证券研究报告
2020 年 11 月 24 日 星期二

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

晨 会 聚 焦

行业与公司

- 建筑行业：10 月基建投资提速，生态行业持续保持景气
- 快递行业：10 月行业增速超 40%，韵达增速继续领跑
- 豪悦护理（605009）：深耕研发设计，ODM 领先制造商强势突围

融资融券交易数据

新股发行动态

本周限售股解禁明细

主要市场指数表现

指数	收盘	涨幅(%)	年初至今(%)
沪深 300	5,005.03	1.25	22.18
上证综指	3,414.49	1.09	11.95
深证成指	13,955.28	0.74	33.79
中小板指	9,148.57	0.15	37.93
创业板指	2,686.36	0.72	49.40
道琼斯工业	29,591.27	1.12	3.69
标普 500	3,577.59	0.56	10.73
纳斯达克	11,880.63	0.22	32.41
伦敦富时 100	6,333.84	-0.28	-16.02
日经 225	25,527.37	-0.42	7.91
香港恒生	26,486.20	0.13	-6.04

大宗商品价格

品种	收盘	净涨跌
波罗的海航运	1,169.00	21.00
NYMEX 原油	42.84	0.37
COMEX 黄金	1841.6	-34.10
LME 铝 3 个月	1582	-48.00
LME 铜 3 个月	4810	-15.00
CZCE 动力煤	605.8	3.40
DCE 焦炭	2420.5	-60.00
SHFE 螺纹钢	3911	-66.00
CBOT 黄豆	1192.6	11.60
CBOT 小麦	604.4	6.40
CBOT 玉米	433	5.40

外汇商品价格

货币	收盘	净涨跌
美元指数	92.5326	0.2013
美元/人民币	6.5719	-0.0067
欧元/人民币	7.7963	-0.0101
欧元/美元	1.18393	-0.0015
美元/日元	104.51	0.696
英镑/美元	1.33228	0.0042
美元/港币	7.7514	-0.0005

数据来源：聚源数据

行业与公司

- **建筑行业：10 月基建投资提速，生态行业持续保持景气**

【建筑组 颜阳春 S1250517090004 021-58351883】

点评： 10 月份基建投资提速：统计局发布 1-10 月份固定资产投资数据，1-10 月整体基建投资、狭义基建投资（不含电力）累计分别同增 3.0%、0.7%，较 1-9 月分别提速 0.6pp、0.5pp；单月来看，10 月整体基建投资、狭义基建投资（不含电力）分别同比增长 7.3%、4.4%，较 1-9 月分别提速 2.6pp、1.2pp。

生态建设仍是重点，投资持续保持景气：根据此次十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议，生态建设仍是未来建设重点，35-37 条提出要加快推动绿色低碳发展、持续改善环境质量、提升生态系统质量和稳定性，国家坚持绿水青山就是金山银山理念构建生态文明体系，促进经济社会发展全面绿色转型，生态领域的投资将持续推进。生态领域景气程度高，从最新发布的 1-10 月投资数据上来看，1-10 月狭义基建投资增速 0.7%，生态环保投资增速为 6.1%，较 1-9 月上升 1.4pp。

央企订单增速较快：今年 1-10 月大型建筑央企新增订单整体仍保持大幅增长，其中 1-10 月中国中冶订单同比增长 35.0%、中国电建订单同比增长 32.1%、中国建筑订单同比增长 9.5%（中国建筑基建业务增速较快，新签合同 4346 亿元，同比增长 26.7%，较 1-9 月上升 4.7 个百分点），建筑行业小周期受订单驱动影响，预计明年建筑板块整体业绩将回暖

投资建议：我们推荐中国建筑（601668）、东珠景观（603359）、亚厦股份（002375）。

风险提示：宏观经济系统性风险、行业政策风险。

- **快递行业：10 月行业增速超 40%，韵达增速继续领跑**

【交运物流组 陈照林 S1250518110001 13916801840】

点评： 线上零售持续增长，电商渗透率维持高水平 23.7%。2020 年 10 月快递行业完成快递业务量 82.34 亿件（+43.02%），同比增速维持高水平。国内社零总额同比增长 1.2%，环比增长 9.3pp，较上月实现更高水平增长。10 月市场加速进入电商促销季，电商渗透率维持高水平，实物商品网上零售额 10 月增速+23.6%，线上零售结构性增长持续得以验证，网购渗透率达到 23.70%（同比上升 4.29pp，环比提高 1.53pp）。

量：行业保持高景气度。10 月快递行业完成快递业务量 82.34 亿件，同比增长 43.02%，环比提升 1.75pp，行业需求稳步提高。上市公司方面，10 月顺丰、韵达、申通、圆通分别完成件量 6.9、14.2、8.9、13.2 亿件，同比增速分别为+57.3%、+63.8%、+26.7%、+53.10%，顺丰和韵达业务量增速持续领跑，通达系分化显著，申通增速与同行差距较大，较 9 月有所回调。

价：旺季来临，通达系单价环比均提升。10 月份全国快递平均单价 9.85 元，同比下跌 1.58 元（-13.8%），单价环比 9 月下降 0.34 元（-3.34%），相较 9 月的上升 1.3%有所下降，价格战强度持续激烈。10 月份东、中部快递平均单价分别同比下降 15.0%、

17.9%，西部地区快递平均单价同比上升 7.2%。，环比分别-5.70%、-5.86%、+28.44%。分类型来看，同城、异地、国际快递平均单价分别为 6.24（-5.0%）、5.98（-18.3%）、56.73（+12.9%）元。上市公司方面，韵达、申通、圆通单票收入分别为 2.18（-32.7%）、2.25（-20.2%）、2.14（-23.2%）元，环比变化分别为+1.40pp、+3.21pp、-1.83pp。顺丰 10 月 ASP 为 17.50 元（同比-14.7%、环比上涨 5.25pp）。

集中度：10 月快递行业品牌集中度指数 CR8 为 82.7%，较去年同比提升 0.7pp。受龙头企业价格战的影响，这是 CR8 自今年 2 月起环比连续第 8 个月下降。

投资建议：疫情冲击下快递行业体现出两大趋势：需求端高端消费线上化支撑以顺丰为代表的时效件快递高速增长；供给端加盟制快递竞争加剧。我们认为行业整体仍处于高资本开支/价格战边际加剧二者叠加的发展阶段，加盟系快递的出清拐点仍未到来。长期看，依仗国内需求、无外部风险的快递赛道确定性仍属稀缺；中期看，行业单件盈利下行的趋势不变。双 11 当天行业处理件量 6.8 亿件（同比+26.2%），行业维持高基数下的高增长，建议把握直营快递的盈利景气周期，静待加盟制快递竞争格局实质性拐点。

风险提示：疫情发展恶化、行业价格战激化、电商增速下滑、加盟商管控风险、人力成本大幅上涨。

- **豪悦护理（605009）：深耕研发设计，ODM 领先制造商强势突围**

【轻工造纸组 蔡欣 S1250517080002 023-67511807】

点评： 投资逻辑：公司作为研发制造实力突出、细分赛道优势领先的 ODM 制造商，产业链议价力强。短期来看，公司凭借与下游快速放量的新锐品牌绑定订单、与国际大品牌拓展合作新品，业绩有较强支撑。中长期来看，公司设计研发能力处于行业领先地位，产业链议价力强，有望充分把握行业结构性发展机会，突出制造规模优势，成长空间广阔。

个护 ODM 制造先行者，业绩增长进入快车道。公司准确把握行业发展趋势，较早投入研发经期裤产品及复合芯体纸尿裤产品，产品矩阵不断丰富，在细分赛道建立领先优势，业绩增长进入快车道。2019 年，公司营业收入达 19.5 亿元，同比增长 34.8%；2016-2019 年，公司营业收入复合增速为 61.4%，随着新客户规模增长和老客户放量持续扩张。盈利能力方面，公司受上游木浆和石油价格上涨影响较小，可转嫁原材料上行压力，且随着规模效应逐渐显现，毛利率呈上升趋势，2019 年公司整体毛利率达到 30.4%（+3.8pp）。ODM 模式下销售费用与管理费用投入有限，盈利优势得以凸显。与行业内可比公司相比，公司的净利率处于较高水平，2019 年公司净利率为 16.1%（+3.4pp），2020Q3 增长至 24.2%。整体来看公司在行业结构性机遇下通过研发创新充分发挥 ODM 优势，盈利水平快速提升。

行业结构性机会突出，ODM 产业链议价能力提升。近年个护母婴产品的销售渠道发生了深刻变革，具体来看：1）微商、母婴电商等私域流量渠道持续扩容，其中纸尿裤在母婴店及电商渠道销售占比达到 92.6%，国产新锐品牌得以在社群群体内快速提高品牌影响力，带动上游 ODM 制造商订单放量；2）ODM 制造商依托多年供应外资品牌的制造经验，具备强大的设计能力和交付能力，规模效应较强，新品牌与 ODM

制造商精细化分工成为更具性价比的合作方式，目前看这种模式具有较长的可持续性；3）2018 年卫生巾及纸尿裤的渗透率分别达到 100%和 64%，在行业渗透率逐渐饱和的背景下，ODM 供应商可以凭借研发能力推出新品，带来新的消费增量甚至引领消费趋势，研发成为产业链中重要一环，ODM 制造商议价能力持续提升。

深挖研发制造护城河，与客户形成优势正反馈。公司在经期裤和复合芯体纸尿裤产品的研发具备领先优势，制造成本处于行业较低水平且随着生产规模扩大仍有下行空间，研发制造的优势将与公司获取更多更优质的品牌客户订单形成正向循环。研发储备方面，公司是经期裤方面较早申请相关技术专利的国内制造商之一，也是目前产量最大的国内制造商；纸尿裤目前已升级到第 4 代无木浆多维复合芯体，研发竞争壁垒不断提高。制造壁垒方面，与可比公司相比，公司直接材料占收入比处于较高水平，约为 60%，而制造费用占比相对更低，约为 4-5%，证明随着公司生产规模逐渐扩大，产线利用率提升后将可变成本控制在极低水平。我们判断随着公司新建产能逐步释放，自有厂房逐步建成投产，规模优势有望进一步发挥，单位制造成本仍有下行空间。在研发和制造实力支持下，公司帮助下游客户快速提升市场份额，并掌握较强话语权，形成产业链正反馈。

盈利预测与投资建议。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 6.32 元、6.97 元、8.15 元，对应 PE 分别为 30 倍、28 倍、24 倍，考虑到豪悦护理设计和制造能力突出，客户粘性较强，业绩有望保持较快增长，给予公司 2021 年 30 倍估值，目标价 209.1 元，维持“持有”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险、市场竞争加剧的风险、下游客户收入下行的风险、新增产能投产进度或不及预期。

【融资融券交易数据】

日期	沪深两融余额（亿元）	沪市两融余额（亿元）	深市两融余额（亿元）	融资余额（亿元）	期间买入额（亿元）	期间偿还额（亿元）	期间买入额（亿元）	融券余额（亿元）	融券余量（亿元）
2020-11-23	8,166.47	8,166.47	0.00	7,426.75	486.56	7,512.17	-7,025.61	739.72	64.07
2020-11-20	15,634.19	8,105.88	7,528.31	14,452.36	644.35	655.80	-11.46	1,181.83	87.76
2020-11-19	15,640.03	8,102.37	7,537.66	14,463.82	638.54	649.22	-10.68	1,176.21	87.79
2020-11-18	15,652.25	8,112.81	7,539.44	14,474.49	719.53	704.00	15.52	1,177.75	88.50
2020-11-17	15,632.84	8,102.64	7,530.20	14,458.97	757.39	742.04	15.35	1,173.86	88.62

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 11 月 24 日

【新股发行动态】

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
友发集团	601686	14,200	12.86	20201124	20201124		
凯龙高科	300912	2,800	17.62	20201124	20201124		
兆威机电	003021	2,667	75.12	20201124	20201124		
确成股份	605183	4,872.04	14.38	20201125	20201125		

公司名称	证券/申购代码	发行股数（万股）	发行价（元）	网上申购日	网下申购日	上市日	估值（元）
兆龙互连	300913	3,062.5	13.21	20201125	20201125		
联泓新科	003022	14,736	11.46	20201125	20201125		
博迁新材	605376			20201126	20201126		
舒华体育	605299			20201202	20201202		
西上海	605151			20201202	20201202		
彩虹集团	003023			20201202	20201202		
思进智能	003025			20201202	20201202		
立方制药	003020	2,316	23.13	20201203	20201203		

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 11 月 24 日

【本周限售股解禁明细】

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
002410	广 联 达	2020-11-23	210.90	0.19%	0.18%	股权激励限售流通
600760	中航沈飞	2020-11-23	105.59	0.26%	0.08%	股权激励限售流通
603883	老 百 姓	2020-11-23	2,518.44	6.59%	6.16%	增发 A 股原股东配售上市
600133	东湖高新	2020-11-23	4,166.67	5.94%	5.24%	增发 A 股法人配售上市
600276	恒瑞医药	2020-11-23	816.82	0.15%	0.15%	股权激励限售流通
002340	格 林 美	2020-11-23	63,479.32	15.30%	13.27%	增发 A 股法人配售上市
002125	湘潭电化	2020-11-23	4,028.99	7.29%	6.40%	增发 A 股原股东配售上市
002540	亚太科技	2020-11-23	5,451.71	4.48%	4.29%	增发 A 股原股东配售上市
603300	华铁应急	2020-11-23	1,113.16	1.69%	1.23%	股权激励限售流通
601058	赛轮轮胎	2020-11-23	40,752.35	19.61%	15.10%	增发 A 股原股东配售上市
002912	中新赛克	2020-11-23	4,231.30	51.03%	24.25%	发行前股份限售流通
601019	山东出版	2020-11-23	166,000.00	388.85%	79.54%	发行前股份限售流通
002911	佛燃能源	2020-11-23	28,500.00	105.17%	51.26%	发行前股份限售流通
300726	宏达电子	2020-11-23	28,800.00	256.91%	71.98%	发行前股份限售流通
300564	筑博设计	2020-11-23	148.00	5.15%	1.48%	发行前股份限售流通
002955	鸿合科技	2020-11-23	69.53	0.74%	0.29%	股权激励限售流通
300798	锦鸡股份	2020-11-23	18,726.06	448.21%	44.83%	发行前股份限售流通
002329	皇氏集团	2020-11-23	887.00	1.22%	1.06%	增发 A 股法人配售上市
300805	电声股份	2020-11-23	8,570.00	202.46%	20.25%	发行前股份限售流通
603819	神力股份	2020-11-23	38.22	0.18%	0.18%	股权激励限售流通
002849	威星智能	2020-11-23	75.54	0.58%	0.57%	股权激励限售流通
300682	朗新科技	2020-11-23	745.68	1.07%	0.73%	股权激励限售流通
600882	妙可蓝多	2020-11-24	52.95	0.13%	0.13%	股权激励限售流通
603883	老 百 姓	2020-11-24	2,512.34	6.57%	6.15%	增发 A 股原股东配售上市
002878	元隆雅图	2020-11-24	132.23	0.60%	0.60%	股权激励限售流通
300420	五洋停车	2020-11-24	1,384.56	1.66%	1.61%	增发 A 股法人配售上市
002086	*ST 东洋	2020-11-25	7,600.00	13.66%	10.05%	增发 A 股原股东配售上市
300016	北陆药业	2020-11-25	164.76	0.34%	0.33%	股权激励限售流通

代码	简称	解禁日期	解禁数量（万股）	占流通 A 股比例(%)	占总股本比例（%）	解禁股份类型
300629	新 劲 刚	2020-11-25	1,027.06	9.56%	7.81%	增发 A 股原股东配售上市
002524	光正眼科	2020-11-25	343.48	0.68%	0.66%	股权激励限售流通
603909	合诚股份	2020-11-25	156.80	1.11%	1.09%	股权激励限售流通
603390	通达电气	2020-11-25	4,060.46	46.18%	11.55%	发行前股份限售流通
300806	斯 迪 克	2020-11-25	3,647.24	124.86%	30.81%	发行前股份限售流通
603816	顾家家居	2020-11-25	106.81	0.17%	0.17%	股权激励限售流通
000555	神州信息	2020-11-25	25.00	0.03%	0.03%	股权激励限售流通
600990	四创电子	2020-11-25	1,824.81	12.95%	11.46%	增发 A 股原股东配售上市
600839	四川长虹	2020-11-25	127.30	0.03%	0.03%	股权分置限售流通
300637	扬帆新材	2020-11-26	246.77	1.06%	1.05%	股权激励限售流通
601916	浙商银行	2020-11-26	446,064.62	174.93%	20.97%	发行前股份限售流通
002373	千方科技	2020-11-26	219.70	0.18%	0.14%	股权激励限售流通
300454	深 信 服	2020-11-26	230.95	1.09%	0.56%	股权激励限售流通
300629	新 劲 刚	2020-11-26	1,027.06	9.56%	7.81%	增发 A 股原股东配售上市
603228	景旺电子	2020-11-26	76.10	0.09%	0.09%	股权激励限售流通
600728	佳都科技	2020-11-26	460.10	0.27%	0.26%	股权激励限售流通
300061	旗天科技	2020-11-26	5,958.17	9.91%	8.89%	增发 A 股法人配售上市
603903	中持股份	2020-11-27	44.69	0.22%	0.22%	股权激励限售流通
603186	华正新材	2020-11-27	1,142.58	8.83%	8.04%	增发 A 股法人配售上市
601012	隆基股份	2020-11-27	413.35	0.11%	0.11%	股权激励限售流通
300468	四方精创	2020-11-27	218.38	0.78%	0.77%	股权激励限售流通
000797	中国武夷	2020-11-27	364.37	0.23%	0.23%	股权激励限售流通
600998	九 州 通	2020-11-27	18,320.61	10.84%	9.78%	增发 A 股法人配售上市

数据来源：聚源数据，西南证券整理。数据截止日期：2020 年 11 月 24 日

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与 10%之间 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn