2020 年 11 月 30 日

开源金股，12 月推荐

——投资策略专题

策略研究团队

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

相关研究报告

《投资策略周报-汇聚“新共识”，重归 ROE》-2020.11.29

《投资策略点评-周期已是“新共识”》-2020.11.23

● **策略：汇聚“新共识”，重归 ROE**

Wind 全 A 收益率跑赢自身 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”，如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，则需要承认估值将呈现负贡献。部分盈利弹性大+估值压力小的板块是支撑市场上行的重要驱动。当下机构投资者正在进行维持自身组合整体 ROE 水平下，降低组合 PB 的调仓行为，与历史上同期相符，这也将构成年底行情在交易层面的驱动。我们建议布局三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复：**金融（银行、保险、房地产）**。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸**。（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤），油服**。

● **金工：基于行业轮动模型的 12 月行业多头**

基于行业轮动模型，12 月行业多头为：**电子、国防军工、有色金属、银行、食品饮料、非银金融、化工、休闲服务、公用事业**。

● **房地产：金地集团（600383.SH）、金科股份（000656.SZ）**

金地集团品牌效应明显，土储总量丰富，融资优势较为明显，内在价值存在低估。金科股份土地储备充沛，低成本拿地优势显著，销售提速，业绩增长有保障。

● **非银金融：中国太保（601601.SH）**

保费增速改善可期，看好估值修复机会。寿险板块高度重视 2021 年开门红，长期看，中国太保转型 2.0 阶段产生效果，总体产能回暖。估值为上市险企中最低。

● **煤炭开采：盘江股份（600395.SH）、中国神华（601088.SH）**

盘江股份进口禁令收紧国内炼焦煤供给，下游焦炭高价拉大煤焦价差。产能快速扩张，成长有动力，未来或将整合省内煤炭资源，上市公司获优质资产注入可期；中国神华资源储备丰富，具有低成本优势。动力煤价持续强势，业绩将平稳释放。

● **石化：中海油服（601808.SH）**

油价预期抬升，服务费率上调空间大，海外订单有望放量，量价反弹空间较大。

● **化工：金石资源（603505.SH）**

公司受益于行业景气上行及产品不断放量，收购扩大资源储量，持续高速增长。

● **家用电器：格力电器（000651.SZ）**

公司业绩改善明显，空调均价有望进一步提升，龙头企业竞争优势明显。

● **轻工制造：欧派家居（603833.SH）**

公司接单、工程端整体保持较快增长，品牌、供应链优势将进一步体现。

● **电子：胜宏科技（300476.SZ）**

PCB 行业集中度提升，公司扩产高举高打有望实现份额扩张。

● **风险提示：**国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

目　录

1、 开源金股，12 月推荐 3
2、 核心观点 3
2.1、 策略：汇聚“新共识”，重归 ROE 3
2.2、 金工：基于行业轮动模型的 12 月行业多头 3
2.3、 房地产：金地集团（600383.SH）、金科股份（000656.SZ） 4
2.3.1、 金地集团（600383.SH） 4
2.3.2、 金科股份（000656.SZ） 4
2.4、 非银金融：中国太保（601601.SH） 4
2.5、 煤炭开采：盘江股份（600395.SH）、中国神华（601088.SH） 5
2.5.1、 盘江股份（600395.SH） 5
2.5.2、 中国神华（601088.SH） 5
2.6、 石化：中海油服（601808.SH） 5
2.7、 化工：金石资源（603505.SH） 5
2.8、 家电：格力电器（000651.SZ） 6
2.9、 轻工制造：欧派家居（603833.SH） 6
2.10、 电子：胜宏科技（300476.SZ） 6
3、 风险提示 6

图表目录

图 1： 开源金股，12 月推荐 3
图 2： 行业选择视角下的 ETF，策略&金工 12 月联合推荐 4

1、 开源金股，12 月推荐

图1：开源金股，12 月推荐

★12月金股推荐★												
所属行业	股票代码	股票简称	投资评级	2020/11/27 收盘价	EPS（元）			PE			ROE	PB
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
房地产	600383.SH	金地集团	买入	15.68	2.23	2.57	2.95	7.03	6.10	5.32	18.34	1.35
房地产	000656.SZ	金科股份	买入	7.84	1.06	1.33	1.64	7.40	5.89	4.78	19.45	1.42
非银金融	601601.SH	中国太保	买入	38.48	3.06	3.03	4.52	12.58	12.70	8.51	12.07	1.83
煤炭开采	600395.SH	盘江股份	买入	7.26	0.66	0.55	0.82	11.02	13.20	8.85	11.41	1.73
石化	601808.SH	中海油服	买入	13.63	0.52	0.55	0.71	26.21	24.78	19.20	6.67	1.71
煤炭开采	601088.SH	中国神华	买入	19.30	2.17	2.08	2.19	8.88	9.28	8.81	11.09	1.07
化工	603505.SH	金石资源	买入	27.70	0.93	1.16	1.54	29.88	23.79	18.04	22.39	6.64
家电	000651.SZ	格力电器	买入	66.66	4.11	3.41	4.21	16.22	19.55	15.83	14.19	3.49
轻工制造	603833.SH	欧派家居	买入	130.47	3.13	3.55	4.39	41.68	36.75	29.72	17.37	7.19
电子	300476.SZ	胜宏科技	买入	22.76	0.59	0.84	1.16	38.58	27.10	19.62	14.66	4.91

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 核心观点

2.1、 策略：汇聚“新共识”，重归 ROE

当下风格切换已经确立，但无论“价值”还是“成长”，其本质都应该是为股东挣取回报的能力。我们发现 A 股长期收益率水平整体收敛于长期累计 ROE 水平。但短期的偏离是必然的，以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢自身 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”：即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。而 2019-2020 年 Wind 全 A 股票回报或将大幅跑赢 ROE，相应地，主动偏股基金的整体收益率亦大幅跑赢持仓 ROE，**如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将呈现负贡献**，当下“还旧账”时刻已经来临，而这种回归并非一定在一年内完成。需要强调的是，**这不意味着我们对于市场的悲观，因为我们看好盈利弹性本身，它将构成 2021 年 A 股重要收益来源。**

从目前机构主流投资者的行为来看，正好在演绎上述逻辑。无论是公募基金、北上资金和其它机构投资者，正在想办法在维持组合高 ROE 水平下去降低所承受的估值负担，这与历史上相应时刻相似，也构成了年末行情驱动的交易推动。宏观经济复苏带来的并不只是高 Beta 收益，更深刻意义是为系统性价值发现提供了良好基础。我们建议布局三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复：**金融（银行、保险、房地产）。**（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：**化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸。**（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：**有色（铜、铝），煤炭（焦煤），油服。**

风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

2.2、 金工：基于行业轮动模型的 12 月行业多头

开源证券金工组于 2020 年 3 月 2 日发布专题报告:《A 股行业动量的精细结构》，从纵向和横向两个维度对行业动量进行切割。该报告提出的核心问题是：行业的动量效应微弱，黄金律模型则在时间轴上进行纵向切割，拆分出两个矛盾的成分：日内动量、隔夜反转，取“日内收益-隔夜收益”作为新的代理变量。龙头股模型的回答是，在成分股中进行横向切割，拆分出两个矛盾的成分：龙头股动量、普通股反转，

取“龙头股收益-普通股收益”作为新的代理变量。根据黄金律因子和龙头因子，等权对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的 9 个行业作为行业多头组合，基准组合为 28 个行业等权组合。基于截至 11 月 28 日的数据，测算得到的行业多头为：**电子、国防军工、有色金属、银行、食品饮料、非银金融、化工、休闲服务、公用事业**。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化

图2：行业选择视角下的 ETF，策略&金工 12 月联合推荐

★12月ETF★							
序号	ETF代码	ETF名称	2020/11/27份额	2020/11/27单位净值	2020/11/27总净值（亿元）	11月复权净值增长率	2020年以来复权净值增长率
1	515850.OF	证券ETF富国	2.1429	1.3559	2.91	5.58%	35.59%
2	518680.OF	上海金ETF基金	0.7146	3.7752	2.70	-4.52%	-5.74%
3	512710.OF	军工龙头ETF	33.4733	1.5351	51.38	7.75%	47.11%
5	512200.OF	房地产ETF	18.6738	0.9279	17.33	6.14%	1.23%
6	512800.OF	银行ETF	64.1174	1.1892	76.25	9.78%	4.96%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 房地产：金地集团（600383.SH）、金科股份（000656.SZ）

2.3.1、 金地集团（600383.SH）

金地集团销售持续提速，品牌效应明显；土储总量丰富，同时战略布局“一线+核心二线”城市，深耕能力突显；公司融资杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。此外，“商业+金融”两翼锦上添花，内在价值大幅低估。

催化剂：月度销售表现超预期。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；企业运营风险

2.3.2、 金科股份（000656.SZ）

金科股份以国家城市群发展战略为导向，紧密围绕“三圈一带”，即京津冀经济圈、长三角经济圈、珠三角经济圈和长江经济带，进行战略布局。公司土地储备充沛，低成本拿地优势显著。近年来公司销售提速，业绩增长有保障。股票激励计划和同舟共赢等多种激励方式共同提升员工积极性。

催化剂：月度销售表现超预期。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动

2.4、 非银金融：中国太保（601601.SH）

保费增速改善可期，看好估值修复机会。短期看，寿险板块高度重视 2021 年开门红，启动时间为上市险企中最早的一家，凸显管理层业务重视程度，叠加重疾险定义切换，预计保费、价值达成良好。长期看，中国太保转型 2.0 阶段或于 2021 年产生效果，目前队伍规模企稳回升，人均产能降幅有所收窄（人均产能降幅是由转型高价值健康险导致），总体产能将回暖。疫情后新单价值率将逐步微幅提升，推动新单价值。且其估值为上市险企中最低。

催化剂：开门红保费同比增速超预期。

风险提示：寿险转型 2.0 阶段受阻，NBV 增速低于预期；长端利率超预期下行，

造成利差损

2.5、 煤炭开采：盘江股份（600395.SH）、中国神华（601088.SH）

2.5.1、 盘江股份（600395.SH）

（1）焦煤补涨预期增强，利好焦煤龙头：澳煤进口禁令收紧国内炼焦煤供给，缺口或主要由国内产地替代，或将促成焦煤价补涨；下游焦炭持续高价拉大煤焦价差，焦煤上涨有空间。（2）产能快速扩张，成长有动力：技改扩产及新建矿井产能进入集中投产期，2021Q2 前将新增 335 万吨产能（增幅 25%）；另有 340 万吨建设有序推进，1020 万吨远期项目规划。（3）西南焦煤龙头，受益西南经济高增速：西南 GDP 增速位于全国前列，2020 前三季度贵州 GDP 增速位列第二，区域用煤需求有保障。（4）受益贵州国改，优质资产注入可期：盘江集团产能证券化率不超 50%，未来或将进一步整合省内煤炭资源，上市公司获优质资产注入可期。

催化剂：经济复苏，澳煤进口限令，炼焦煤价格补涨，产能扩张，贵州国改。

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

2.5.2、 中国神华（601088.SH）

中国神华作为我国煤炭行业龙头企业，煤炭资源储备丰富，通过高比例长协煤订单锁定煤炭销量与售价，借助规模效应与高比例露天煤产能打造低成本优势，稳固煤炭业务盈利水平。另一方面，“煤电运化”产业一体化布局提升了抗周期性，促成公司的稳健业绩。2020 年三季度业绩实现 19%超预期环比增长，凸显龙头经营韧性，未来随着动力煤价持续强势，公司业绩或将平稳释放。公司积极回馈投资者，2019 年度分红率提升至 58%的历史最高水平，凸显长期投资价值，同时充沛的现金流为高分红提供了充分保障。

催化剂：经济复苏，煤价上行。

风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调

2.6、 石化：中海油服（601808.SH）

公司是国内规模最大的海上油服供应商，服务贯穿海上油气勘探开发生产各个阶段。中海油“七年行动计划” 长期为公司提供稳定强支撑，2021 年油价预期中枢抬升，服务费率上调空间较大，海外订单有望放量，量价反弹空间较大。

催化剂：油价上行，能源安保政策利好。

风险提示：油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

2.7、 化工：金石资源（603505.SH）

（1）公司作为行业龙头充分受益于行业景气上行及自身产品不断放量，并通过收购扩大资源储量，持续保持业绩高速增长

（2）在氟化工产业链进入景气低谷的阶段，金石资源公司单季度业绩仍创下历史新高：2020 年 Q3 单季度，公司营收 2.35 亿元（同比+26.65%）、归母净利 7726.85 万元（同比+40.46%），业绩创下历史单季度新高，我们看好萤石稀缺性及公司成长价值潜力将被不断挖掘和认识

（3）目前国内萤石企业选厂萤石块矿储备充足，部分选厂外购块矿企业利润微

薄依旧停车，年底将至企业回款积极性存在。在环保趋严、北方冬季萤石矿开工即将下滑、制冷剂传统生产旺季即将来临（12 月到次年 5 月）的背景下，我们预计年底萤石需求将迎来边际好转

（4）中长期来看，伴随我国有关部门持续释放促进汽车、家电等重点商品消费的政策利好信号，新旧能效的汽车、空调、冰箱加速升级迭代，制冷剂刚性需求终将复苏；同时，新能源、新材料等战略性新兴产业异军突起，含氟新材料将有望成为氟化工业的新支柱。未来国家层面将继续重视萤石战略资源利用，萤石需求前景仍然广阔

催化剂：四季度萤石价格有望坚挺运行，公司销量继续放量。

风险提示：萤石安全生产风险，制冷剂产能扩张进度不及预期等

2.8、 家电：格力电器（000651.SZ）

（1）空调行业 2020H1 受疫情影响较大，从 Q3 业绩来看龙头企业业绩改善明显；（2）格力目前正处于渠道改革期，董明珠直播带货在一定程度上加速渠道改革进度，随着渠道改革逐步落地，流通成本降低，渠道利润回流上市公司有望提升公司长期竞争力，竞争格局重新向好；（3）新国标下，空调均价有望进一步提升，龙头企业竞争优势明显。

催化剂：（1）回购预计年底完成，股权激励方案待落地；（2）Q4 以来新能效空调销售开始放量。

风险提示：原材料价格上涨，新冷年开盘不及预期

2.9、 轻工制造：欧派家居（603833.SH）

（1）定制家居 2020H1 受疫情冲击较大，而 Q3 在疫情趋缓后，线下零售渠道展现出较好的修复弹性。公司 9-11 月接单维持高增长；（2）公司工程端整体保持较快增长，未来品牌、供应链的优势将进一步体现，此外衣柜、木门等在工程端的拓展效果也在逐渐体现；（3）长期看，整装是家居行业发展的大趋势之一。而欧派整装大家居模式是当前行业内最为成熟、跑通难度最小的模式之一，未来前景可期。

催化剂：（1）业绩持续回暖；（2）竣工数据逐渐回暖。

风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓

2.10、 电子：胜宏科技（300476.SZ）

PCB 行业集中度提升，公司扩产高举高打有望实现份额扩张。

催化剂：公司高瞻远瞩设立百亿产值目标，扩产产能考虑客户未来 2-3 年的技术延伸路径，以需求驱动扩产，配合客户订单孵化。分厂产能配合终端产品应用设计，体现精益化管理，成本优势领先于同行。

风险提示：汇兑损失风险、疫情影响 PCB 业务需求、HDI 订单导入不及预期、高多层 PCB 硬板量产良率不及预期

3、 风险提示

国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

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，开源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	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	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。

开源证券股份有限公司

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