东兴证券 DONGXING SECURITIES

十二月金股汇：顺周期主线扩散

2020 年 11 月 29 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	杨若木	电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
	张凯琳	电话：010-66554087	邮箱：zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518070001
	林瑾璐	电话：010-66554046	邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
	刘嘉玮	电话：010-66554043	邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050001
	曹奕丰	电话：13761603579	邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050005
	张天丰	电话：021-25102914	邮箱：tfzhang901@126.com	执业证书编号：S1480520100001
	樊艳阳	电话：010-66554128	邮箱：fanyy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518060001
	郑丹丹	电话：021-25102903	邮箱：zhengdd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070001
	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
	王洁婷	电话：021-25102900	邮箱：wangjt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070003
	张清清	电话：021-25102904	邮箱：zhangqq@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520080002
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
	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119010012
	田馨宇	电话：010-66555383	邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070044

摘要：

市场回顾：11 月顺周期行业领涨，成长股跌幅较大。11 月，上证综指上涨 5.70%、创业板指则下跌 1.39%，有色金属、煤炭、钢铁、石油石化、汽车、家电、银行、非银行金融、房地产等顺周期和低估值行业领涨，涨幅分别达到 19.79%、16.03%、14.73%、13.04%、11.40%、7.36%、9.52%、5.60%、5.33%，医药、传媒、计算机等成长板块则表现弱势，跌幅为 7.57%、3.09%、1.52%，11 月金股组合收益率为 4.42%，行业组合收益率 11.73%，超出上证综指/创业板指分别为 6.03%/13.12%。

11 月重大边际变化：1）疫苗出现超预期进展，全球经济复苏预期再起，各项经济指标都出现了明显改善，11 月 9 日，美国辉瑞制药公司宣布经过临床三期试验的新冠疫苗被证明在 90%的有效性上可应对新冠肺炎。疫苗的重大进展为全球主要经济体的复工复产进程提速。国内各项经济指标显示出明显改善，10 月工业增加值当月同比 6.90%、固定资产投资累计同比 1.80%，两者均超预期，10 月社会消费品总额当月同比 4.30%，虽低于预期但较前值 3.30%大幅回暖。**2）信用违约发生乃至发酵，对市场风险偏好形成影响，**信用债违约开始于 10 月下旬“17 华汽 05”实质性违约。其后，11 月 10 日“20 永煤 SCP003”实质性违约，当周信用利差上升，11 月 16 日当周信用违约事件进一步蔓延，“2015 包行二级债”全额减记本金，“17 永泰能源 MTN001”、“17 紫光 PPN005”实质性违约。信用债纷纷遭抛售价格大跌，债基公募产品净值连续下降，基金赎回压力加大，不得不抛售利率债等高流动性资产，导致无风险利率上行斜率加大，同时股票市场在股债联动作用下风险偏好有所下降。**3）市场从交易复苏预期进一步拓展到交易通胀预期，顺周期得到极致演绎。**截止到 2020 年 11 月 27 日，工业金属铜、铝、锌的平均价分别达到 55685 元/吨、16330 元/吨、21010 元/吨，均创下 2018 年以来新高。螺纹钢价格达到 4130 元/吨，处于 2019 年底以来的新高水平。顺周期的内涵从此前的中游制造业扩散到上游资

源品，市场由交易复苏预期延伸至交易通胀预期。

展望 12 月，建议继续布局低估值和高景气，关注：1）估值和盈利兼具改善预期的金融：银行、保险；2）顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；3）经济后周期的可选消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费。

年末效应低估值和高景气是配置的重点。2020 年 12 月金股推荐：

- **邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，盈利增长显著改善**
- **中国太保（601601）：寿险转型发力在即**
- **紫金矿业（601899）：资源优势向效益优势持续转变**
- **中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇**
- **濮耐股份（002225）：耐材龙头进入市占率较快提升阶段**
- **北京首都机场（0694.HK）：业绩提前触底，将进入快速恢复期**
- **海容冷链（603187）：成长路径清晰的商用冷链龙头**
- **滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价值**
- **城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀**
- **泸州老窖（000568）：业绩表现稳中向好，量价齐升弹性较大**
- **日月股份（603606）：向“两海”市场谋发展，“强烈推荐”评级**

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. 十二月市场策略综述 4
2. 2020 年 12 月金股推荐 5
2.1 邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，盈利增长显著改善 5
2.2 中国太保（601601）：寿险转型发力在即 6
2.3 紫金矿业（601899）：资源优势向效益优势持续转变 7
2.4 中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇 8
2.5 濮耐股份（002225）：耐材龙头进入市占率较快提升阶段 9
2.6 北京首都机场（0694.HK）：业绩提前触底，将进入快速恢复期 11
2.7 海容冷链（603187）：成长路径清晰的商用冷链龙头 12
2.8 滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价值 13
2.9 城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀 14
2.10 泸州老窖（000568）：业绩表现稳中向好，量价齐升弹性较大 15
2.11 日月股份（603606）：向“两海”市场谋发展，“强烈推荐”评级 16
3. 金股汇总 16
4. 风险提示 23

表格目录

表 1 12 月金股汇总 17

1. 十二月市场策略综述

11 月顺周期行业领涨，成长股跌幅较大。11 月，上证综指上涨 5.70%、创业板指则下跌 1.39%，有色金属、煤炭、钢铁、石油石化、汽车、家电、银行、非银行金融、房地产等顺周期和低估值行业领涨，涨幅分别达到 19.79%、16.03%、14.73%、13.04%、11.40%、7.36%、9.52%、5.60%、5.33%，医药、传媒、计算机等成长板块则表现弱势，跌幅为 7.57%、3.09%、1.52%，11 月金股组合收益率为 4.42%，行业组合收益率 11.73%，超出上证综指/创业板指分别为 6.03%/13.12%。

11 月重大边际变化：1）疫苗出现超预期进展，全球经济复苏预期再起，各项经济指标都出现了明显改善，11 月 9 日，美国辉瑞制药公司宣布经过临床三期试验的新冠疫苗被证明在 90%的有效性上可应对新冠肺炎。疫苗的重大进展为全球主要经济体的复工复产进程提速。国内各项经济指标显示出明显改善，10 月工业增加值当月同比 6.90%、固定资产投资累计同比 1.80%，两者均超预期，10 月社会消费品总额当月同比 4.30%，虽低于预期但较前值 3.30%大幅回暖。**2）信用违约发生乃至发酵，对市场风险偏好形成影响，**信用债违约开始于 10 月下旬“17 华汽 05”实质性违约。其后，11 月 10 日“20 永煤 SCP003”实质性违约，当周信用利差上升，11 月 16 日当周信用违约事件进一步蔓延，“2015 包行二级债”全额减记本金，“17 永泰能源 MTN001”、“17 紫光 PPN005”实质性违约。信用债纷纷遭抛售价格大跌，债基公募产品净值连续下降，基金赎回压力加大，不得不抛售利率债等高流动性资产，导致无风险利率上行斜率加大，同时股票市场在股债联动作用下风险偏好有所下降。**3）市场从交易复苏预期进一步拓展到交易通胀预期，顺周期得到极致演绎。**截止到 2020 年 11 月 27 日，工业金属铜、铝、锌的平均价分别达到 55685 元/吨、16330 元/吨、21010 元/吨，均创下 2018 年以来新高。螺纹钢价格达到 4130 元/吨，处于 2019 年底以来的新高水平。顺周期的内涵从此前的中游制造业扩散到上游资源品，市场由交易复苏预期延伸至交易通胀预期。

展望 12 月，建议继续布局低估值和高景气，关注：1）估值和盈利兼具改善预期的金融：银行、保险；2）顺周期中的上游资源品：有色、石油石化；3）经济后周期的可选消费：汽车、家电及部分接触型的线下消费。

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

2. 2020 年 12 月金股推荐

2.1 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，公司评级为“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

2.2 中国太保（601601）：寿险转型发力在即

转型“两步走”推动太保寿险步入价值新时代。公司转型 1.0 践行“大个险战略”，及时调整渠道结构为转型 2.0 打下坚实基础。转型 2.0 侧重优化业务结构，通过淡化开门红、考核中规模价值并重等举措推动业务重心转向高价值保障型险种，进而推动 NBVM 稳步提升。同时，公司深化“以客户为中心”的服务体系，聚焦差异化、精细化服务，并依托康养生态圈建设延伸价值链条。此外，价值转型离不开代理人队伍赋能，在“做大核心人力、做强顶尖绩优、建设新生代队伍”战略指引下，太保寿险着重提升代理人产能及核心代理人留存率，2019 年公司增员虽短暂受阻，但代理人转型进入发力期，队伍质素提升支撑公司价值转型的顺利实施。

产险走向多元化，农险成为新兴增长极。在汽车销量长期低迷、数轮商车费改引发行业震荡叠加严监管之下，太保产险的传统支柱车险业务持续承压，倒逼产险加快多元化发展，非车险保费占比连年上升。在诸多非车业务中，自并表安信农险以来，公司在农险领域持续发力，近四年农险保费增速保持在 40%以上，已成为太保产险中仅次于车险的第二大业务品种，堪称非车领域当之无愧的新兴增长极。我们认为，随着商业化程度不断提升，农险保费规模有望再上新台阶，和其他险种的协同效应也将持续增强，预计未来农险将成为太保产险板块重要利润贡献点。

坚持价值投资，低利率环境中寻求新机会。太保投资端风格稳健，在投资资产规模持续提升的基础上长期保持较同业更为稳定的投资收益率，其主要归因于公司高于同业的固收类投资占比（太保是唯一固收类资产占比长期高于 80%的上市险企）。近年来受长端利率下行影响，公司主动求变，减少债券配置比例，将投资重心向高信用等级长久期非标投资及权益类资产倾斜，以对冲固收资产再配置风险。预计随着 IFRS9 的实施，太保将更倾向于增配高分红、低价格波动的权益类资产，在进一步降低净利润波动的同时实现公司价值的稳健提升。

疫情之下，太保全业务链金融科技赋能料将提速。转型 2.0 阶段，公司将金融科技应用于销售支持、理赔及核保等业务全流程中，力争最优化客户体验，目前已取得多项突破。疫情期间，代理人线下展业，各渠道业务推进和理赔核保等后端业务均受到重大影响。公司做出快速调整，依靠“医生月卡”和智能化理赔平台等线上化服务链条为业务正常开展保驾护航。我们认为，此次突发疫情令公司运用大数据平台开展增员、培训、展业及延伸服务等智能体系建设的进程大幅提速，料将全方位助推主业二次腾飞。

盈利预测及投资建议：年初新冠疫情黑天鹅爆发对太保价值创造产生较大负面影响，然而转型 2.0 即将进入发力期，业务结构优化、代理人质态升级叠加疫情过后或将出现的保费收入报复性反弹均对公司未来盈利状况与估值提供有力支撑，短期反复不改长期趋势，我们坚定看好公司的发展前景。预计 2020 年至 2022 年中国太保归母净利润分别为 295.59 亿元、357.14 亿元和 395.89 亿元。当前股价对应 2020 年 EVPS 仅 0.8 倍，中长期配置价值凸显，维持“推荐”评级。

风险提示：宏观经济超预期下行风险，政策力度不及预期风险，利率持续下行致资产端和准备金计提承压风险，保障型保单销售情况不及预期风险。

《中国太保（601601）：GDR 靴子落地，转型深蹲起跳破局在即》，刘嘉玮，2020 年 6 月 22 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，公司评级为“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 中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇

1. **公司具有规模化、专业化和高端化的发展优势。**公司拥有先进的装备和经营理念，产品兼具高价值、低成本特征。下游涵盖汽车、机械、轨交、能源、军工等行业，具备较强的抵御经济周期或行业波动的能力。

2. **大力开发新品种，盈利能力稳步改善。**高端化重塑我国特钢行业的竞争格局，产品越高端的特钢企业越少的受到钢铁行业总量性需求波动的影响。公司的产品结构不断优化升级，在产业链中的议价能力越来越强，毛利率将受益于成本的下降而提升。

3. **疫情加速国产替代，公司迎来产业升级新机遇。**后城镇化时期，先进轴承钢、高性能工模具钢和特种合金等高端特钢的需求将持续增长。我国高端特钢进口替代的市场容量预计在 300~500 亿元/年，疫情加速了高端产品的国产替代进程。

4. **未来的成长确定性强，精细管理不断提升价值。**启动的青岛特钢续建工程总计年产 113 万吨坯材。经营性现金流和货币资金充沛，再加上具有丰富的并购整合经验，为未来更多的外延式并购提供支撑。降本增效、管理提升等手段持续提升企业的价值。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现归母净利润分别为 60.06 亿元、67.13 亿元、73.69 亿元；EPS 分别为 1.19 元、1.33 元和 1.46 元，对应 PE 为 13.56X、12.11X 和 11.04X，维持“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。

《中信特钢（000708）：走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇》，张清清，2020 年 07 月 23 日

2.5 濮耐股份（002225）：耐材龙头进入市占率较快提升阶段

耐火材料行业空间巨大，集中度水平极低。中国耐火材料行业 2000 多亿的规模，其中制品就有 1000 多亿。但是行业内集中度水平极低，像龙头公司濮耐股份国内市场占比仅为 3%左右，全球占比仅为更小。而国外龙头的全球市占率高达 15%（除中国外）。中国耐火材料 CR10 为 10%左右，这比工信部以前的要求 2020 年达到 45%的目标差距巨大。

行业竞争激烈，结构进一步优化。耐火材料行业产能过剩，随着市场竞争的加剧、环保趋严，以及下游钢铁行业集中度提升趋势下整包模式对于耐火材料企业综合能力的要求提升，在行业多年低景气度、原材料涨价、环保政策趋严、行业政策引导以及整包模式推广下，中小企业逐步被淘汰。行业结构得到优化。龙头公司的

发展环境变得更加友好。

耐材龙头综合优势领先。濮耐股份成立于 2002 年，6 年后公司于 2008 年上市。2006 年公司营业收入仅为 3.96 亿元，归母净利润仅为 2803 万元。2019 年营业收入达到 41 亿元，归母净利润达到 2.52 亿元，年复合增长率约 19%左右。

公司是国内耐火材料龙头企业，技术优势突出，产品种类齐全品质优，涵盖下游各主要应用领域，拥有从矿山、原材料、制品、整包服务和技术服务等全产业链服务，国内海外齐头并进，综合竞争力强，得益于行业变化和环保、一带一路和行业政策春风进入快速发展阶段，公司立足耐材通过技术创新拓展和升级占领下游新需求、收购兼并、原材料业务以及海外发展等，未来打造世界前 3 耐材龙头目标。

全产业链和企业生态圈模式助力公司快速发展。公司收购琳丽矿业、新疆秦翔和 2019 年公司收购西藏高纯度菱镁矿，分别年开采能力为 10 万吨、140 万吨和 100 万吨，以及公司建设配套的高纯度和电熔氧化镁项目，使得公司高性能原材料的生产能力不断增强，不但自用抗风险更能外销实现业绩高增的双轮驱动。公司已经形成了完整耐火材料的产业链条。

2020 年公司提出企业生态圈模式，和市场的中小企业合作，变竞争对手为协作伙伴，利用公司市场的核心竞争力在整包模式下将订单拆解和合作伙伴分享。嫁接中小企业的低成本和公司的技术和服务，提升公司的市场占有率和综合竞争力。

技术服务优势突出，综合竞争力强。公司是技术起家的，通过技术创新提高产品性能，做到产品性价比最优，像公司的钢包自动造衬技术能够提高钢包耐材的使用寿命，降低耐材的用量，能够很大的降低公司的整包模式下的综合成本，提升公司的竞争力。这种技术服务的优势提升客户的粘性。公司作为行业龙头有着多项的技术储备，拥有国家认定的企业技术中心、博士后工作站、国家（CNAS）认可的高温陶瓷材料试验检测中心等具备技术提升的后劲和实力。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 3.43 亿元、4.87 亿元和 5.79 亿元，对应的 EPS 分别为 0.33 元、0.47 元和 0.56 元，对应的动态 PE 分别为 15、11 和 9 倍，考虑到公司作为行业龙头矿山等资产进入业绩释放阶段，公司形成完善的产业链条，降低公司的生产成本。同时公司企业生态圈的建设助力公司市占率的提升和公司技术优势带来的综合竞争力和发展后劲，维持公司为“强烈推荐”的投资评级

风险提示：新模式转变速度低于预期、美元贬值和新冠疫情发展情况超出预期。

《濮耐股份（002225）深度报告：天时地利人和，技术发力龙头进快车道》，赵军胜，2018 年 9 月 7 日

2.6 北京首都机场（0694.HK）：业绩提前触底，将进入快速恢复期

短期极端情况对长期价值影响有限。受疫情影响，航空与机场板块今年遭受巨大打击，最关键的国际航线以及免税业务在疫情后几乎颗粒无收。但机场作为一个投资回收期很长且收益稳健增长的资产，极端情况造成的短期亏损对于机场的长期价值影响较为有限。但事实上，疫情对公司股价的确造成了巨大负面影响。因此，公司股价有望显著受益于疫苗投产以及后续国际航班恢复带来的预期提升。

业绩提前触底，中报已经反映了对免税业务的悲观预期。免税销售是公司收入与盈利的重中之重。海外疫情无法完全控制导致全球国际航线至今未有明显恢复，免税销售也趋于停滞。但首都机场采取非常谨慎的财务处理，按照实际销售额计算了免税收入，并未考虑免税的保底协议，基本反应了市场对免税业务最悲观的预期，故我们认为公司业绩已经提前触底。而随着后续国际航线逐步恢复，公司业绩将有所好转。

长期来看，公司国际枢纽机场的地位不会动摇。市场对首都机场的长期担忧主要在于大兴机场对首都机场的国际航线会产生一定的分流效应，进而影响首都机场免税业务的增长。而我们认为未来“一市两场”模式下，首都机场会聚集京津冀地区大部分的远程国际航线，以提升其中转竞争力，突出首都功能，整体航线需求偏商务出行；而大兴机场以日韩等中转要求较低的短程国际航线为主，辅以部分长航线，整体航线需求偏出游。首都机场在未来的两场竞争中会处于优势地位。

疫情与强制转场在挑战中蕴含机遇。以较长的时间维度看，我国的国际枢纽机场从未遭遇产能利用率不足的问题。究其原因，优秀的航线是航空公司赖以生存的资本，而首都出发的航线，其质量远高于二三线机场。故现在的困难是短期的，在疫情和强制转场的影响消除后，首都机场的吞吐量必然会迎来大幅回升。如果能充分利用这一次疫情与强制转场带来的修整期，优化航线结构，提升首都机场的国际航线占比，则会明显有助于远期首都机场资产收益率的提升。

盈利预测与评级：考虑到疫情对国际航线的持续性影响，我们下修 2020 年净利润至-2.4 亿元。但我们认为机场行业已经度过最困难的时期，公司有望迎来一段持续 3 年以上的业绩快速上升期。预计公司 20-22 年归母净利润分别为-2.4 亿，11.8 亿和 16.8 亿元，EPS 分别为-0.05 元，0.26 元以及 0.37 元。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情持续时间超预期；新机场对国际航线分流超预期；免税销售不及预期或免税政策变化；资本开支超预期；宏观经济下行

《北京首都机场股份（0694.HK）深度报告：悲观预期充分释放，新机场分流不改国门本色》，曹奕丰，2019年10月7日。

2.7 海容冷链（603187）：成长路径清晰的商用冷链龙头

我们认为，海容冷链得以立足商用展示柜行业，并仍将取得持续发展的要点主要有：柔性生产模式，深耕客户需求的先发优势，广阔的发展空间。

（1）不同于普通家用冰箱、冰柜的大规模、批量化生产模式，商用展示柜的下游客户对产品功能、结构、尺寸、外观需求各不相同，订单差异性较大，造成所需要生产的产品种类繁多，无法实行标准化大批量流水线作业的生产模式。公司柔性生产模式，既可以保障订单量较大的单一型号产品的批量化生产，又可以保障单条生产线上多类产品的“混合式”生产，实现了小批量、多批次、多型号并线生产。冷冻饮品的终端消费具有明显的季节性，导致部分月份订单量大幅度增加，公司柔性生产模式，保证了公司具备一定的产能弹性，可以在销售旺季快速增加产能，满足客户需求。

（2）商用展示柜产品作为客户的产品终端销售渠道，一方面作为低温环境下的货物存储载体，更重要的一方面是作为其企业形象宣传及产品展示的平台。尤其对于冰激凌、乳制品等高蛋白食品，展示柜相当大程度上决定了其终端产品质量和品牌形象。

故而，优质客户通常具备严格的外部采购管理体系，对于产品交付期及产品质量的要求较高，进入其采购供应链的供应商面临的审核种类多、标准高且周期长。一旦通过供应链体系考核，通常会维持稳定的合作，不会轻易更换供应商，能为公司提供长期稳定的产品订单。公司主要客户多数为行业内知名的优秀公司，如联合利华、雀巢、伊利、蒙牛等，公司与知名企业建立的合作关系，能够快速提升公司在细分领域的品牌影响力。

（3）根据中国物流与采购联合会冷链物流专业委员会发布的市场规模及预测，2019年全球商用冷冻展示柜市场容量为518万台，商用冷藏展示柜市场容量为1240万台。预计2019年国内商用展示柜需求达到444万台，2012年以来复合增速达到14.70%。

我们以商用冷冻展示柜1800元/台，商用冷藏展示柜2000元/台计算，则2019年全球商用展示柜市场规模为341.24亿元，国内市场空间预计为86亿元。公司2019年商用冷冻展示柜销量为56.4万台，商用冷藏展示柜销量为10.39万台，按销量计算，公司商用冷冻展示柜全球市占率约为10.89%，商用冷藏展示柜市占率约为0.84%，仍有较大提升空间。

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 18.43 亿元、21.94 亿元、27.03 亿元；归母净利润分别为 2.71 亿元、3.53 亿元和 4.32 亿元；EPS 分别为 1.71 元、2.23 元和 2.73 元，对应 PE 分别为 31X、24X 和 20X，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：1、速冻食品及冷饮下游需求不及预期；2、商超展示柜市场开拓受阻。

《海容冷链（603187）：成长路径清 晰的商用冷链龙头》，樊艳阳，2020 年 8 月 19 日

2.8 滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价值

运动鞋服饰仍是未来几年最景气的赛道。滔搏作为中国最大的运动鞋服零售商，有望获得更高的市场份额。运动鞋服在服装里是一个相对高价、品牌集中度高、重消费体验的品类，也是上下游关系较其他品类较为独立的品类。

1）采购端：依靠消费者行为分析和运营能力，与优质品牌深度合作。2 个主力品牌（2021H1 占比 88.7%）+9 个其他品牌。产品本土化建议和产品组合意见。公司来自于 Nike、Adidas 两个品牌的收入占比一直在 80%以上;其他新品牌进入中国，将滔搏作为首选合作伙伴。与品牌深度合作进行绑定：1）对中国不同层级城市消费者积累了深刻的市场洞见，也积累了丰富的零售运营管理经验，从而更好的协助头部品牌进一步开拓市场；2）滔搏作为零售商为品牌方提供产品本土化建议和产品组合意见。

2）供应链：直营+下沉的渠道布局，规模效应已建立。直营渠道资源，拥有中国最大且深入下沉的运动鞋服直营门店网络，零售业务占比为 86.6%。1）上游规模集采能力，通过统购统销能相对提高议价权从而降低进货价格；2）全渠道一盘货，更好的管理总部库存和终端库存，提升周转率和改善折扣率；3）标准化的开店和管理流程，迅速扩大公司业绩规模。

3）数字化，增加与消费者的触达，并助力门店运营。优化库存管理，解决零售企业扼喉之痛。库存管理上有一套业务智能系统。1）采购：公司有一套业务智能系统，可以精确到各门店的订单，快速汇总全渠道采购需求给品牌端。2）补货：库存控制团队能够实时确认门店内库存水平并在需要时立即下达补货订单。如果库存水平低于预设水平（具体取决于店内任何 SKU 的预期需求），该系统亦可自动生成并向库存控制团队发送补货预警。3）需求预测：该系统可根据类似产品的历史销售情况预测该产品的当地需求。

公司盈利预测及投资评级：盈利方面：整体来看，公司营业利润率平稳。2020 财年有确认上市费用以及新冠疫情影响，净利润增速仍然快于收入增长。预计 2021 财年利润略微受到疫情影响，2022 及 2023 财年维

持较为稳定的盈利水平。FY2021/02-FY2023/02 年实现营业收入 364.30、432.89、484.62 亿元人民币，归母净利润分别为 25.55、31.11、34.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.41、0.50、0.56 元人民币。公司评级为“推荐”。

风险提示：疫情反复导致消费复苏不及预期；2、品牌商战略变化。3、新渠道拓展受阻。

《滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价值》，张凯琳、刘田田，2020 年 06 月 10 日

2.9 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 0.89/1.70/2.18 元，对应 PE 为 16X/8X/6X，公司评级为“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

2.10 泸州老窖（000568）：业绩表现稳中向好，量价齐升弹性较大

高端白酒动销恢复较好，提价动作逐步启动。长期看，消费者消费升级趋势下，高端白酒景气度高、量价齐升。中短期看，疫情后白酒终端动销逐步恢复，我们认为高端白酒需求中商务及聚会消费占比相对较高，需求相对刚性，恢复情况将较快。国窖 1573 终端销售至 2020 年 6 月底基本恢复到去年同期的 90%。且批价稳中有升，即使疫情期间，批价并未出现大幅下调。

减轻渠道库存压力，业绩改善将较快显现。公司 2-4 月份实行经销商灵活打款制度，减轻渠道库存压力，挺价决心较大，5 月份公司恢复配额制回款有望逐渐向好，并在河南等地区进行“会战”。由于渠道库存相对低，3、4 季度终端动销复苏后业绩改善将较快显现，且弹性较大。据草根调研了解，国窖 7 月份前渠道任务完成度相对较好，6 月份以来先后在河南等地乃至全国开始控货停货，近期又上调品牌专营公司结算价，中秋前挺价决心大，看好公司后续提价动作所带来的营收、利润端增长。

高档酒步步为营，中档酒“品牌复兴”提升腰部力量。目前国窖 1573 在高端酒市场依然采取跟随茅台策略。高档酒国窖 1573 的发展仍为公司主要战略目标，公司因之前在“提价战略”上的失误导致当下提价较为谨慎，公司短期内的痛点在于高端品牌的认可度仍不足，目前营销费用投入在行业内属较高水平，未来或不再提高，但会着力于提升投放效率。长期来看，公司作为中国历史最为悠久的浓香白酒公司，拥有的珍贵古老窖池、即将释放的高档酒产能、优质产品工艺，这些均将为公司产品的崛起奠定基础，看好公司管理层的运营实力，高档酒未来可期。

公司管理层稳定、发展决心凸显，为公司发展提供保障。公司管理团队管理经验成熟丰富且成员构成稳定，对渠道整顿的决心较大，为高中档产品的发展奠定基础。从经销商处反映，2019 年以来公司对中低档经销商的整顿力度较强，进一步加强对渠道的管控，为公司未来的发展提供坚实保障。

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 167 亿、197 亿元、227 亿元；归母净利润分别为 58 亿元、70 亿元、8**3 亿元；EPS 分别为 3.94 元、4.77 元、5.64 元，对应 PE 分别为 49X、40X 和 34X。给予“强烈推荐”评级。

风险提示：国窖提价无法落地、价盘不稳，特曲全国化进程受阻，品牌营销效果不佳，高端酒产能不足

《白酒行业深度：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间》，王洁婷，2020 年 8 月 11 日

2.11 日月股份（603606）：向“两海”市场谋发展，“强烈推荐”评级

持续看好公司在风电铸件市场的综合竞争力。

从产品角度看，公司适时推出大兆瓦配套铸件产品，顺应行业发展趋势，并在研制与交付方面皆已取得里程碑式进展。年产18万吨（一期10万吨）海装关键铸件项目已于2019年9月建成投产，为大兆瓦海上风机配套铸件的制造解决产能瓶颈。公司2020上半年4MW以上轮毂及底座等产品销量1.26万吨，接近2019全年同类产品销量（1.36万吨），占当期风电产品销量（16.68万吨）7.55%，较2019全年提高2.22个百分点；中报预计全年大兆瓦产品销量可至5万吨以上，我们认为实现概率较大，其收入占比提高有助进一步改善主业毛利率。

从销售角度看，公司与多家主流风机厂商的供货关系稳定，并在海外市场拓展方面取得积极进展。我们测算判断，公司2019年在中国风电铸件市场约占据35.4%的份额（与实际情形或存小幅偏差）。结合2019.10.16公告披露，公司4MW以上风电铸件已获得上海电气、中国海装、明阳智能、金风科技、远景能源、GE、东方风电等主流风机厂商客户的认可。在海外市场，公司已连续多年为Vestas供货，并对西门子-歌美飒、GE形成批量供货。公司2019年实现外销收入4.46亿元，为主营收入贡献12.94%，我们认为未来仍有一定提升空间。

从生产运营角度看，公司精加工自给率有望提高，利好盈利水平改善。我们认为，在其他条件相同的情况下，自主精加工相较外协加工可以提高铸件成品的毛利率与生产效率；公司借由自主精加工可提高对铸件制造全工序的掌控力，进而提高对客户的服务效率。我们预计，到2023年底，公司将形成44万吨精加工年产能，基本具备精加工环节完全自给的能力。

新业务核废料储运罐的研制进展顺利，有望实现进口替代。公司间接持股51%的孙公司日月核装备已于2019年11月设立；据2020年中报披露，核废料储运罐产品已完成首个铸造测试件生产。我们预计，该产品将大概率按计划于2021年实现批量供货，打破欧美垄断，推动行业发展。

盈利预测：我们预计，公司将于2020-2022年实现盈利8.96亿元、12.49亿元、13.94亿元，对应当前股本下EPS 1.08元、1.50元、1.68元，对应2020.11.28收盘价25.0倍、17.9倍、16.1倍P/E。如按上限（约2.23亿股）增发，则摊薄后EPS分别为0.85元、1.19、1.32元，对应2020.11.28收盘价的P/E分别为31.7倍、22.8倍、20.4倍。

风险提示：国内外风电建设或不达预期；公司业务发展与成本管控或低预期。

《日月股份：风电铸件强者，向“两海”市场谋发展》》，郑丹丹，张阳，2020年08月06日

《日月股份：大兆瓦风电铸件交付与核废料罐研发进展顺利》，郑丹丹，张阳，2020年09月11日

3. 金股汇总

表 1：12 月金股汇总

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
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。 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	0.71	0.74	0.82	6.52	6.19	5.58

	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，维持“强烈推荐”评级。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						
中国太保	年初新冠疫情黑天鹅爆发对太保价值创造产生较大负面影响，然而转型 2.0 即将进入发力期，业务结构优化、代理人质态升级叠加疫情过后或将出现的保费收入报复性反弹均对公司未来盈利状况与估值提供有力支撑，短期反复不改长期趋势，我们坚定看好公司的发展前景。	3.09	3.73	4.13	7.8	6.45	5.82
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
中信特钢	走过疫情，千亿龙头迎来产业升级新机遇 1. 公司具有规模化、专业化和高端化的发展优势。公司拥有先进的装备和经营理念，产品兼具高价值、低成本特征。下游涵盖汽车、机械、轨交、能源、军工等行业，具备较强的抵御经济周期或行业波动的能力。 2. 大力开发新品种，盈利能力稳步改善。高端化重塑我国特钢行业的竞争格局，产品越高端的特钢企业越少的受到	1.19	1.33	1.46	13.56	12.11	11.04

	钢铁行业总量性需求波动的影响。公司的产品结构不断优化升级，在产业链中的议价能力越来越强，毛利率将受益于成本的下降而提升。 3. 疫情加速国产替代，公司迎来产业升级新机遇。后城镇化时期，先进轴承钢、高性能工模具钢和特种合金等高端特钢的需求将持续增长。我国高端特钢进口替代的市场容量预计在 300~500 亿元/年，疫情加速了高端产品的国产替代进程。 4. 未来的成长确定性强，精细管理不断提升价值。启动的青岛特钢续建工程总计年产 113 万吨坯材。经营性现金流和货币资金充沛，再加上具有丰富的并购整合经验，为未来更多的外延式并购提供支撑。降本增效、管理提升等手段持续提升企业的价值。 公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现归母净利润分别为 60.06 亿元、67.13 亿元、73.69 亿元；EPS 分别为 1.19 元、1.33 元和 1.46 元，对应 PE 为 13.56X、12.11X 和 11.04X，维持“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。 行业库存紧张、涨价兑现。近期行业厂家库存收紧、供应紧张，7 月中旬以来国内普涨三轮，年初疫情以来累积库存基本消化完毕，钛矿今年供需面强于钛白粉、无需担心成本端坍塌，10 月份大概率维持涨势。 行业变革推动龙头市占率加速提升。国内钛白粉的工艺路线面临变迁拐点，行业整体壁垒提高是未来中长期产业趋势，可预见具备成熟氯化法技术的龙头份额将加速提升。公司是国内唯一一家能够同时实现全流程、大型化与稳定化生产的氯化法企业。 收购兼并，钛锆两翼发展。公司收购云南新立钛业，高钛渣、海绵钛、钛白粉顺利副产，形成一体化的低成本联产体系。公司收购东方锆业 15.66%股权，未来公司预计加大开发澳洲锆钛共生矿、向下游新兴锆制品领域拓展以及整合国内锆产业值得期待。						
濮耐股份	耐火材料行业空间巨大，集中度水平极低。中国耐火材料行业 2000 多亿的规模，其中制品就有 1000 多亿。但是行业内集中度水平极低，像龙头公司濮耐股份国内市场占比仅为 3%左右，全球占比仅为更小。而国外龙头的全球市占率高达 15%（除中国外）。中国耐火材料 CR10 为 10%左右，这比工业部以前的要求 2020 年达到 45%的目标差距巨大。 行业竞争激烈，结构进一步优化。耐火材料行业产能过剩，随着市场竞争的加剧、环保趋严，以及下游钢铁行业集中	0.33	0.47	0.56	15.36	10.79	9.05

	度提升趋势下整包模式对于耐火材料企业综合能力的要求提升，在行业多年低景气度、原材料涨价、环保政策趋严、行业政策引导以及整包模式推广下，中小企业逐步被淘汰。行业结构得到优化。龙头公司的发展环境变得更加友好。 耐材龙头综合优势领先。濮耐股份成立于 2002 年，6 年后公司于 2008 年上市。2006 年公司营业收入仅为 3.96 亿元，归母净利润仅为 2803 万元。2019 年营业收入达到 41 亿元，归母净利润达到 2.52 亿元，年复合增长率约 19%左右。 公司是国内耐火材料龙头企业，技术优势突出，产品种类齐全品质优，涵盖下游各主要应用领域，拥有从矿山、原材料、制品、整包服务和技术服务等全产业链服务，国内海外齐头并进，综合竞争力强，得益于行业变化和环保、一带一路和行业政策春风进入快速发展阶段，公司立足耐材通过技术创新拓展和升级占领下游新需求、收购兼并、原材料业务以及海外发展等，未来打造世界前 3 耐材龙头目标。 全产业链和企业生态圈模式助力公司快速发展。公司收购琳丽矿业、新疆秦翔和 2019 年公司收购西藏高纯度菱镁矿，分别年开采能力为 10 万吨、140 万吨和 100 万吨，以及公司建设配套的高纯度和电熔氧化镁项目，使得公司高性能原材料的生产能力不断增强，不但自用抗风险更能外销实现业绩高增的双轮驱动。公司已经形成了完整耐火材料的产业链条。 2020 年公司提出企业生态圈模式，和市场的中小企业合作，变竞争对手为协作伙伴，利用公司市场的核心竞争力在整包模式下将订单拆解和合作伙伴分享。嫁接中小企业的低成本和公司的技术和服务，提升公司的市场占有率和综合竞争力。 技术服务优势突出，综合竞争力强。公司是技术起家的，通过技术创新提高产品性能，做到产品性价比最优，像公司的钢包自动造衬技术能够提高钢包耐材的使用寿命，降低耐材的用量，能够很大的降低公司的整包模式下的综合成本，提升公司的竞争力。这种技术服务的优势提升客户的粘性。公司作为行业龙头有着多项的技术储备，拥有国家认定的企业技术中心、博士后工作站、国家（CNAS）认可的高温陶瓷材料试验检测中心等具备技术提升的后劲和实力。 公司盈利预测及投资评级：预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 3.43 亿元、4.87 亿元和 5.79 亿元，对应的 EPS 分别为 0.33 元、0.47 元和 0.56 元，对应的动态 PE 分别为 15、10 和 9 倍，考虑到公司作为行业龙头矿						

	山等资产进入业绩释放阶段，公司形成完善的产业链条，降低公司的生产成本。同时公司企业生态圈的建设助力公司市占率的提升和公司技术优势带来的综合竞争力和发展后劲，维持公司为“强烈推荐”的投资评级 风险提示：新模式转变速度低于预期、美元贬值和新冠疫情发展情况超出预期。						
北京首都机场	疫情期间股价大幅下跌，基本涵盖了悲观预期。后期将受益于疫苗投放等利好。基本面由于今年疫情+大兴转场已经提前触底，后续将进入快速增长期。	-0.05	0.26	0.37	-	23.08	16.22
海容冷链	公司柔性生产模式，既可以保障订单量较大的单一型号产品 的批量化生产，又可以保障单条生产线上多类产品的“混合式”生产，实现了 小批量、多批次、多型号并线生产。2019 年全球商用展示柜市场规模为 341.24 亿元，国内市场空间预计为 86 亿元。公司 2019 年商用冷冻展示柜销量为 56.4 万台，商用冷藏展示柜销 量为 10.39 万台，按销量计算，公司商用冷冻展示柜全球市占率约为 10.89%，商用冷藏展示柜市占率约为 0.84%，仍有较大提升空间。	1.71	2.23	2.73	31.20	23.92	19.54
滔博	行业逻辑：运动鞋服饰仍是未来几年最景气的赛道。滔搏作为中国最大的运动鞋服零售商，有望获得更高的市场份额。运动鞋服在服装里是一个相对高价、品牌集中度高、重消费体验的品类，也是上下游关系较其他品类较为独立的品类。 公司核心竞争力：1）采购端：依靠消费者行为分析和运营能力，与优质品牌深度合作；3）供应链：直营+下沉，规模效应已建立；3）管理：数字化是与电商渠道抗衡之刃。	0.41	0.50	0.56	23.28	19.11	17.09
城发环境	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。	0.89	1.70	2.18	15.33	7.99	6.22

	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。						
泸州老窖	公司Q3收入环比好转，现金流表现亮眼。同时高端国窖产品放量毛利率提升，销售费用率减少盈利显著，费用边际递减效有可持续，业绩未来弹性空间大。1573站稳高端、特典打开中低端市场，高光培育年轻消费群，老窖打造三级增长引擎。	3.94	4.77	5.64	48.90	40.41	34.18
日月股份	① 受益风电行业发展与技术升级。 公司在大兆瓦配套铸件产品的研制与交付方面已取得里程碑式进展。年产18万吨（一期10万吨）海装关键铸件项目已于2019年9月建成投产，为大兆瓦海上风机配套铸件的制造解决产能瓶颈。2020上半年4MW以上轮毂及底座等产品销量1.26万吨，接近2019全年同类产品销量（1.36万吨），占当期风电产品销量（16.68万吨）7.55%，较2019全年提高2.22个百分点；中报预计全年大兆瓦产品销量可至5万吨以上，我们认为实现概率较大，其收入占比提高有助进一步改善主业毛利率。 ② 与多家主流风机厂商的供货关系稳定，海外市场拓展得力。 公司4MW以上风电铸件已获得来自上海电气、中国海装、明阳智能、金风科技、远景能源、GE、东方风电等主流风机厂商客户的订单。在海外市场，公司已连续多年为Vestas供货，并对西门子-歌美飒、GE形成批量供货。公司2019年实现外销收入4.46亿元，为主营收入贡献12.94%，我们认为未来仍有一定提升空间。 ③ 精加工自给率有望提高，利好盈利水平改善。	1.08	1.50	1.68	25.00	17.94	16.07

	我们认为，自主精加工相较外协加工，可以提高铸件成品的毛利率与生产效率；公司借由自主精加工可提高对铸件制造全工序的掌控力，进而提高对客户的服务效率。我们预计，到2023年底，公司将形成44万吨精加工年产能，基本具备精加工环节完全自给的能力						

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。

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

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。

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。

刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，五年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015 年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016 年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015 年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016 年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

曹奕丰

复旦大学金融数学硕士，5 年投资研究经验，2015-2018 年就职于广发证券发展研究中心， 2019 年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输领域研究。

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。

王洁婷

美国普渡大学硕士，五年证券研究经验，2020 年加入东兴证券，主要覆盖调味品，休闲食品和奶粉板块。

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。

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

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

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。

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