连接件领域龙头，为家居五金行业首家上市公司，于 2019 年 2 月完成收购泽宝 100%股权从而进入跨境电商领域，此后跨境电商业务成为公司收入和利润的主要来源。我们认为跨境出口行业高景气且增长空间较大，子公司泽宝作为行业头部有望继续受益。此外，在产品、渠道、品牌的既有优势上，精品强化、渠道拓展及 RCEP 红利释放有望给泽宝带来新增长极。预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 3.05/3.96/5.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.87/1.12/1.49 元，当前股价对应 PE 为 22.6/17.5/13.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

产品、渠道、品牌共振打造核心竞争力

（1）产品端：泽宝坚持通过精品模式给市场提供品质过硬的高性价比产品（目前产品核心 SKU 仅 100 多个），使用科学采购模式确保上游产品供应，重视研发且拥有三级开发模式以推动新品开发及上市进度。（2）渠道端：泽宝主打线上 B2C 模式，主要依托亚马逊平台进行产品销售，利于发挥精品战略优势。另外，泽宝通过线上建设独立站，线下开拓 2B 业务、设立自营仓及本土化运营等方式降低销售平台单一风险。（3）品牌端：泽宝目前已拥有六大自有品牌，通过品牌的差异化定位切入不同的细分市场，其中部分自有品牌已具备较好的市场影响力，如 TaoTronics 无线耳机、RavPower 移动电源等多个品牌产品位居亚马逊销售排行榜前列。

展望：精品强化、渠道拓展、RCEP 红利释放带来增长动力

（1）精品强化：公司在巩固原有研发体系的同时，继续加大研发投入。公告显示，星徽精密拟通过定向募资约 10 亿元来加强泽宝的研发体系建设与消费电子品类开发，其中覆盖的视频产品与激光电视类目赛道较好，增长潜力较强。（2）渠道拓展：公司继续深化亚马逊平台运营，加大海外线下渠道拓展，实现本土化；同时加码中国国内市场布局，RAVPower 与 TaoTronics 已先后入驻京东与天猫平台。（3）RCEP 红利释放：考虑到 RCEP 给跨境出口创造了零关税、低成本、通关便利、降低汇率波动风险等条件，公司在东南亚新兴市场的开拓有望加速，有望给公司带来新的增长点。

风险提示：贸易政策变化，行业竞争加剧，亚马逊平台规则趋严、汇率风险

**【农林牧渔：凤祥股份(09977.HK)】白羽鸡注入消费品属性，领军企业释放新活力——港股公司首次覆盖报**

**告-20201216**

**陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001**

白羽肉鸡一体化企业，深加工能力领先

公司是国内第二大白羽肉鸡一体化生产企业，产业链涵盖鸡苗、生鸡肉制品及深加工鸡肉制品，以鸡肉制品代理加工起家，逐步向自营食品加工转型。公司整体经营稳定，2020 年上半年实现营业收入 19.04 亿元（+13.08%），其中深加工肉制品业务收入 8.22 亿元，占比提升至 43.20%。未来公司继续扩充深加工鸡肉生产能力，抓住国内白羽肉鸡行业向下游餐饮、食品环节发展的新机遇，发力国内市场，公司多年专注打造自主品牌，已经进入销售放量阶段。我们预计 2020-2022 年公司归属普通股东净利润分别为 1.77/5.15/8.36 亿元，EPS 分别为 0.17/0.49/0.80 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 17.1/5.9/3.6 倍。可比公司估值方面，公司 PE 低于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

行业从出口创汇向国内消费转变，新阶段企业向一体化转型

白羽肉鸡行业在 20 世纪 80 年代进入中国以政府为主导，国内消费很少，随着国际快餐巨头相继进入国内，国内白羽肉鸡的消费市场逐步形成。居民消费水平提高，下游餐饮行业需求增长，白羽肉鸡消费量维持较高增速，年平均增速约 7%，高于黄羽鸡平均增速 5%。预计白羽鸡将逐步成为未来禽肉消费主导。在此背景下，公司积极探索盈利稳定性更强的深加工环节，同时积极向 C 端发展，有效的平抑了产品周期性波动对公司业绩的影响。

公司全产业链养殖保驾护航，渠道与品牌协同发展

公司从农场到餐桌全程把控，产品质量有保证，同时拥有以市场为导向的研发体系，按需开发新产品。在营销渠道构建上，引入消费品团队进行产品推广，各品牌定位明确，主要品牌“优形”的目标人群追求健康，而“凤祥”则以美味为驱动。2020 年双 11 期间，“优形”和“凤祥”销售额同比分别增长 705%及 548%。在“优形”成功的基础上，布局健康休闲零食领域，孵化爆款单品“一口不忍肠”

风险提示：疫病风险，饲料成本波动风险，食品安全风险。

**【计算机：赛意信息(300687.SZ)】赛意信息(300687.SZ)：受益制造业“顺周期”，智能制造业务加速发展——首次覆盖报告-20201216**

**陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007**

从 ERP 实施厂商发展为智能制造提供商，经验丰富客户优质，业绩弹性大

赛意信息作为国内领先的数字化赋能厂商，核心业务从泛 ERP 管理层扩展为智能制造领域，产品线齐全，结构逐渐优化。随着 MES 市场需求的不断扩大和自主可控要求下国产化替代步伐的逐渐加快，公司有望凭借行业标杆性项目持续扩展客户群。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.59/2.18/3.03 亿元，EPS 为 0.7/1.0/1.4 元/股，当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 34/25/18 倍，较行业平均水平较低，首次覆盖给予“买入”评级。

MES 市场需求逐渐扩大，国产替代正当时

1）从整体市场空间来看，智能制造需求快速增长叠加国内 MES 渗透率较低，MES 市场需求有望快速增长。据中国工控网和 Eworks，预计未来 MES 市场的平均增幅保持在 18%左右。

2）分类来看，MES 按照下游领域划分可以分为流程行业 MES 和离散行业 MES，其中，流程行业 MES 的应用程度较高，离散行业 MES 的渗透率随着技术水平的不断提高和离散行业数字化改造的需求加深也逐渐提高。

3）分厂商来看，MES 服务商数量较多，其大多借助自身优势，对个别行业进行布局，形成自身强势领域，尚未出现全产业优势品牌，行业集中度较低。随着国内自主可控要求的逐渐提高和国内厂商技术的逐渐成熟，国内厂商有望凭借对下游厂商的理解后来居上，国产替代步伐进程有望加快。

产品结构优化，客户优质研发优势显著，打造行业标杆项目扩展客户群

从管理软件和大数据分析延展至以 MES/MOM 为核心的智能制造领域，公司产品结构优化，从交付实施厂商发展为智能制造自研厂商，公司核心竞争力不断提升。公司深度绑定美的、华为等大客户，通过各个领域标杆性项目的建设和良好的示范效应沉淀丰富的行业数字化建设经验，先发优势明显。

风险提示：客户扩展进度不及预期、公司技术研发不及预期、客户集中度风险

**【计算机：中国长城(000066.SZ)】中国长城（000066.SZ）:国产 CPU 巨头，充分受益国产化浪潮——首次覆盖报告-20201216**

**陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007**

网信产品领导者，基于 PK 体系持续受益信创放量

中国长城作为国内的网络安全和信息化领导者，随着 PK 体系的逐渐完善和 ARM 生态的逐渐扩展，将持续受益于信创产业放量和国产 CPU 替换。通过资金募集和股权激励，公司将进一步绑定优质人才，完善产品研发体系和升级，业绩增长弹性大。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 9.0/11.8/14.7 亿元，EPS 为 0.31/0.40/0.50 元/股。当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 51X/39X/31X，相较于行业内其他公司估值均值低，首次覆盖给予“买入”评级。

国产 CPU 格局相对稳定，核心替换件受益信创放量

（1）从短期来看，目前国产 CPU 格局相对稳定，主要厂商 CPU 架构分别为，中科龙芯（MIPS）、天津飞腾（ARM）、海光信息（X86）、上海申威（Alpha）、上海兆芯（X86）、华为鲲鹏（ARM），上述厂商部分产品性能已达行业领先水平，核心元器件采购量相对确定。依据现有财政供养人数和 PC 使用情况，我们预计前者国产 CPU 的替换需求达 600 亿，若未来考虑金融、电信等行业客户，国产 CPU 的市场空间或超千亿。

（2）从长期来看，随着 ARM 架构性能的逐渐提升、生态的逐渐完善和应用领域的不断扩大，以及信创产业政策和国产化浪潮下自主可控要求的逐渐提高，芯片性能优势将逐渐凸显，国产 CPU 将迎来快速发展。

飞腾大股东，卡位 CPU 核心赛道，业绩弹性大

公司产品持续迭代，单品性能不断提升，现有产品性能足以媲美海外龙头。根据公司的发展规划，未来两年，公司将持续推出腾云 S 系列、腾锐 D 系列和腾珑 E 系列持续完善公司产品线。产品应用领域也从党政军扩展至金融、电力、电信、轨道交通等多个领域，覆盖范围持续扩大。公司力图通过资金募集实现产品研发升级，大股东认购非公开发行股份的 27.5%，彰显对公司业务发展信心。未来随着信创产业推动国产替代加速，公司业绩有望迎来快速发展期。

风险提示：CPU 国产替代不及预期的风险，技术研发不及预期的风险

**【房地产：新城控股(601155.SH)】规模成长，双轮驱动，运营能力持续提升——公司首次覆盖报告-20201216**

**齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001**

“住宅+商业”双轮驱动，规模成长，运营优先，给予“买入”评级

新城控股秉持“住宅+商业”的双轮驱动模式，销售持续扩张，土地储备充沛；股权激励方案有效绑定员工利益。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润 160、198、241 亿元，同比增长 26.5%、23.9%、21.7%；EPS 分别为 7.09、8.79、10.70 元，当前股价对应 PE 分别为 4.9、3.9、3.2 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

规模成长，全国布局，综合体拿地成为主抓手

1）销售：规模成长，全国布局。公司 2019 年销售金额达 2708 亿元，过去 5 年复合增速 70.50%，远超同期百

强房企 32.12%。2）拿地态度回归积极。公司 2015-2018 年拿地持续积极，金额口径的拿地力度分别为 74.4%、82.4%、85.2%、50.3%，2020 年公司经营情况持续复苏，拿地力度提升至 56.1%。3）土储资源充沛，综合体地块占比高达 42%。截至 2020H1，公司土储规模达 13706 万平米，其中一二线城市占比 36%，长三角三四线城市占比 35%。

商业腾飞，吾悦品牌持续打造城市标杆

1）规模持续提升：截至 2020Q3，吾悦广场已开业数达 71 个，租金及管理费收入达 34.4 亿元，同比增长 23%。年内预计新开业 30 个吾悦广场，租金目标达 55 亿元。2）重点布局核心城市群：目前 85%的吾悦广场布局于“十三五”19 个国家级城市群，覆盖全国 GDP80%的区域，服务所在城市 80%的主流人群。3）租金经营随开业年限延长表现更佳。截至 2019 年，开业 1-3 年的吾悦广场平均租金收入 0.90 亿元，同比增长 27%；开业 5 年以上达 1.67 亿元/座，同比增长 15%。

激励机制全面，业绩承诺彰显高增信心

中短期激励手段包括“新城合伙人”跟投制度、“共创、共担、共享”计划、“竞创百亿”计划等。此外，公司发布新的股权激励计划，累计授予权益占总股本的 1.21%，业绩目标为 2019-2022 年扣非后净利润分别较 2018 年增长不低于 20%、70%、120%。

风险提示：行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行。

**【煤炭开采：盘江股份(600395.SH)】增资控股煤矿整合再进一步，同步布局煤电联营——公司事件点评报告-20201215**

**张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003**

事件：公司发布公告，拟向首黔公司增资 1.28 亿元，持股比例将由 46.64%增加至 52.33%并实现控股并表；公司出资 2 亿元设立全资子公司盘江新光发电，并签订协议将 2×66 万千瓦燃煤发电项目的实施主体变更为盘江新光发电。

增资控股首黔公司，焦煤主业成长性再提升。维持“买入”评级。

首黔公司由公司控股股东盘江控股实际控制，此前主要由公司进行托管经营，此次增资后将由公司绝对控股，避免了集团内部同业竞争。增资契合了公司当前积极布局产能扩张的战略方向，结合此前盘南公司并表，集团优质资产注入也有序推进。首黔公司所属杨山矿现有产能为 30 万吨，保有储量达 3.69 亿吨，主要煤种为焦煤、瘦煤等稀缺煤种，煤质低灰、低硫、中高发热量，并表将进一步巩固公司焦煤主业实力。同时杨山矿拟技改扩容至 120 万吨，建设总投资 16.1 亿元，于 10 月 30 日正式开工建设，矿井建设工期为 48 个月。考虑到预测期内新增产能尚不能贡献业绩，我们维持公司盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年度分别实现归母净利润 9.1/13.5/14.8 亿元，同比变化-16.5%/48.3%/9.4%；EPS 分别为 0.55/0.82/0.89 元，对应当前股价，PE 为 14.9x/10x/9.2x。维持“买入”评级。

承接集团发电项目，积极布局煤电联营

公司通过与集团所属关联公司盘江电投签订协议，将 2×66 万千瓦超超临界燃煤发电项目实施主体变更为公司新设全资子公司盘江新光发电。该项目于 11 月取得贵州省发改委核准，预计于 2023 年前后建成。一方面，公司坚持“以煤为主、延伸产业链、科学发展”的发展战略，煤电一体协同发展也顺应了国家政策趋势，有利于对冲周期，同时贵州省能源保供政策下公司动力煤售价偏低，煤电联营有利于将低煤价转化为内部成本优势；另一方面，贵州省近年来经济增速领先全国，用电量也保持连年增长，布局电力获需求支撑。

新建矿井&技改扩容同步推进，产能成长空间十足

目前公司正在推进的技改扩容产能增量达 510 万吨（火铺矿 105 万吨、山脚树矿 130 万吨、月亮田矿 65 万吨、土城矿 120 万吨、杨山矿 90 万吨）；在建矿井增量达 480 万吨（马依公司马依西一井 240 万吨、恒普公司发耳二矿西井 240 万吨）。增量产能将于三年内陆续投产，且主要集中在 2021 年，合计增量达 990 万吨，较当前 1360 万吨

产能（含杨山矿 30 万吨产能）增长 72.8%。

风险提示：经济恢复不及预期；煤炭价格下跌超预期；新增产能进度落后预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持（underperform） | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡（underperform） | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn