12 月金股组合

中银证券研究部 12 月金股

12 月金股组合。

- **策略观点：**我们认为现在时点应该坚定地继续加仓周期板块，并作为 12 月配置的首选风格。简要逻辑如下：一、全球共生模式下，消费国的需求刺激转化为制造国的产能并拉动大宗商品价格；二、美元贬值具有持续性，在人民币升值和通胀预期抬升背景下，有色、黑色、地产、金融低估值盈利改善行业认识趋同性强；三、国内弱刺激下的强周期，供给侧结构改革约束持续，弱刺激继续优化行业格局，海外需求带来行业盈利改善，周期龙头溢价明显。具体配置上，追求稳健的绝对收益投资者，将顺周期大金融板块作为首选，主要逻辑是在人民币升值的背景下，长端利率继续提升是大概率事件，长短利差走阔，带来银行低估值盈利改善持续；追求弹性的相对收益投资者，建议将强周期资源，交运作为配置的首选。周期弹性品种首选有色，同时具备成长性特征，类比日本制造业升级经验，1975-1982 年铜、铝最大涨幅达到 175%，289%；最被低估石油石化，油价超跌，滞涨，向上修复空间大；交运盈利修复的持续性较强，受益后疫情时期的全球复苏。
- **组合回顾：**行业组合弱于市场，个股组合优于市场。截止 11/27，11 月“老佛爷”行业组合绝对收益 4.24%，表现弱于市场 1.84%；“老佛爷”金股组合绝对收益 6.68%，表现优于市场 0.60%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.20。
- **12 月中银证券金股组合为：**招商银行（银行）、中国太保（非银）、东方财富（非银、）华新水泥（建材）、隆基股份（电新）、桐昆股份（化工）、迈为股份（机械）、银轮股份（汽车）、张裕 A（食品饮料）、博汇纸业（轻工）、美亚柏科（计算机）。
- **风险提示：**大盘系统性风险；个股层面暴雷。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

策略观点

12月A股市场预判：我们认为现在时点应该坚定地继续加仓周期板块，并作为12月配置的首选风格。简要逻辑如下：

一、全球共生模式下，消费国的需求刺激转化为制造国的产能并拉动大宗商品价格；

二、美元贬值具有持续性，在人民币升值和通胀预期抬升背景下，有色、黑色、地产、金融低估值盈利改善行业认识趋同性强；

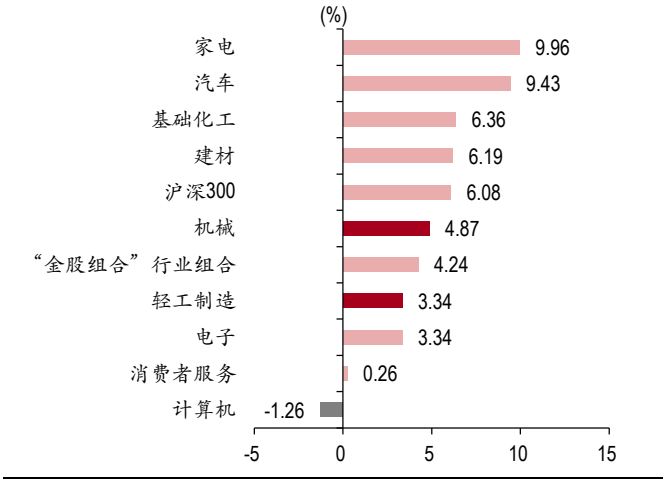
三、国内弱刺激下的强周期，供给侧结构改革约束持续，弱刺激继续优化行业格局，海外需求带来行业盈利改善，周期龙头溢价明显。

具体配置上，追求稳健的绝对收益投资者，将顺周期大金融板块作为首选，主要逻辑是在人民币升值的背景下，长端利率继续提升是大概率事件，长短利差走阔，带来银行低估值盈利改善持续；追求弹性的相对收益投资者，建议将强周期资源，交运作为配置的首选。周期弹性品种首选有色，同时具备成长性特征，类比日本制造业升级经验，1975-1982年铜、铝最大涨幅达到175%，289%；最被低估石油石化，油价超跌，滞涨，向上修复空间大；交运盈利修复的持续性较强，受益后疫情时期的全球复苏。

11 月组合回顾

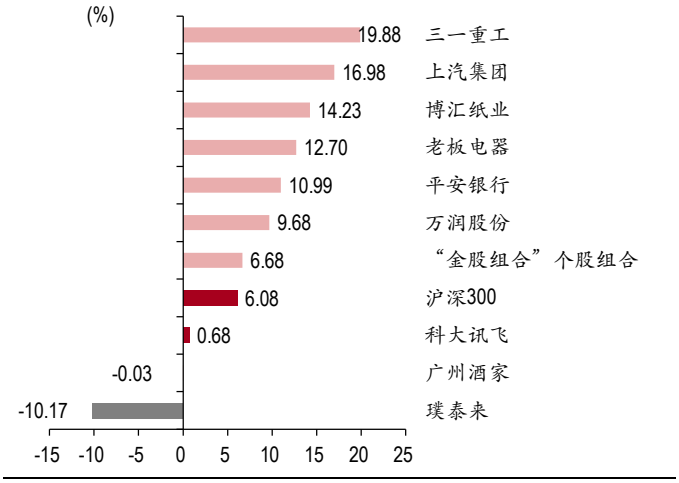
组合回顾：行业组合弱于市场，个股组合优于市场。截止 11/27，11 月“老佛爷”行业组合绝对收益 4.24%，表现弱于市场 1.84%；“老佛爷”金股组合绝对收益 6.68%，表现优于市场 0.60%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.20。

图表 1. 上月“老佛爷”行业组合表现



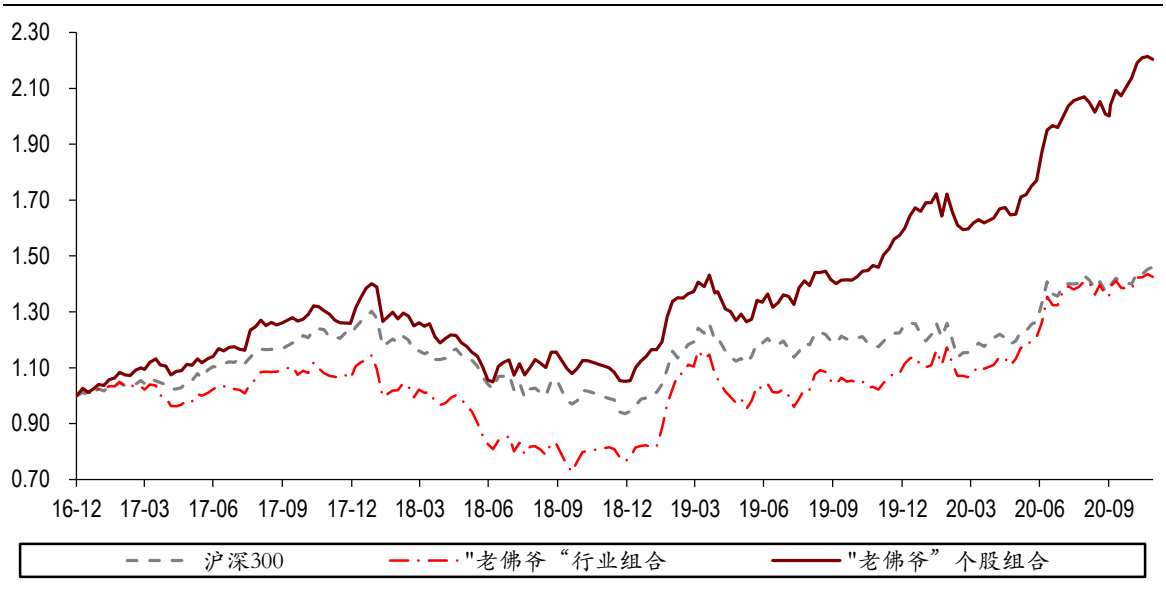
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 上月“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 3.“老佛爷”金股组合表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

12 月组合

12 月中银证券金股组合为：招商银行（银行）、中国太保（非银）、东方财富（非银）、华新水泥（建材）、隆基股份（电新）、桐昆股份（化工）、迈为股份（机械）、银轮股份（汽车）、张裕 A（食品饮料）、博汇纸业（轻工）、美亚柏科（计算机）。

图表 4. 11 月金股组合及估值表

行业	代码	公司	收盘价	EPS		PE			评级
				2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	
银行	600036.SH	招商银行	45.85	3.74	4.05	12.54	10.29	9.50	买入
非银	601601.SH	中国太保	38.48	2.90	3.20	15.13	13.27	12.03	买入
非银	300059.SZ	东方财富	26.69	0.47	0.59	59.95	56.79	45.24	买入
建材	600801.SH	华新水泥	24.55	3.34	3.43	9.32	7.35	7.15	买入
化工	601233.SH	桐昆股份	20.00	1.61	2.03	19.09	12.41	9.88	买入
电新	601012.SH	隆基股份	69.50	2.31	2.94	32.16	30.15	23.67	买入
机械	300751.SZ	迈为股份	510.54	6.77	9.69	78.46	75.45	52.70	买入
汽车	002126.SZ	银轮股份	11.54	0.52	0.64	26.82	22.07	18.12	买入
食品饮料	000869.SZ	张裕 A	36.41	1.18	1.59	31.02	30.86	22.91	买入
轻工	600966.SH	博汇纸业	14.93	0.89	1.21	38.08	40.86	30.14	买入
计算机	300188.SZ	美亚柏科	23.93	0.53	0.70	49.08	44.90	34.43	买入

资料来源：万得，中银证券，数据截止 2020/11/27

12 月行业观点及关注个股

银行行业：招商银行

行业观点：

易纲行长近期在金融街论坛年会上提到需把好货币供应总阀门，我们认为 4 季度货币政策将更趋稳健，同时考虑到 4 季度疫情反复的不确定性，短期货币政策明显收紧的可能性不大。对应的，银行 4 季度信贷投放稳健，增速预计与 3 季度相近；息差方面，在稳健货币政策实行背景下，资产端收益率下行压力预计缓解，银行下半年息差收窄压力。资产质量方面，市场一直担心前期延期的小微企业信贷到期后的不良压力，但随着经济形势的转好，以及银行出于审慎性考虑对小微企业资质的严格筛选，我们预计整体风险可控。综上，4 季度银行业的基本面压力好于上半年，但不同类银行的业绩表现分化预计减小。3 季度银行板块重仓比例小幅回升但仍处于低位（与 2014 年 3 季末 0.92%的低位接近），板块目前具备低估值（对应 2020 年为 0.74xPB）、低仓位的特点，中长期的配置价值凸显，看好板块的绝对收益。

推荐：招商银行

从业绩归因来看，利息净收入环比改善，信用减值损失计提边际放缓：前三季度利息净收入同比+5.6%，环比 H1 提升 1.6 个百分点，净息差 2.57%，环比提升 8 个基点，主要受益于零售贷款占比提升；前三季度非息收入中手续及佣金净收入同比+10.7%，为 2017 年以来同比增速首次超过 10%，表现亮眼；信用减值损失三季度计提 120.48 亿元，计提力度边际放缓（Q2 为 200.89 亿元）。

资产负债端规模扩张平稳：前三季度，资产总额、贷款和垫款总额分别同比增长 11.6%、12.3%，贷款和垫款总额同比增速环比 H1 提升；负债总额、吸收存款分别同比增长 11.1%、15.4%，存款增速环比小幅降低但依旧高启。从结构上来看，其中零售贷款、公司贷款占比分别为 55.32%、38.43%，零售贷款占比环比提升 4.21 个百分点，零售贷款得到恢复性扩张；存款日均余额中活期存款占比为 59.74%，环比提升 0.92 个百分点，存款结构小幅改善有助于息差走阔。

资产质量位于行业前列，不良率环比下降：三季度不良贷款率为 1.13%，环比下降 0.01 个百分点；不良贷款拨备覆盖率为 424.76%，较 H1 下降了 16.05 个百分点，拨备环比下降但依然处于行业较高水平，资产质量继续保持稳健优秀。

零售业务相关指标保持高速增长：截止至三季度末，公司零售客户 AUM8.63 万亿元，较 2019 年末+15.27%，必须保持着较高速增长；管理金葵花及以上客户 AUM 6.75 万亿元，较 2019 年末+16.40%；管理私人银行 AUM 2.66 万亿元，较 2019 年末+19.15%。管理的零售客户总资产保持着高速增长，高端零售客群总资产增速更高，有助于公司零售业务保持稳健高速增长。

非银行业（保险）：中国太保

行业观点：

2020 年 12 月险企提前进入 21 年开门红布局，2020 年下半年保费有望环比增速提升。 保险行业受益于：1）国债收益率企稳，资产端受益；2）负债端已经下修市场全年预期，下半年触底反弹叠加上市险企推出储蓄型年金险，有望短期内冲击保费规模高增；保险行业发布三季报，整体业绩表现较为平稳，后续重视开门红较早布局带来的增长持续性。

推荐：中国太保

投资端改善明显，扣非归母净利润好于同业：中国太保披露三季报，实现净利润 196.5 亿元，同比-14.3%，降幅环比中报（-12.0%）略有扩大；扣非归母净利润同比+8.4%，增幅较中报（+24.8%）有所下降，但增速仍明显好于其他同业。公司前三季度净利润主要影响因素包括：1）投资端 Q3 同比改善明显，投资收益规模及投资收益率双项提升；2)750 天曲线下滑导致多提准备金进而影响利润减少 55 亿元。

寿险业务新单承压，持续推行 2.0 转型战略：前三季度公司个险新单比-26.9%至 253.8 亿元，期交新单同比-34.2%至 194.9 亿元，预计为疫情下代理人产能及规模均有所下滑。公司转型战略持续推进医养及健康管理战略对冲疫情冲击。公司 8 月末推出“安享百万”医疗险，涉及长期医疗险领域，缴费期限及保障期限均为 15 年，预期产品价值率较高，未来持续推进渠道改革，提升核心代理人产能有望推动新单保费持续回暖。

非车保持高速增长，财险结构持续优化：财险业务前三季度实现保费 1156 亿元，同比+15%；其中车险保费 723 亿元，同比+7.2%；非车险保费 432 亿元，同比+30.9%。非车险占比同比提升 4.5pct 至 37.4%，较 20H1 末环比持平，业务结构持续改善。车险综合改革已落地，渠道费用压缩有望推动公司 COR 稳步下降，同时得益于规模优势、领先的管理能力、完善的科技赋能布局，公司有望在监管推动形成的更加规范的车险市场中，持续获得市场份额。同时非车险增长动能强劲，有望成为公司业绩的有力增长点。

非银行业（券商）：东方财富

行业观点：

近期券商板块下跌或由于市场对流动性收紧、全球资金观望情绪较浓、以及对前期估值较高的券商业绩低于预期的可能性等多方面的担忧，对板块带来了暂时性的影响。长期来看，政策面利好逻辑不变，在资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进、证监会推动打造航母级券商的大背景下，证券行业长期存在做大做强的驱动力，券商并购将成为行业趋势，集中度进入上升通道。估值方面，当前券商板块 PB 为 1.99 倍，略高于 2014 年以来估值中位数 1.94，存在较大上升空间。龙头券商享受更多的政策倾斜，坚持长期龙头逻辑。选股一方面坚持中长期龙头逻辑，另一方面建议关注三季报业绩超预期的券商。

推荐：东方财富

流量赋能：经纪和两融业务排名升至第 18、20 名，门户网流量稳居前受益于公司财经门户网的顶级流量优势，2015-2019 年证券业务收入 CAGR 达 122.10%。公司证券业务个人用户占比近九成，证券经纪和两融业务合计收入占比超过 90%，2020H1，公司代理买卖证券业务（含席位）和两融业务的市占率分为 2.34%、1.70%，证券业协会排名分为第 18、20 名，2015 年两者市占率仅为 0.23%、0.12%，协会排名为第 72、75 名。

生态赋能：基金代销业务稳居第一梯队，天天基金 APP 生态日趋完 2016-2019 年，金融电子商务服务业务收入 CAGR 为 12.38%，基金销售规模 CAGR 为 29.12%，收入及规模稳居市场前列。目前，天天基金的代销基金数量和代理基金公司数量分为 5530 支和 141 家，稳居第一梯队。天天基金涵盖基金、活期宝、指数宝、组合宝、定投等多种理财工具，提供丰富的基金经理理财直播课等活动，用户粘性持续提升，生态建设日趋完善。

科技赋能：研发人员占比近四成，金融终端赋能主公司研发人员数量占比近四成，2019 年研发支出达 3.05 亿元，投入逐年攀升。高研发投入保障公司技术领先，公司金融终端产品已涵盖股票、固收、基金、商品、外汇、宏观等领域数据，可提供 Excel 插件、量化接口等应用工具，功能不断完善，且提供东方财富证券账户登录入口。2020H1，公司金融数据服务业务实现收入 0.84 亿元，同比提升 6.92%，增速转负为正。

建材行业：华新水泥

行业观点：

水泥：市场预期在降低的同时，南部地区熟料和水泥价格持续上涨，上涨期会持续到 12 月，基本面在改善，估值 6-7 倍位置，1 季度基本面真空，市场关注政策端变化。

玻璃：玻璃原片价格高位稳定回落，玻璃公司 3、4 季度业绩环比大幅提高，业绩会不错。但未来数月，边际上供给增加，需求稳定抑或降低，玻璃价格看跌。

防水材料：业绩不错增长，估值合理，持续推荐。下半年股价催化和长期价值提升角度，雨虹优势明显。

外加剂：逻辑是行业集中持续提高龙头优势逐步明显并强化，当集中度提高到一个临界值后行业生态最终变化的中长视角逻辑。

玻纤与新材料：重点关注欧美会否再度发生严重的二次疫情。

推荐：华新水泥

毛利率增长推动公司 Q3 业绩同比转正，复苏明显：三季度营业收入、净利润同比下降 2.95%，上升 5.42%，2020 年年初以来单季度业绩同比首次转正。三季度，公司抓住市场继续恢复机遇，Q3 实现营业收入和净利润 78.47 亿元、17.72 亿元，同比下降 2.95%、上升 5.42%。公司前三季度毛利率达 40.33%，Q3 单季毛利率从去年同期的 40.3%增长到 42.49%；Q3 公司整体毛利同比增长 2.2%至 33.34 亿元。

6.1 亿元股份回购完成，回购均价 26.88 元/股：公司此前于 2019 年 12 月 17 日发布公告，同意公司以自有资金以集中竞价方式回购公司股份，回购资金总额不低于人民币 1 亿元（含）且不超过人民币 1.25 亿元（含），回购股份将全部用于员工持股计划或股权激励；截至 7 月 31 日，公司已累计回购 533 万股公司股份，占总股本的 0.25%，成交均价为 22.99 元/股，已支付总金额约 1.23 亿元；2020 年 8 月 12 日晚发布公告，将总资金规模调整为不超过 6.1 亿元人民币；9 月 5 日，公司公告完成回购，已实际回购公司股份 2269 万股，占公司总股本的 1.08%，回购最高价格 28.31 元/股，回购最低价格 19.74 元/股，回购均价 26.88 元/股，使用资金总额 6.1 亿元（不含交易费用）。

推出 2020-2022 年核心员工持股计划，彰显公司信心：2020 年 9 月 26 日，公司公告核心员工持股计划，本计划（含 A 计划和 B 计划）总资金规模不超过 6.1 亿元人民币，其中 A 计划资金总规模不超过 2.1 亿元人民币，B 计划资金总规模不超过 4.0 亿元人民币。股票来源均为公司回购专用账户回购的本公司 A 股股票。预计本计划激励对象的总人数不超过 800 人。本计划（含 A 计划和 B 计划）股票的受让，由公司回购的股票通过非交易过户或法律法规允许的方式过户，以零价格转让取得，无需出资，即以预付激励薪酬受让股票。

电新行业：隆基股份

行业观点：

光伏：光伏行业进入旺季，预期 2021 年全球需求增长 30%以上，“十四五”规划有望上调，板块迎来业绩与估值的戴维斯双击。

新能源汽车：疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求已逐月回暖，四季度有望延续复苏趋势，中长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。

推荐：隆基股份

单季经营净现金流创历史新高：受益于销售回款情况向好，公司三季经营现金流净额 59.21 亿元，同比增长 273%，创单季历史新高；前三季度公司经营现金流净额为 62.60 亿元，同比增长 55.95%，与盈利总额基本匹配，体现出优秀的盈利质量。

与通威签订合作协议，保障硅料供给：公司近期公告与通威股份签订议，拟保持 15%的持股比例对永祥新能源同步增资以扩大硅料产能至 7.5 万吨，同时拟参股投资云南通威 49%（通威股份保山 4 万吨高纯晶硅项目实施主体）。同时双方拟以每年 10.18 万吨多晶硅料的交易量为基础目标达成合作，公司的硅料需求优先从通威股份采购，通威股份硅料优先保障供给公司；在合资公司硅料项目新产能投产前，通威股份将优先满足 2020-2021 年隆基股份多晶硅料采购需要。

产能扩张持续推进：截至 2020 年半年度末，公司单晶硅片产能约 55GW 组件产能约 25GW。公司年内完成对越南光伏的收购；实现银川 15GW 硅片产能以及泰州 5GW、咸阳 5GW 组件产能部分投产；在建的西安、嘉兴等电池、组件产能顺利推进。近期公司签订丽江三期 10GW 硅棒、曲靖二期 20GW 硅棒产能投资协议，总投资约 65 亿元。

化工行业：桐昆股份

行业观点：

12 月份，产品价格有所分化。国际油价环比上个月基本持平（但近几天可能开始新一轮下跌），跟踪的产品中约 60%化工产品价格环比上个月上涨，其中涨幅超过 10%的产品接近 20%。与 2019 年同期相比，约 38%的化工产品价格同比上涨。

行业营收数据来看，各一级子行业均继续向好，尤其化学纤维近期下游需求强劲。从已披露的三季报来看，大部分优秀企业在三季度环比恢复明显，另外，三季度部分化工企业受到了汇率波动一定的影响。中期来看，行业集中度提升或将加速。展望后市，对行业总体继续乐观，认为最差的时刻已经过去，产品价格及企业盈利将逐渐修复。

投资建议，三季报披露完毕，市场对于龙头企业抗风险能力更加有信心。另外建议关注弹性较大的周期类复苏品种如 MDI/粘胶，及明年增长性较为确定的部分新材料龙头。中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

推荐：桐昆股份

首期转债提前赎回，关注股本集中转增摊薄收益：“桐昆转债”是公司于 2018 年发行的首期 38 亿元可转债，2019 年 5 月 17 日“桐昆转债”进入转股期，截止 2020 年 9 月 30 日，尚未转股金额为 34.46 亿元，占比 90.67%。截止 2020 年 11 月 11 日，尚未转股金额为 27.67 亿元，占比 73.05%。4 季度以来，“桐昆转债”发生转股 6.79 亿元，占比 8.49%，新增股数约为 5500 万股。相比之下，2019 年下半年和 2020 年前 3 季度分别转股 2.89 亿元和 0.29 亿元，“桐昆转债”上市以来转股速度较慢，2020 年 11 月临近触发强赎条款，转股速度显著提升。若本次存量可转债的 90%在赎回登记日前完成转股，将转增股本约 2.03 亿股。按照 3 季度公司总股本计算，转债转股对正股的稀释率为 10.96%，短期内可转债转增股本将摊薄收益。另外，公司 2020 年 3 月发行的第二期可转债（“桐 20 转债”）已于 9 月 7 日进入转股期，目前仍有 99.99%未转股，需要持续关注公司存量可转债转股速度和条款进度。

浙石化二期顺利投产，助力公司业绩攀升：根据公司 11 月 3 日发布的公告，公司持股 20%的浙江石化“4000 万吨/年炼化一体化项目”二期工程完成工程建设、设备安装调试等前期工作，相关装臵具备投运条件。根据项目实际进展情况于 11 月 1 日将二期工程第一批装臵（常减压及相关公用工程装臵等）投入运行。浙石化一期项目 2020 年前 3 季度共计为公司贡献了 15.66 亿元投资收益。二期项目投产后，2021 年将贡献投资收益，两期项目投产将为公司带来丰厚的投资收益；另一方面，浙石化项目有助于公司在“原油-PX、烯烃-PTA、MEG-聚酯-纺丝-加弹”一体化产业链下提升抗风险能力。

机械行业：迈为股份

行业观点：

工程机械：四季度挖机预期增速放缓但仍将高速增长，行业景气度持续超预期，且四季度估值切换，三一重工的市占率持续提升，利好业绩和估值。

半导体设备：华为等制裁靴子落地，半导体设备的国产化替代趋势有望加速，叠加十四五规划的窗口，半导体产业链有望获得政策加码支持，半导体设备调整较充分，大基金二期集中投资时间点临近，强烈推荐整个半导体设备板块。

光伏设备：十四五规划光伏装机有望大幅提升，光伏产业链进入新一轮成长周期，HJT 项目持续推进，产业化进程加速。

锂电池设备：悲观预期已经反应充分，欧洲市场边际向好。

机器人与自动化：制造业投资继续上行，叠加政策支持融资成本下行，而人工成本持续上行，下游客户有望加大资本开支进行机器换人。

油服：坚定新能源方向，谨慎配置油田服务。

推荐：迈为股份

公司光伏电池丝网印刷生产线成套设备实力雄厚：公司依托印刷、激光和真空三方面的技术研发，瞄准光伏装备、OLED 面板设备等市场，形成多层次立体化的业务布局。丝网印刷设备系公司的主导产品，经过多年的技术积累拥有显著的竞争优势，市场占有率稳居首位。

公司具备提供 HJT 整线解决方案的能力：HJT 生产步骤包括制绒清洗、PECVD（非晶硅薄膜沉积）、PVD（TCO 薄膜沉积）、丝网印刷等环节，对应设备分别为制绒清洗设备、PECVD 设备、PVD 设备、丝网印刷设备，目前公司自主研发 PECVD 设备、PVD 设备、丝网印刷设备：公司参股的江苏启威星装备科技有限公司，引进日本 YAC 技术生产清洗制绒设备，为公司 HJT 设备配套，实现整线销售，公司具备提供 HJT 整线解决方案的能力，且有 HJT 整线设备中标订单公布，公司的 HJT 设备具备实际订单验证。

汽车行业：银轮股份

行业观点：

在政策刺激和积压需求释放等因素的推动下，国内乘用车逐步回暖，商用车保持较高景气度，新能源恢复正增长。海外疫情反复，建议关注相关风险。短期来看，汽车行业已经触底回升，有望迎来持续上行周期。长期来看，国内千人保有量等还处于较低水平，未来空间广阔。

整车方面，增速放缓且分化加剧，关注竞争力较强及产品周期向上的车企。零部件方面，产品升级、客户优质、以及符合新能源智能网联等产业趋势的企业有望获益。建议关注低估值、新能源（特斯拉及大众 MEB）、智能网联等相关标的。

推荐：银轮股份

下游需求复苏带动 Q3 自主/通用批发转正，营收进一步增因疫情后各地政府刺激政策+车企促销政策，Q3 下游需求进一步回暖，上汽集团 Q3 产批分别为 154.9/156.4 万辆，同比+3.8%/+5.9%，环比+15.7%/+14.2%，涨幅高于营收。上汽大众 Q3 产批同比分别为-4.81%/-4.06%，上汽通用 Q3 产批同比分别为-2.95%/+2.58%，上汽自主 Q3 产批同比分别为+4.49%/+1.06%，上汽通用五菱 Q3 产批同比分别为+18.33%/+18.69%，表现较好。上汽产批同比全系向好，Q3 营业总收入同比+2.81%，环比+20.88%，改善明显。

合资改善向好+费用管控效果明显，Q3 净利润同比增速好于收扣除投资收益&其他收益后归母净利润（核心反映自主及华域汽车）为亏损 9.88 亿元，同比-7.01%，环比-155.16%；对联营企业和合营企业投资收益（核心反映上汽大众&上汽通用）64.66 亿元，同比+8.15%，环比+57.89%；扣除这部分以外的投资收益 24.15 亿元，同比+64.20%，环比+173.66%，涨幅较大。Q3 净利润同比增速远高于收入增速，核心原因为：1）投资收益贡献；2）费用管控效果明显。公司运输物流和广告宣传费等费用同比继续下降+采用新型会计准则销售费用不包含车贷贴息，销售费用同比-26.58%，管理费用同比-7.60%。

食品饮料行业：张裕 A

行业观点：

白酒，3 季度需求恢复正常，名酒集中度提升趋势明显，后疫情时代将稳健增长。随着商务活动和餐饮消费的恢复，我们判断 3 季度需求恢复正常。现阶段真实渠道库存可能高于去年同期，干扰短期业绩的判断。由于上市公司的渠道腾挪空间大，且随着信息系统的完善，酒厂有能力将显性库存维持在较低水平，从而稳定经销商和投资者的信心。长期持有向好趋势明确、成长逻辑清晰的优秀公司，做时间的朋友。

食品重点关注乳品和速冻。建议关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度高的品种。

推荐：张裕 A

反倾销有利于行业格局改善。葡萄酒面临其他酒种和国际市场的双重竞争。澳洲酒反倾销调查背景下，国产酒面临的市场环境将逐步改善。

张裕品牌价值突出，激励机制有待完善，近期动作显示公司信心加强。（1）对比国内白酒名酒和国外葡萄酒龙头，张裕品牌并不逊色。（2）激励机制虽还有待完善，但高管增持和百亿目标显示公司信心在加强。

产品体系和销售体系持续变革。（1）解百纳是第一大单品，公司改变以往的渠道模式，加强渠道管控。战略布局白兰地，可能成为下一阶段的黑马。（2）过去两年张裕在销售体系方面进行多项改革，预计 2021 年效果逐渐显现。

4 季度业绩有望触底反弹，2021 年展望出较高的业绩弹性。综合考虑渠道策略和业绩表现，我们判断现阶段渠道库存处于较低水平，公司 2020 年营收目标 37 亿，公司有动力加大市场开拓力度，预计 4 季度可恢复增长。由于 2020 年报表真实体现了疫情的影响，随着消费场景恢复正常，预计 2021 年报表业绩将展现出较高的弹性。

关注两点可能超预期的因素。（1）反倾销调研的背景下，当澳洲酒库存消化至低位时，张裕若能抢到部分市场份额，则业绩存在超预期的可能。（2）2020 年业绩较差可能倒逼公司加快内部改革，若公司能够在激励方面实现突破，团队积极性加强，则销售有望提速。

轻工行业：博汇纸业

行业观点：

国内消费需求逐步复苏，看好需求改善确定性高的地产产业链家居板块，纸价上涨持续的造纸板块，以及部分受益于复工的包装、文娱用品行业标的。

造纸：白卡纸、文化纸涨价落实良好，限塑令带来的替代需求叠加旺季需求预期、库存回落、供给缺乏弹性有望支撑纸价走强到年底，白卡纸10月涨价略超预期，行业格局改善角度看好白卡纸行业，以及有海外原材料优势的龙头纸企

家居行业：地产融资限制政策对于产业链的悲观影响已经充分反应，但年底的竣工数据仍有望出现明显回补，竣工链条逻辑重心从工程到零售转移，竣工修复和疫情推延下，三季度多数公司零售渠道开始回暖，目前零售为主的家居公司估值处于低位，看好业绩弹性大的二线龙头、软体和定制家具龙头，以及整装卫浴赛道和部分出口家具公司。

包装行业：三四季度随下游行业景气改善，关注苹果5G手机产业链、饮料金属包装等子行业。

化妆品：国内品牌线下恢复速度较慢，对国外品牌的错位竞争优势影响有待观察，持续看好平台类公司。

文具：复工带动行业需求恢复，办公文具恢复快于学生文具，看好产品结构不断优化升级的行业优势龙头。

生活用纸：疫情防控下卫生清洁诉求提升，但Q3起业绩弹性有所降低。

推荐：博汇纸业

白卡纸行业景气度延续，中长期维持良性循环，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。

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。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。

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。

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。

计算机行业：美亚柏科

行业观点：

上升窗口靠近，基本止跌，后续看好向上增长。中止前期大幅下跌趋势，行业指数大体持平。月内行业白马出现单日回调情况，诱因包括季报略低于预期或消息面潜在对互联网巨头制裁影响，对行业走势带来波动；金融科技/数字货币公司有阶段性行情；网络安全三季报表现略低于预期，同时受高估值龙头回调影响，引发短期普遍。

板块业绩分化，全年结果有待观察。部分公司业绩超市场预期，带来亮点。但整体缺少板块性趋势，全年收入增速正增有望，但增幅有待 Q4 确收后明朗。

12 月投资方向：全年业绩展望较好个股，包括预增和订单数据较好标的；云计算龙头，尤其是软件龙头。

推荐：美亚柏科

公安大数据对标 Palantir，价值空间广阔。为政府提供大数据服务的知名企业 Palantir 拥有美国中情局、联邦调查局、卫生部门等标杆客户。美亚柏科公安大数据可与其对标，也已大力投入研发数年。根据 11 月 4 日公司公告和官方微信新闻，公司近阶段发布一系列开创性产品，包括“乾坤”大数据操作系统、“天算”大数据建模平台、“天巡”运维平台、“天河”大数据服务平台，“天界”可视化智能研判工作台等，并成立大数据服务团队 M001，加速业务落地。Palantir 今年 9 月底在纽交所上市，目前虽未实现盈利，但市值仍快速增长至 222 亿美元（截止美东时间 11 月 10 日），显示出该市场的价值潜力巨大。

行业迎来政策催化，业务进入红利兑现期。大数据业务衍生自传统优势电子取证业务，近期拓展至智慧城市大数据，在选对赛道的同时，于客户渠道、技术积累等方面还有先发优势。预期十四五加大数字经济建设和治理有相关政策出台，行业催化因素。

Q3 业绩亮眼，后续有望再超预期。公司 Q3 实现收入 4.7 亿（+67%）、净利润 6,572 万（+285%），实现超预期增长。同时根据采招网统计数据，公开订单部分 Q3 保持高增长，也为今明年持续超预期打好基础。同时，为满足大数据订单需求，团队人员增长多于往年，也验证下游需求热度在提升。

风险提示

大盘系统性风险；个股层面暴雷。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371