新时代证券 New Times Securities

新时代证券-研究所晨报（20201204）

● 总量研究

策略研究：再次尝试突破

股市过去 4 个月震荡，迟迟没能突破，原因主要有：（1）股市新的上涨逻辑是经济和盈利改善，但 8-10 月经济预期有小幅的扰动，欧洲疫情二次爆发、国内房地产政策偏紧、8-9 月经济热度一般。（2）之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。11 月之后主要担心逐步落地，欧洲新增病例下降、疫苗超预期、国内经济热度再次超预期。股市将会开始兑现对 2021 年经济的乐观预期，指数再次尝试突破的基础非常坚实。

● 行业研究

传媒行业：悲观预期带来预期差，游戏 2021 年有望迎来新的上升周期

买量成本是否无节制增加？2020 年线上经济繁荣催生大量游戏公司及非游戏公司开始买量。根据 DataEye 数据，买量图片和视频组数从 2019 年平均 4 万以下和平均 2 万以下升至 2020 年中的平均 5.5 万左右和 2.5 万左右。2020 年业绩高基数是否将带来 2021 年业绩增速的放缓？随着 2020 年 Q1 游戏板块的巨大繁荣，2021 年 Q1-Q2 游戏板块的业绩增速受到市场担心。市场集中度是否还在继续提高？随着游戏板块的发展成熟，低质量、弱渠道的产品生存愈发困难，2019 年注销的游戏公司数量达到 18000 多家，同比增长 87%。

● 公司研究

利尔化学：草铵膦量价齐升，全年业绩超预期

事件：公司公告 2020 年业绩预告，2020 年全年预计实现归母净利润 5.60-6.22 亿，同比增长 80%-100%。草铵膦量价齐升，全年业绩超预期。2020 年草铵膦行业景气提升，根据中农立华数据，2020 年（截止 2020 年 12 月 1 日）草铵膦市场均价约 13.87 万/吨，同比增长 10.43%。静待草铵膦新工艺投产，多个储备产品值得期待。公司在广安新建拜耳法草铵膦生产线，完整配套重要中间体 MDP，建成后将大幅降低草铵膦生产的三废污染及成本，并仍有较大的扩产空间，未来公司将成为全球草铵膦巨头。

盈利预测评级：我们预测公司 2020-2022 年业绩分别为 5.84、7.14、8.86 亿，当前股价对应 PE 分别为 21、17、14 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求低迷，产品价格大幅下降，新项目投产不及预期。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
医药生物	2.2%	有色金属	-2.93%
农林牧渔	1.23%	采掘	-2.16%
食品饮料	0.92%	国防军工	-1.99%
计算机	0.87%	钢铁	-1.43%
商业贸易	0.42%	机械设备	-1.13%

相关报告

《再次尝试突破》2020-11-29

《悲观预期带来预期差，游戏 2021 年有望迎来新的上升周期》2020-12-01

《草铵膦量价齐升，全年业绩超预期》2020-12-02

内容目录

1、总量研究 3
1.1、策略研究：再次尝试突破 3
2、行业研究 4
2.1、传媒行业：悲观预期带来预期差，游戏 2021 年有望迎来新的上升周期 4
3、公司研究 5
3.1、利尔化学：草铵膦量价齐升，全年业绩超预期 5

1、 总量研究

1.1、 策略研究：再次尝试突破

股市过去 4 个月震荡，迟迟没能突破，原因主要有：（1）股市新的上涨逻辑是经济和盈利改善，但 8-10 月经济预期有小幅的扰动，欧洲疫情二次爆发、国内房地产政策偏紧、8-9 月经济热度一般。（2）之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。11 月之后主要担心逐步落地，欧洲新增病例下降、疫苗超预期、国内经济热度再次超预期。股市将会开始兑现对 2021 年经济的乐观预期，指数再次尝试突破的基础非常坚实。

（1）过去 4 个月股市震荡的内在原因。我们认为股市过去 4 个月震荡很重要的原因是，股市正在尝试换一个新的上涨逻辑。4-7 月的股市上涨，核心逻辑是“疫情不会变差了+货币宽松”，相对来说，更多的逻辑是提估值。虽然大宗商品的价格也在不断上涨，但是主流的认识只是超跌后的恢复。8 月份之后，股市上涨开始尝试换新的上涨逻辑，越来越多的投资者开始认识到，经济可能不只是超跌反弹，而是趋势性回升。但是由于 9-10 月，旺季经济数据开局一般、房地产调控、商品价格调整，导致逻辑切换的时候还是出现了些波折。

心理层面，新的上涨逻辑也对应着新的领涨板块。之前周期股的关注度很低，配置周期对很多基金经理来说，心理障碍比较大，新的上涨逻辑构建的过程很慢。市场需要足够长的时间才能学习和接受新的上涨逻辑，而且历史上的风格切换都是需要通过调整或震荡才能完成的。所以交易和心理层面的因素，也导致了过去一段时间的震荡。

（2）再次突破的基础更坚实了。从经济层面的很多变化来看，之前的很多担心都在减弱，经济的恢复力度正在越来越强。9-10 月欧洲疫情出现了二次爆发，而从最近的数据来看，已经开始拐头，虽然完全排除风险很难，但是至少阶段性大幅恶化的风险下降了。集装箱运价和吞吐量的数据从另一个角度证明了，疫情二次爆发后，对经济的二次冲击很小。

国内的微观经济数据也非常好，3 月疫情的时候，由于需求快速下降，大部分商品积累了大量库存。4-6 月去过一次库存，但是整体库存水平依然不低。最近两个月，库存消化进一步加快，这很有可能代表着，短期经济需求比产业链企业之前的预期乐观很多。经济层面的种种迹象表明，最近两个月经济的强度，相比较 4-8 月，变得更强了。虽然疫情在冬季还有风险，但是从最近欧洲的新增数据和疫苗研发进度来看，进一步出现风险的概率下降了。所以，我们认为，指数再次尝试突破的基础更坚实了。

（3）12 月不需要担心年底结算。部分投资者担心，到年底可能会有很多资管机构获利了结，年底结算。从统计数据上，这一影响基本可以忽略。2000-2019 年，12 月市场涨跌概率均等，在下跌的时候，一般跌幅在 6%以内，上涨的时候，区间比较宽，最高可达 20%以上。

（4）短期策略判断：准备迎接突破。我们认为，展望未来半年，随着疫情逐步度过最危险的时候，经济可能会持续超预期。周期金融将会出现戴维斯双击，驱动指数进入新的上涨。资金层面，公募基金发行热度依然很高，一般年底到第二年春季，资金活跃度会进一步回升，这会成为指数往上的重要力量。

风险提示：下游需求低迷，产品价格大幅下降，新项目投产不及预期。

2、 行业研究

2.1、 传媒行业：悲观预期带来预期差，游戏 2021 年有望迎来新的上升周期

买量成本是否无节制增加？

2020 年线上经济繁荣催生大量游戏公司及非游戏公司开始买量。根据 DataEye 数据，买量图片和视频组数从 2019 年平均 4 万以下和平均 2 万以下升至 2020 年中的平均 5.5 万左右和 2.5 万左右。在买量市场繁荣的情况下，买量成本上升成了必然结果，但根据我们观察，其上升幅度普遍在个位数百分点，受影响较小。从三季报数据来看，龙头游戏公司的营销费用也无较大波动，且随着线下广告的恢复，买量成本增速或将继续放缓，因此市场对买量成本的担心可能带来较大预期差。

2020 年业绩高基数是否将带来 2021 年业绩增速的放缓？

随着 2020 年 Q1 游戏板块的巨大繁荣，2021 年 Q1-Q2 游戏板块的业绩增速受到市场担心。我们认为：1）当前各大游戏公司估值水平已部分反映了该悲观预期，重点游戏公司 2020 年估值已在 20 倍以下；2）2021 年 Q1-Q2 或有多款重点产品上线。港股上市公司储备产品最多的是腾讯，达到 19 款，其次是网易，达到 18 款；A 股上市公司中，吉比特、完美世界和三七互娱分别约有 16 款、9 款和 7 款产品在研，1-2 款 2021 年 H1 将上线。各主要上市公司内生发展动力强劲，有望跳出疫情周期与产品空缺期，上升趋势明显。

市场集中度是否还在继续提高？

随着游戏板块的发展成熟，低质量、弱渠道的产品生存愈发困难，2019 年注销的游戏公司数量达到 18000 多家，同比增长 87%。另外，版号发行虽已全面正常化，但数量连年下降，2020 年前 11 个月游戏版号发行数量为 1190 款（包括进口游戏），预计 2020 年全年发行版号数量在 1300 款左右，较 2019 年进一步下降约 18%。我们认为，大型游戏公司在版号获取方面更加富有经验，获得版号较小游戏公司来说相对容易，且版号的稀有性对游戏质量提出了较高要求，要求游戏公司应对版号物尽其用，因此将推升行业集中度水平将进一步提高。

强调游戏板块业绩 2021 年“前稳后高”的走势，现已是布局良机，看好!!

坚定看好游戏板块的成长性和良好现金流带来的确定性，2021 年游戏板块业绩或于 Q2 即开始重回高增长，现估值水平已具备较强吸引力，推荐增配游

戏板块。受益标的包括：三七互娱（002555.SZ）、吉比特（603444.SH）、完美世界（002624.SH）、掌趣科技（300315.SZ）；海外腾讯、网易、心动等。

风险提示：新游上线及进度不及预期、买量市场变化、政策风险等。

3、 公司研究

3.1、 利尔化学：草铵膦量价齐升，全年业绩超预期

事件：公司公告 2020 年业绩预告，2020 年全年预计实现归母净利润 5.60-6.22 亿，同比增长 80%-100%；单季度来看，2020 年第四季度，公司实现归母净利润 1.43-2.05 亿，同比增长 85.71%-166.23%，环比变化-11.18%—+27.33%。

草铵膦量价齐升，公司业绩超预期。2020 年草铵膦行业景气提升，根据中农立华数据，2020 年（截止 2020 年 12 月 1 日）草铵膦市场均价约 13.87 万/吨，同比增长 10.43%，而公司广安草铵膦项目 2019 年底开始并线停产，目前已处于试运行状态，受益于公司草铵膦产品量价齐升，全年业绩超预期。2020 年第一、二、三、四季度（截止 2020 年 12 月 1 日）草铵膦市场均价分别为 11.85、13.23、14.85、15.83 万/吨，最新报价约 17 万/吨，在海外企业退出及其他企业开工率下降的背景下，草铵膦行业景气将延续。

静待草铵膦新工艺投产，多个储备产品值得期待。公司在广安新建拜耳法草铵膦生产线，完整配套重要中间体 MDP，建成后将大幅降低草铵膦生产的三废污染及成本，并仍有较大的扩产空间，未来公司将成为全球草铵膦巨头；公司在广安还布局有 1000 吨/年产能氟环唑及 1000 吨/年产能丙炔氟草胺，同时还储备了唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺、阻燃剂等系列新产品，长期发展可期。

盈利预测、估值与评级：我们预测公司 2020-2022 年业绩分别为 5.84、7.14、8.86 亿，当前股价对应 PE 分别为 21、17、14 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：下游需求低迷，产品价格大幅下降，新项目投产不及预期。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/