新时代证券 New Times Securities

12 月金股配置：周期才刚起步

——月度金股报告

投资月报

● **组合构建思路：**

● **从 10 月份至今各板块的表现来看，A 股表现出明显的“顺周期交易”的特征，风格切换已经悄然发生。我们认为受益于经济复苏的顺周期主线是未来一两个季度内最有可能领涨的主线，甚至有可能超预期。2008 底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中。板块方面，我们最看好有色和化工：一方面是经验上上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。**

● **我们认为未来一段时间，影响市场板块风格的主要变量有：**

● **（1）股市资金格局：**从北向资金和公募基金调仓动向来看，经济复苏带来的顺周期的投资机会已经为两类大资金所重视，后续随着经济复苏的扩散，这种认知将会继续强化。

● **（2）经济恢复情况：**工业生产和消费需求很旺盛，经济的内生动能正在被激发，复苏正扩散到可选消费领域。海外订单的回流为部分长时间处于周期低谷的行业带来了新的增量需求，在淡季展现出了异常的繁荣。部分上游行业已经出现库存骤降的现象，我们认为这是下游需求旺盛的征兆。由此带来的补库效应叠加龙头的产能周期，将大概率带来经济年度级别的周期回升。

● **（3）疫情变量：**辉瑞制药宣布，与德国生物科技公司 BioNTech 共同开发新冠 mRNA 疫苗能有效阻止 90%的感染。从国内进入临床Ⅲ期的疫苗进展来看，预计年底前能见到相关疫苗上市。

● **自上而下选了五个行业：**电新（宁德时代）、公用事业（长江电力）、轻工（博汇纸业）、化工（龙蟒佰利、华鲁恒升）、非银（新华保险）。

● **自下而上的行业：**社服（中国中免）、传媒（分众传媒）、电子（联创电子）、食品饮料（贵州茅台）。

● **2020 年 12 月建议关注的金股（标的按所属行业进行分类，不代表推荐先后顺序）**

行业	公司名称	净利润（亿元）			PE		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
电新	宁德时代	45.6	57.22	73.06	129.2	103	80.7
社服	中国中免	46.29	52.15	102.03	73.92	65.62	33.54
公用环保	长江电力	215.43	223.57	229.17	21.01	20.24	19.75
传媒	分众传媒	18.75	35.28	45.72	72.40	38.48	29.70
轻工	博汇纸业	1.34	9.86	15.41	53.07	22.0	14.2
化工	龙蟒佰利	25.94	28.08	39.50	26.37	24.36	17.32
化工	华鲁恒升	24.53	20.96	27.17	24.79	29.01	22.38
非银金融	新华保险	145.6	163.4	198.3	14.31	12.75	10.50
电子	联创电子	2.67	10.91	14.09	42.42	10.36	8.02
食品饮料	贵州茅台	412.06	480.41	600.99	53	45	36

资料来源：Wind、新时代证券研究所

● **风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。**

推荐（维持评级）

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

程磊（分析师）
021-68864812
chenglei@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080001

开文明（分析师）
021-68865582
kaiwenming@xsdzq.cn
证书编号：S0280517100002

孙山山（分析师）
sunshanshan@xsdzq.cn
证书编号：S0280520030002

毛正（分析师）
证书编号：S0280520050002

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

赵汐雯（分析师）
zhaoxiwen@xsdzq.cn
证书编号：S0280520020001

马笑（分析师）
maxiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520070001

鲍淼（分析师）
baomiao@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050001

邱懿峰（分析师）
010-69004648
qiuyifeng@xsdzq.cn
证书编号：S0280517080002

目　录

1、 12 月各行业金股推荐逻辑.....3
1.1、 化工：龙蟒佰利&华鲁恒升.....3
1.2、 轻工：博汇纸业.....5
1.3、 非银金融：新华保险.....5
1.4、 电新：宁德时代.....6
1.5、 公用环保：长江电力.....7
1.6、 社服：中国中免.....7
1.7、 食品饮料：贵州茅台.....8
1.8、 传媒：分众传媒.....9
1.9、 电子：联创电子.....10
2、 12 月各行业金股财务数据.....11

图表目录

表 1: 12 月各行业金股盈利预测.....11

1、 12 月各行业金股推荐逻辑

从 10 月份至今各板块的表现来看，A 股表现出明显的“顺周期交易”的特征，风格切换已经悄然发生。我们认为受益于经济复苏的顺周期主线是未来一两个季度内最有可能领涨的主线，甚至有可能超预期。2008 底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中。板块方面，我们最看好有色和化工：一方面是经验上上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。

我们认为未来一段时间，影响市场板块风格的主要变量有：

（1）股市资金格局：从北向资金和公募基金调仓动向来看，经济复苏带来的顺周期的投资机会已经为两类大资金所重视，后续随着经济复苏的扩散，这种认知将会继续强化。

（2）经济恢复情况：工业生产和消费需求很旺盛，经济的内生动能正在被激发，复苏正扩散到可选消费领域。海外订单的回流为部分长时间处于周期低谷的行业带来了新的增量需求，在淡季展现出了异常的繁荣。部分上游行业已经出现库存骤降的现象，我们认为这是下游需求旺盛的征兆。由此带来的补库效应叠加龙头的产能周期，将大概率带来经济年度级别的周期回升。

（3）疫情变量：辉瑞制药宣布，与德国生物科技公司 BioNTech 共同开发新冠 mRNA 疫苗能有效阻止 90%的感染。从国内进入临床Ⅲ期的疫苗进展来看，预计年底前能见到相关疫苗上市。

自上而下选了五个行业：电新（宁德时代）、公用事业（长江电力）、轻工（博汇纸业）、化工（龙蟒佰利、华鲁恒升）、非银（新华保险）。

自下而上的行业：社服（中国中免）、传媒（分众传媒）、电子（联创电子）、食品饮料（贵州茅台）。

1.1、 化工：龙蟒佰利&华鲁恒升

1、龙蟒佰利

投资逻辑：

事件：公司 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 99.41 亿，同比上升 19.52%，归母净利润 19.50 亿，同比下滑 5.62%。单季度来看，2020 年第三季度公司实现净利 6.57 亿，同比下滑 17.52%，环比上升 67.60%。同时公司提出三季度分红预案，拟 10 派 1.1。

钛白产销提升助力收入增长，钛矿-钛白粉价格波动影响利润：公司 20 万吨氯化法钛白顺利投产，同时成功收购云南新立，公司整体钛白粉产能由 71 万吨扩大至 101 万吨，而我国钛白粉出口量不断增长，2020 年 1-9 月，我国钛白粉累计出口达 88.95 万吨，同比增长 19.98%，公司钛白粉产销提升助力收入增长。受全球疫情冲击，2020 年钛白粉价格大幅波动，1-9 月钛白粉市场均价同比下滑 14.41%，但是钛精矿市场均价同比上涨 16.98%，使得公司毛利率同比下降 4.91 个百分点至 38.44%，公司凭借自有钛矿优势，依然保持了较高的盈利水平，但受行业周期波动影响，利润下滑在预期之内。

单季度来看，钛白粉价格在第二季度见底后，公司在分别在 7 月、9 月两次上调钛白粉价格，同时第三季度钛白粉销量约 23 万吨，创单季度新高，业绩环比大幅改善。

钛白粉景气持续，公司持续加码氯化法钛白：步入 10 月，钛白粉行业景气延续，公司再次上调钛白粉售价，钛精矿价格也涨至 1900 元/吨，创近三年新高，成本端给予钛白粉价格较强的支撑，在出口量持续扩大的情况下，钛白粉景气将延续。公司持续加码氯化法钛白，攀西 50 万吨钛精矿综合利用项目将实现氯化法钛白原材料的国产化，在云南继续扩产 20 万吨氯化法钛白，产能保持高速扩张。

我国钛白粉行业转型升级的龙头企业，维持“强烈推荐”评级：公司是我国率先掌握氯化法钛白规模化生产的企业，未来将形成 60 万吨硫酸法钛白+60 万吨氯化法钛白的生产能力，比肩国际钛白粉巨头；同时依托全产业链优势，布局金属钛业务，将成为全球钛业巨头。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 28.24、39.10、46.32 亿，当前股价对应 PE 分别为 17、12、10 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：钛白粉价格下跌，安全环保事故，新建项目进度低于预期。

2、华鲁恒升

投资逻辑：

事件：公司公告 2020 年三季报报，2020 年前三季度公司实现营业收入 90.43 亿元，同比下滑 14.77%，归母净利润 12.91 亿元，同比下滑 32.52%；单季度来看，2020 年第三季度公司实现归母净利润 3.86 亿，同比下滑 35.96%，环比下滑 18.57%。

低油价拖累产品价格，检修影响公司产量，单季度盈利下滑：2020 年前三季度国际油价始终处于低位，疫情仍在全球范围内蔓延，主要化工品价格持续走低，公司主要产品尿素、醋酸、乙二醇、己二酸 2020 前三季度市场均价同比分别下滑 12.22%、19.99%、18.14%、19.26%，而公司产销量同比基本持平，产品价格下降是公司收入下滑的主要原因。公司主要原材料煤炭价格也同比下降，同时公司充分发挥自身成本优势，在行业景气低点依然取得了远超同行的盈利，公司业绩符合预期。

单季度来看，由于公司 8 月 7 日至 27 日对一套煤气化装路进行检修，估计影响营业收入约 3 亿元，导致第三季度公司业绩环比下滑，在预期之内。

行业周期触底，部分产品价格率先反弹，公司逆周期扩张持续成长：在 OPEC+减产的推动下，国际油价恢复至 40 美元/桶以上，化工产品价格基本处于历史底部或行业平均成本附近，同时部分产品如 DMF 价格已率先反弹，华东 DMF 市场价格由 4 月份不足 5000 元/吨上涨至目前 10000 元/吨以上。公司现有 180 万吨尿素、60 万吨醋酸、55 万吨乙二醇、33 万吨 DMF 等产品，未来公司业绩向上弹性大。

公司作为国内低成本煤化工的标杆企业，在行业景气低位开启新一轮产能扩张，30 万吨酰胺及尼龙新材料项目以及精己二酸项目正稳步推进，将充分发挥公司煤气化平台的低成本氢气，我们预计新项目盈利中枢约 7 亿元，将进一步拓展公司产品线，逆周期扩张助力未来成长。

业绩底部确认，未来季度盈利将逐步改善，维持“强烈推荐”评级：煤化工符合我国富煤少气缺油的基本国情，同时煤化工在成本方面依然具有不断进步的空间，优质的煤化工龙头企业具有长期成长能力，周期向上时还具有较大的业绩弹性。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 20.18、27.09、32.50 亿元，当前股价对

应 PE 分别为 21、16、13 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下跌，新项目投产不及预期，安全生产事故。

1.2、 轻工：博汇纸业

投资逻辑：

事件：白卡纸龙头，携手 APP 再启程。公司于 1994 年成立，2004 年上交所上市，主营产品为白卡纸、双胶纸、牛皮箱板纸、纸浆。2011-2019 年，营收从 53 亿元增长到 97 亿元，CAGR 达 7.85%，业绩长期保持稳健增长。APP（金光纸业）在 2019 年启动对公司的收购计划，最终于 9 月底完成，合计持股 48.84%。

白卡纸行业景气度延续，中长期维持良性循环：①行业进入盈利周期上行通道：木浆价格偏低并大概率延续至明年底，白卡纸提价弹性高，格局优化下价格中枢中长期预计上移。②新增产能有限，供给压力较小：未来 3 年，白卡纸规划产能预计约 670 万吨；其中广西金桂预计明年投产 180 万吨、太阳纸业预计 23 年投产 90 万吨。③替代效应+限塑令+消费升级，打开需求空间：富阳白板纸产能关停，产能减少带来对高质量白卡纸的需求，限塑令+消费升级驱动供求向好。

强强联合，实现 1+1>2，持续看好成本、产能、管理与财务赋能效应：①成本优势加强：APP 上游林地、海内外原材料资源丰富，公司可通过整合获得更为优质的木浆资源，享受成本红利，助力业绩修复。②产能协同降低物流成本：APP 的白卡产能主要分布在浙江、广西，博汇产能以山东、江苏为主。收购后将在产能分布区域上形成互补，规模效应提升，降低物流成本，提升订单响应效率。③整合后经营效率与协同性有望大幅改善：APP 是亚洲地区屈指可数的综合性造纸企业，多年运营与管理经验资源丰富，已派管理层入驻，有望对其进行规范化管理和运营，大幅提升经营效率，协同效应将逐步体现。④负债与融资成本有望下降：受前期产能扩张，资产负债水平急剧增加，融资成本也高于行业平均。未来有望凭借 APP 背书，实现债务和成本的双改善。

盈利预测、估值与评级：预计 2020-2022 年营收分别为 138.79 亿元、187.37 亿元、208.92 亿元；净利润分别为 9.86 亿元、15.41 亿元、19.07 亿元，EPS 分别为 0.74 元、1.15 元、1.43 元，对应 PE 为 16.8X、10.7X、8.7X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1）白卡产能扩张超预期；2）原材料价格大幅波动；3）疫情反复需求放缓。4）白卡纸替代效应不足；5）限塑令推进缓慢。

1.3、 非银金融：新华保险

投资逻辑：

事件：公司公布 2020 年三季报，公司实现归属于母公司股东净利润 111.05 亿元，同比下降 14.6%。截至 2020 年三季末，公司总资产规模达 9,392.65 亿元，较上年末增长 6.9%；归属于母公司股东权益 938.30 亿元，较上年末增长 11.1%。

受会计估计变更增加寿险及长期健康险责任准备金影响，公司税前利润减少 75.98 亿元。2020 年前三季度，公司实现投资收益 397.77 亿元，同比增长 50.8%；公允价值变动损益金额为-20.98 亿元，去年同期为 6.33 亿元；资产减值损失金额为-26.99 亿元，去年同期为-16.86 亿元。受保费收入增加及退保和赔付支出减少影响，

公司前三季度提取保险责任准备金 783.77 亿元，同比增加 108.5%。在多重因素共同影响下，公司上半年净利润出现同比下降。

2020 年前三季度，公司银保渠道实现保费收入 366.01 亿元，同比增长 101.4%，在保费收入中占比 27.24%，同比提升 10.4 个百分点。

公司前三季度年化总投资收益率为 5.6%，同比提升 0.9 个百分点。

我们对公司的观点：短期内公司仍将面临人均产能提升、产品结构优化、新业务价值率改善等考验，但为了维护销售相对优势、稳定队伍规模、推动持续发展，公司实施规模与价值并重的策略具有必要性，最终仍要落实到高质量的发展。

盈利预测及投资建议：假设公司业务整体平稳增长，剩余边际长期摊销稳定贡献利润，投资成果与市场表现相吻合。预计公司 2020 至 2022 年 EPS 分别为 5.24、6.36、8.13 元，对应 2020 年 10 月 27 日收盘价 PE 分别为 12.7、10.5、8.2 倍；预计公司 2020 至 2022 年 EVPS 分别为 74.27、81.66、90.56 元，相应 P/EV 分别为 0.90、0.82、0.74 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：外部金融环境、国际关系等发生重大变化带来系统性风险传导。保险风险发生率发生重大变化带来的损失风险、巨灾风险、利率风险、行业政策风险等。受经济、公司决策，以及资本市场波动等影响带来的经营成果不达预期风险。

1.4、 电新：宁德时代

投资逻辑：

事件：业绩符合预期，20Q3 营收同比转正。公司前三季度累计实现营业收入约 315.2 亿元，同比-4.1%；归母净利润约 33.6 亿元，同比-3.1%；扣非后归母净利润约 25.7 亿元，同比-13.4%；毛利率约 27.4%，同比-1.7 个 pct；净利率约 11.7%，同比+0.2 个 pct。单季度看，公司 20Q3 营收达到 126.9 亿元，同比+0.8%；归母净利润约 14.2 亿元，同比+4.2%；毛利率约为 27.8%，同比-0.1 个 pct；净利率约 12.1%，同比+0.9 个 pct；扣非归母净利率约 9.4%，同比个+0.3pct。整体业绩符合预期。

成本管控出色，计提减值不改盈利改善：公司 20Q3 成本管理出色，期间费用仅约 13.9 亿元，同比-26.2%；期间费用率合计 10.9%，同比-4 个 pct；其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.0%、2.7%、6.5%和-2.3%，同比-1.3、-1.8、-0.2、-0.7 个 pct。同时，公司还计提了应收账款坏账准备、存货跌价准备等约 5.5 亿元，依然不改公司盈利水平向上，营业利润率同比+1.5 个 pct，到 14.5%。

造车新势力表现抢眼，ToC 业务强化：国内下游新能源车从 7 月开始同比恢复增长，动力电池装机量跌幅逐月收窄，20Q3 累计同比-20%。公司及合资公司时代上汽 20Q3 累计动力电池装车量约 16.9GWh，同比-23%。受特斯拉热销的影响，公司市占率微弱下滑至 49%，龙头地位依然稳固。其中 Q3 公司装车量 7.8GWh，下游客户蔚来、小鹏、理想等造车新势力销量表现抢眼，占公司装车量比例提升至 38%，ToC 市场进一步强化。分电池种类来看，LFP 方面，公司 Q3 装车量约 3.1GWh，同比+8%，Q3 累计市占率约 60%；三元方面，公司 Q3 装车量约 4.7GWh，同比-13%，Q3 累计市占率约 45%。

动力、储能双驱动，未来增长确定性高：公司获国内外客户认可，下游特斯拉、大众等客户主要车型批量配套在即。同时，公司积极布局储能产业链，抢占储能发展先机。公司现有产能 60GWh，未来产能继续扩张，预计 2025 年将超 300GWh，保障优质产能供给。

盈利预测和评级：我们预计 2020-2022 年营收分别为 500、680、933 亿元，归母净利润分别为 57、73、95 亿元，EPS 分别为 2.46、3.14、4.09 元，当前股价对应的 PE 分别为 97、76、58 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情影响超预期，投产进度不及预期。

1.5、 公用环保：长江电力

投资逻辑：

事件：2020 年前三季度公司实现营收 428.60 亿元（同比+12.54%），归母净利润 202.51 亿元（同比+13.56%）；2020 年第三季度单季度实现营收 229.47 亿元（同比+29.49%），归母净利润 123.48 亿元（同比+33.35%）。我们认为国内优质大水电项目稀缺性逐渐显现，公司投资规模逐步扩大带来稳定的投资收益，国际化布局取得进一步突破，预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.10、1.10 和 1.13 元，当前股价对应 PE 分别为 17.3、17.2 和 16.8 倍，维持“推荐”评级。

汛期来水超预期，Q3 发电量同比增长 21.67%：2020 年第三季度，长江上游溪洛渡水库来水总量约 755.00 亿立方米（同比偏丰 35.34%），长江中游三峡水库来水总量约 2699.86 亿立方米（同比偏丰 49.29%）；受益于来水的超预期，公司第三季度总发电量约 910.52 亿千瓦时（同比+21.67%），其中三峡、葛家坝、溪洛渡和向家坝电站发电量同比增长分别为 38.39%、9.35%、16.41%和 0.64%，公司的第三季度业绩同比大增。截止 2020 年上半年，公司总装机容量 4549.5 万千瓦（占全国水电装机 12.64%），我们认为今年三季度长江中上游来水超预期，再加上国内经济持续复苏，用电需求逐渐恢复，而第四季度用电需求有望在经济内循环的推动下保持合理增速。

投资效益增加，国际化战略布局取得突破：截止 2020 年三季度末，公司长期股权投资规模达 480.6 亿元（同比+39.17%），而公司 Q1-Q3 的投资收益达到 32.10 亿元（同比+30.33%），不断增长的投资规模和投资收益使得公司业绩稳定增长。同时，Q1-Q3 公司毛利率同比下降 0.7 个百分点至 63.91%，净利率同比上升 0.63 个百分点至 47.48%；期间费用率为 10.52%，同比下降了 1.21 个百分点，其中销售和管理费用率同比分别上升了 0.13 和 0.32 个百分点，而财务费用率因为融资成本的下降，同比下降了 1.66 个百分点。此外，公司于 2020 年 4 月份完成秘鲁 LDS 公司并表，2020 年 9 月 30 日公司发行全球存托凭证在伦敦证券交易所上市，国际化战略布局取得进一步突破。

风险提示：融资成本大幅增长，经济大幅下行。

1.6、 社服：中国中免

投资逻辑：

事件：公司 Q3 净利超 22 亿增长 142%。中国中免 10 月 12 日晚间发布前三季度业绩快报公告，前三季度营收为 351.38 亿元，同比下降 2.81%；净利润为 31.64 亿元，同比下降 24.93%。第三季度公司实现营收 158.29 亿元，同比增长 38.97%；实现归属于上市公司股东的净利润 22.34 亿元，同比增长 141.90%。

免税新政推动 Q3 离岛免税销售额达 86 亿，同比增长超 2 倍：离岛免税新政自 7 月 1 日实施后，海南离岛免税销售规模呈现爆发式增长，7-9 月每个月的销售额增速都超过 2 倍。根据海关总署统计，7 月 1 日-9 月 30 日，海口海关共监管离

岛免税购物金额 86.1 亿元，同比增长 227.5%。这也意味着，Q3 单季度的离岛免税销售额已经超过今年上半年的销售总和，足以证明离岛免税高速、爆发式增长趋势明显。我们预估，Q3 中免离岛免税业务收入为 103 亿元（含有税商品销售），其中三亚免税城 71 亿，同比增长 250%，占 70%；海免 32 亿，占 30%。

线上直邮业务发展良好，抵消机场租金计提后仍有利润贡献：Q3 公司继续发力日上直邮、CDF 会员购等线上渠道，大幅减轻机场免税店因出入境旅客锐减导致的销售困局。Q2 线上直邮业务收入超 50 亿元，我们预估 Q3 线上业务收入环比 Q2 基本持平。根据 Q3 公司 22 亿的归母净利可推算出，在全额计提机场保底租金后线上直邮业务仍有正的利润贡献。

四季度为海南旅游旺季，且三亚机场店开业，全年业绩或正增长：在避寒游的推动下，四季度为海南旅游旺季，且有国庆、双十一、双十二等大型销售活动，中免于 9 月底在三亚和海口市内店都增加了营业面积，且已引入 10 多家国际一线品牌店，离岛免税销售额将延续高增长态势。我们认为，公司全年营收和净利有望实现两位数正增长。

国内免税市场处于成长期，公司高增长逻辑稳固，维持“强烈推荐”评级：基于公司三季度业绩超预期，四季度有望延续，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现营收 600.3 亿元、102.08 亿元、1260.1 亿元，同比增长 25.1%、69.9%、23.5%；归母净利润分别为 52.15 亿元、102.03 亿元、132.01 亿元，同比增长 12.7%、95.7%、29.4%。对应 PE 分别为 80、41、32 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险。

1.7、 食品饮料：贵州茅台

投资逻辑：

事件：中报业绩增长符合预期。公司公布 2020 年中报，实现营收 456.34 亿元/+10.84%，归母净利润 226.02 亿元/+13.29%，销售商品、提供劳务收到的现金 464.46 亿元/+7.19%；2020Q2 实现营收 203.36 亿元/+8.79%，归母净利润 95.08 亿元/+8.92%；合同负债（含其他流动负债）较 2020Q1 增长 37%至 105.71 亿元；收入+Δ合同负债 232 亿元，同比增长 18.6%；销售回款 245.8 亿元/+19.5%；整体符合预期。

系列酒经销结构持续调整，直营加速落地：2020H1 公司茅台酒收入 392.6 亿元/+12.8%，系列酒 46.5 亿元/-0.1%，其中 2020Q2 茅台酒收入 170.4 亿元/+11.4%，系列酒 24.8 亿元/-1.6%，主要是报告期内国内酱香系列酒经销商净减少 393 家所致。分渠道来看 2020H1 直销收入 51.5 亿元/+222%，2020Q2 直销收入 32 亿元/+530%，加速落地趋势显著，若全部以自营渠道茅台酒（1499 元）推算，上半年自营发货约 1600 吨，与全年增量 2800 吨规划目标趋势一致，从落地看，2020 年公司分两批继续扩大 KA 商超、电商渠道招商，增量直营以提升成交价格管控能力，当前已完成与 35 家 KA 招商，预计将持续推进。

季节性纳税波动干扰二季度盈利：公司毛利率 91.46%，同降 0.40pct，销售费用率 2.55%，同降 2.28pct；管理费用率 6.57%，同降 0.16pct；净利率 54.44%，同升 0.76pct。其中 2020Q2 税金及附加占比 15.5%，同升 3.0pct，判断主要系季节性纳税因素致消费税增加 8.26 亿元至 43.18 亿元所致；销售费用率 2.5%，同降 3.5pcts，判断系二季度疫情影响户外营销及文化茅台等活动推广减少，叠加新收入准则下运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算（运费下降 1.14 亿元）；净利率降低 0.2pct 至 49.5%。现金回款 245.8 亿元/+19.5%，经营性现金流 126.21 亿元/-48%，主要系

本期客户存款和同业存放款项净增加额减少 135 亿元所致。

高端市场格局稳定，扩容趋势持续，维持“强烈推荐”评级：短期看，国家逆周期调节政策效果年内逐步显现支撑需求，非标和直营增量推升均价，全年收入有望突破千亿。长期看，高端格局稳定，按照公司“十四五”规划 5.6 万吨测算，量增价升趋势确立，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 480.41/600.99/704.60 亿元，同比增长 16.6/25.1/17.2%；当前股价对应 PE 分别为 42.4/33.9/28.9X，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：经济持续下行影响高端白酒需求，疫情时间拉长致商务活动频次降低等风险。

1.8、 传媒：分众传媒

投资逻辑：

事件：2020 年 10 月 22 日，公司发布 2020 年三季报，2020 年前三季度实现营业收入 78.75 亿元，同比减少 11.57%，实现归母净利润 22.02 亿元，同比增长 61.9%。三季度实现营业收入 32.65 亿元，同比增长 2.37%，实现归母净利润 13.79 亿元，同比增长 136.77%，接近此前预告上限。

广告市场持续回温，三季度楼宇媒体收入同增 19.79%：收入端，广告市场持续回温，根据 CTR 数据，2020 年 8 月全媒体广告花费环比增长 5.8%，同时电梯广告表现优异，花费同比增长超过 30%，其中电梯海报筒体增长高达 59.4%。疫情复苏背景下广告主的预算向头部平台充分集中，公司楼宇媒体收入的快速反弹，第三季度收入为 32.37 亿元，同比增长 19.79%。

成本减免叠加市场竞争减弱，三季度营业成本同比减少 42.2%：成本端，公司前三季度营业成本同比减少 35.17%，其中三季度营业成本同比减少 42.2%，主要原因有：1.前三季度影院媒体租赁成本同比减少 94.5%，2.疫情期间部分写字楼减免媒体租赁成本，同时市场竞争大幅减弱，单屏租赁成本有所下降，2020 年前三季度公司楼宇媒体租赁成本同比减少 18.41%。

客户结构持续优化，三季度日用消费品投放同比增长接近 40%：前三季度公司日用消费品增速达 30%，其中第三季度广告投放同比增长接近 40%，前三季度消费品占比达到 38%，食品饮料类、服装类、医药保健类的广告投放增长显著。互联网广告主投放恢复正增长，第三季度占比 28%。公司成功打造猿辅导、元气森林等众多品牌引爆案例，新消费赛道本身具备高增长特征，公司作为品牌服务方，将持续受益新消费和新品牌的出现。

伴随中国优秀企业不断成长，看好公司梯媒优质赛道与长期的品牌服务能力，我们看好公司新周期的投资机会，维持公司“强烈推荐”评级：看好新消费赛道高增长带来的旺盛广告需求，看好梯媒的优质赛道与公司品牌服务能力，随着影院复工、梯媒点位调优和客户结构改善，智能分发系统的使用和推行，以及股东资源形成的线上线下和交易协同，公司整体业绩或将持续稳定健康增长。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 37.76 亿、46.1 亿和 56.25 亿；当前股价对应 PE 分别为 36.3、29.7、24.4 倍。

风险提示：行业竞争加剧风险，宏观经济导致广告行业不景气等风险。

1.9、 电子：联创电子

投资逻辑：

事件：联创电子为光学镜头龙头企业，并向模组和整机制造拓展。联创电子是一家光学镜头为主业，同时投资布局声学和 IC 芯片的企业。依托在光学镜头领域的优势，公司从两个维度进行业务拓展：品类上，公司由主流的手机，向无人机、AR/VR、智能穿戴、安防等领域拓展；制造环节上，由镜头结构件，向镜头模组、指纹和触显模组乃至 TWS 整机延伸。

手机多摄带来光学镜头显著弹性，前瞻布局享车载爆发红利：在手机出货量饱和的前提下，手机升级聚焦光学领域——多摄和 3Dsensing 为其中重要方向。单机镜头数量成倍增加，由此带来上游镜头厂商极大的业绩弹性。公司具备 6P、7P 及玻塑镜头制造能力，客户结构优质，未来随着高端产能投放，有望在手机镜头升级浪潮中占得先机。

车载镜头市场增长迅猛，凭借 ADAS 镜头打开车载领域高成长空间。据 Yole，全球单车镜头搭载数，有望从 2016 年的 0.99 颗升至 2023 年的 2.99 颗。车规级镜头尤其 ADAS 镜头要求性能稳定玻璃镜片。联创电子在玻璃镜头领域深耕多年，具备成熟的模具制造和模压成型技术，在玻璃镜头制造上享有成本优势。

投资布局无线充电芯片和声学公司，有望获得丰厚投资收益：无线充电生态渐成，大幅渗透奇点来临。iPhone12 全系标配无线充电，标志着无线充电大幅渗透几点的来临，未来无线充电有望向安卓中低端手机渗透。公司子公司江西联智，为国产无线充电龙头之一，产品型号全、客户结构优质，未来有望充分受益于无线充电的爆发。公司联营公司联创宏声，在声学器件及耳机 ODM 领域深耕多年，近年 TWS 爆发已使得业绩呈现较快增长，未来仍有望受益于 TWS 高景气。

盈利预测、估值与评级：联创电子为国产车载光学镜头龙头之一，光学业务发展迅速。我们预计，公司 2020-2022 年营收分别为 89/120/152 亿元，归母净利分别为 3.3/5.0/6.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.35/0.53/0.68 元/股，最新收盘价下对应的 PE 分别为 34/22/18 倍，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：公司产能扩张不及预期；下游客户导入不及预期等。

2、 12 月各行业金股财务数据

表1： 12 月各行业金股盈利预测

行业	公司名称	净利润（亿元）			PE			盈利增速		PEG	ROE	PB
		2019	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2020E	2021E		最新值	
电新	宁德时代	45.6	57.22	73.06	129.2	103	80.7	27.7%	30.5%	3.72	7.62%	9.61
社服	中国中免	46.29	52.15	102.03	73.92	65.62	33.54	12.7%	95.6%	5.17	24.3%	19.21
公用环保	长江电力	215.43	223.57	229.17	21.01	20.24	19.75	3.78%	2.50%	8.08	14.41%	2.72
传媒	分众传媒	18.75	35.28	45.72	72.40	38.48	29.70	88.13%	29.59%	0.82	0.27%	9.18
轻工	博汇纸业	1.34	9.86	15.41	53.07	22.0	14.2	635.82%	56.29%	0.03	4.82	3.77
化工	龙蟒佰利	25.94	28.08	39.50	26.37	24.36	17.32	8.25%	40.67%	2.95	19.75%	4.77
化工	华鲁恒升	24.53	20.96	27.17	24.79	29.01	22.38	-14.55%	29.63%	-	18.65%	3.93
非银金融	新华保险	145.6	163.4	198.3	14.31	12.75	10.50	12.25%	21.36%	0.49	17.24	2.04
电子	联创电子	2.67	10.91	14.09	42.42	10.36	8.02	308.11%	29.15%	0.03	11.59%	5.40
食品饮料	贵州茅台	412.06	480.41	600.99	52.87	45.35	36.25	16.59%	25.10%	2.73	33.09%	14.92

资料来源：Wind、新时代证券研究所

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R4（中高风险），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。

程磊，14 年证券研究经验，2017 年加盟新时代证券，2011-2015 年连续 5 年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012 年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017 年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

孙山山，食品饮料分析师，深圳大学经济学硕士，2017 年 9 月从事券商行业研究工作，曾就职于国信证券，任食品饮料分析师。现任新时代证券，从事食品饮料行业研究。

毛正，复旦大学硕士，三年美国半导体上市公司工作经验，五年商品证券领域投研经验。曾就职于国元证券研究所，担任电子行业分析师，2020 年加入新时代证券，任电子行业首席分析师。

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

赵汐雯，加拿大圣玛丽大学，金融学硕士。2015 年开始从事行业研究工作，曾先后供职于民生证券研究院、方正证券研究所。2020 年 1 月加盟新时代证券研究所，从事轻工和纺织服装领域研究。

马笑，华中科技大学硕士，2017 年加入新时代证券，传媒互联网&计算机科技行业组长。5 年文化传媒互联网实业和投资经验，擅长自上而下把握行业机会，政策解读、产业梳理；自下而上进行个股选择，基本面跟踪研究；担任过管理咨询顾问、战略研究员/投资经理等岗位。2018 年东方财富中国百佳分析师传媒行业第一名；2019 年每市组合传媒行业第三名。

鲍淼，非银首席分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2020 年 5 月进入新时代证券研究所。

邱懿峰，美国德克萨斯大学金融学硕士，南开大学国贸系本科，2015 年就职于银河证券研究部，拥有多年行业研究经验，2017 年加入新时代证券，现任公用环保行业首席分析师

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	**吕荻琪　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/