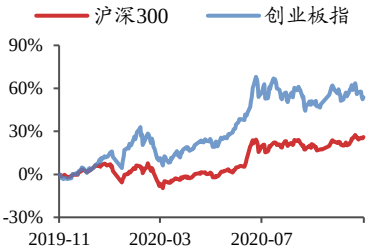
2020 年 11 月 20 日

开源晨会 1120

——晨会纪要

市场快报

沪深 300 及创业板指数近 1 年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	4.41
家用电器	3.33
休闲服务	2.78
农林牧渔	1.66
电气设备	1.16

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
建筑材料	-1.24
有色金属	-1.16
采掘	-1.12
钢铁	-1.05
汽车	-0.62

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【宏观】财政积极发力，追赶支出进度——宏观经济点评-20201118

房地产、汽车等市场高景气，带动税收收入延续改善；非税收入拖累财政回落
城乡社区事务、科学技术等加快追赶支出进度，拉动财政支出增速大幅抬升
综合一般财政和政府性基金表现，广义财政支出依然积极，维持较高增长中枢

【固定收益】分化的信用：关于违约及违约应对——固收专题-20201119

当前融资周期在不断加速，整个融资环境并没有对信用风险构成明显制约；当前违约是部分信用较脆弱企业的风险落地；当前的信用风险不太会波及全盘流动性走势及货币政策节奏；边际信用风险还会延续，需要更为关注自下而上视角下隐含收益率低于 AA-（包含）的主体风险。

行业公司

【家用电器：苏泊尔(002032.SZ)】SEB 赋能打造厨房整体解决方案，深耕品牌年轻化——公司首次覆盖报告-20201119

全球领先的炊具、厨房小家电龙头，首次覆盖维持“买入”评级

苏泊尔是全球领先的炊具、厨房小家电龙头，SEB 控股后带来稳定的外销订单，同时先进的技术支撑公司产品领先行业。公司在渠道布局方面具有前瞻性，随着品牌逐步年轻化，伴随品类持续扩张、中高端炊具逐步放量，公司有望实现快速增长。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 18.25/22.36/25.22 亿元，对应 EPS 为 2.22/2.72/3.07 元，当前股价对应 PE 为 32/26/23 倍，接近可比公司平均估值，考虑公司作为炊具龙头企业，给予一定估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

【轻工制造：金牌厨柜(603180.SH)】品类协同潜力释放，大宗业务快速发展——公司首次覆盖报告-20201119

公司以厨柜起家，在定制厨柜市场深耕多年。2016 年后，公司开始先后拓展衣柜、木门及智能家居等新品，品类效应逐渐释放。同时公司及时把握精装房兴起红利，大宗业务收入持续快速增长，成为新的有力业绩增长点。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.91/3.60/4.47 亿元，对应 EPS 分别为 3.00/3.71/4.60 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/15.4/12.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

【计算机：久远银海(002777.SZ)】久远银海（002777）：首份股票激励计划草案公告，稳定团队促业务成长——公司信息更新报告-20201119

公司作为医疗民政信息化领域龙头，一方面受益国家医疗医保信息化升级建设需求释放，另一方面有望受益金民工程试点范围的持续扩大，长期看好公司业务收入增长。从公司 2020 年第三季度业绩增速看，公司战略清晰，业绩确定性强。因此，维持盈利预测不变，我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.93/2.62/3.41 亿元，EPS 为 0.61/0.84/1.09 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 37/27/21 倍，相较于行业内其他公司估值较低，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】财政积极发力，追赶支出进度——宏观经济点评-20201118

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

房地产、汽车等市场高景气，带动税收收入延续改善；非税收入拖累财政回落

10 月税收收入延续改善，非税收入大幅下滑、拖累财政收入增速回落。10 月财政收入同比增长 3%、回落 1.6 个百分点。其中，税收同比增长 11.2%、提高 3 个百分点；在经济修复背景下，延续改善趋势。非税收入同比下滑 45.1%，对财政收入拖累明显。1-10 月累计，财政收入同比下降 5.5%，降幅收窄 0.9 个百分点。

受益于稳增长政策的溢出效应，房地产等市场呈现较高景气，带动税收增长。10 月，契税、车购税、印花税分别同比增长 38.6%、21.3%、15.5%，高于税收总体增速，分别受房地产、汽车、股票等市场高景气的提振。稳增长政策的溢出效应，对相关市场交易行为的支撑或持续存在。此外，在经济回暖、收入改善的背景下，个人所得税和企业所得税，分别同比增长 23.6%和 15.7%，也保持较高增速。

城乡社区事务、科学技术等加快追赶支出进度，拉动财政支出增速大幅抬升

10 月财政支出增速大幅抬升，部分前期支出相对落后的分项加快支出进度。10 月财政支出同比增长 19%，增速跳升 20.1 个百分点，创下 2019 年以来单月增速新高；部分分项加快支出进度，对总量形成提振。对比政府性基金支出增速来看，一般财政支出的扩张，或来自政府性基金的调入支持。1-10 月累计，财政支出同比下降 0.6%，降幅收窄 1.3 个百分点；赤字 3.1 万亿元、同比增加约 8000 亿元。

城乡社区事务、科学技术等支出项增速大幅提高，加快追赶支出进度。支出分项中，城乡社区事务支出同比增长 558%，大幅高于其他分项。前 3 季度，城乡社区事务累计增速-31.3%、支出进度仅为 55.7%；在前期支出进度大幅落后的背景下，10 月加快支出进度、推升增速。此外，科学技术支出也呈现类似特征。预计年内支出相对落后的分项（节能环保、城乡社区等），后续将加快追赶支出进度。

综合一般财政和政府性基金表现，广义财政支出依然积极，维持较高增长中枢

土地出让收入有所回落；政府性基金支出或受资金调出影响，增速大幅下滑。10 月，政府性基金收入同比增长 5.6%；其中土地出让收入同比增长 9.2%、增速回落 9.4 个百分点，房企融资政策调整的影响或开始显现。10 月政府性基金支出同比增长 7.6%、增速大幅下滑 51.2 个百分点，或受资金调出支持一般财政的影响。

综合一般财政和政府性基金表现，广义财政支出依然积极，维持较高增长中枢。10 月，广义财政收入同比增长 3.7%，回落 4 个百分点；支出同比增长 14.9%，提高 0.3 个百分点；7 月以来，广义财政支出保持 14%以上的较高增速。1-10 月累计，广义支出同比增长 6.1%、增速提高 0.7 个百分点，延续修复趋势。考虑到全年财政支出预算仍有较大余量，11-12 月广义支出增速或仍有一定上行空间。

重申观点：收入持续改善、政府债支出加快落地，对中短期广义财政支出形成支持。随着经济逐步修复、债务约束增强，政府加杠杆的意愿和能力或下降；杠杆行为对信用派生的拉动趋于减弱，可能成为 2021 年信用“收缩”的重要逻辑之一。

风险提示：政府债支出进度不及预期。

【固定收益】分化的信用：关于违约及违约应对——固收专题-20201119

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003

当前融资周期在不断加速，整个融资环境并没有对信用风险构成明显制约

近期密集的违约并非是系统性原因造成的，当前融资周期在不断加速，整个融资环境并没有对信用风险构成明显制约。分裂的信用体系可能是问题的原委，信用利差也在高度分化：只有信用评级本偏高的企业才在一定程度上受益于此次融资扩张，而资金对低评级主体的信用风险仍然高度警惕。

当前违约是部分信用较脆弱企业的风险落地

谨慎的情绪把信用划分为彼此隔离的两个世界，其原因有二：

1）客观上，资金回流银行的趋势注定了风险偏好不会大幅上升；

2）主观上，违约不断密集的趋势也使得机构风控无法应对融资环境的短时宽松而做出灵活调整。

因此，当前的违约只是部分信用较脆弱企业的风险落地。2020 年以来违约的主体在违约前的隐含评级已经偏低，这些主体早已在市场高度警惕的名单之中；在信用的另一个世界中，正因融资的扩张，大多数信用偏优的企业的风险其实是下降的，2020 年的信用评级上调数史无前例地高于评级下调数。

当前的信用风险不太会波及全盘流动性走势及货币政策节奏

1）当前因情绪谨慎而资金无法下潜的部分只占到融资体系中很小的比例（10%左右），这一局部区域的风险不太会波及全盘流动性或融资走势；

2）这种局部风险也不会引起货币政策的节奏出现太大变化，一则当前信用下潜不充分的原因并非货币政策，货币政策即使重新宽松，也不会改变当前信用风险的脆弱性；二则在另外 90%的世界中，其环境是走向通胀的，货币政策也在更大力度上存在着收紧的压力。因此，总量货币政策很难重启宽松，政策更可能的组合是宽信用政策及结构性宽松的货币政策。

边际信用风险还会延续，需要更为关注自下而上视角下主体风险

边际上的信用风险还会延续，且另外令人担心的是：信用违约一旦与资金的谨慎情绪相互共振，可能会使得后续的违约风险陆续加大。我们需要更为关注的是自下而上视角下隐含收益率低于 AA-（包含）的主体风险，一旦这一区域的债券在近期出现明显下跌，可能说明资金的挤兑已经开始，原则上我们不建议对这些低价信用债进行抄底。

风险提示：经济复苏超预期、货币政策超预期。

行业公司

【家用电器：苏泊尔(002032.SZ)】SEB 赋能打造厨房整体解决方案，深耕品牌年轻化——公司首次覆盖报告-20201119

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

全球领先的炊具、厨房小家电龙头，首次覆盖维持“买入”评级

苏泊尔是全球领先的炊具、厨房小家电龙头，SEB 控股后带来稳定的外销订单，同时先进的技术支撑公司产品领先行业。公司在渠道布局方面具有前瞻性，随着品牌逐步年轻化，伴随品类持续扩张、中高端炊具逐步放量，公司有望实现快速增长。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 18.25/22.36/25.22 亿元，对应 EPS 为 2.22/2.72/3.07 元，当前股价对应 PE 为 32/26/23 倍，接近可比公司平均估值，考虑公司作为炊具龙头企业，给予一定估值溢价。首次覆盖，给予“买入”评级。

炊具行业线上占比提升，高端化趋势利好龙头扩张

明火炊具线上占比提升，根据奥维云网数据，2020 年 1-9 月炊具线上市场零售额达 60.3 亿元（+47%），苏泊尔市占率约 19%，龙头地位稳固。预计 2020 年明火炊具线上销售占比达 43%。在健康、外观等需求下，产品高端化趋势显现，根据奥维云网数据，2020 年 1-9 月中高端炊具同比增长明显，利好龙头份额扩张。

SEB 助力打造厨房整体解决方案，深耕品牌年轻化趋势

产品端，SEB 集团的成熟技术输送提升公司核心竞争力，电饭煲产品始终引领市场。近年来公司通过品类扩张，从传统炊具扩张到厨房整体解决方案，品类拓张的同时，通过引入 SEB 集团旗下其他品牌，利用多品牌战略实现利润最大化。渠道端，公司布局始终具备前瞻性。早期紧抓百货红利，积极布局家电连锁门店、大型连锁超市、传统百货商店等线下渠道。2007 年加速渠道下沉，2010 年积极拥抱电商红利，2018 年探索购物中心渠道，2019 年进入直播、社交电商渠道。

品牌端，始终围绕着渠道、消费者变革进行转变。2014、2015 年赞助央视节目《舌尖上的中国 II》、《我爱妈妈》栏目进行中心渠道精准营销。近年来随着渠道逐步多元化、碎片化，公司积极布局直播电商、社交电商等渠道进行品牌营销，2020 年积极探索品牌年轻化，公司启用青春代言人，掘金粉丝经济，联合 B 站切入二次元周边，将消费者刻板印象中的“妈妈厨电”转变为年轻人的厨电潮牌。

风险提示：SEB 订单出现波动、疫情影响线下销售等

【轻工制造：金牌厨柜(603180.SH)】品类协同潜力释放，大宗业务快速发展——公司首次覆盖报告-20201119

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

公司品类协同潜力逐渐释放、大宗业务快速发展，首次覆盖给予“买入”评级

公司以厨柜起家，在定制厨柜市场深耕多年。2016 年后，公司开始先后拓展衣柜、木门及智能家居等新品，品类效应逐渐释放。同时公司及时把握精装房兴起红利，大宗业务收入持续快速增长，成为新的有力业绩增长点。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 2.91/3.60/4.47 亿元，对应 EPS 分别为 3.00/3.71/4.60 元，当前股价对应 PE 分别为 19.0/15.4/12.4 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

行业：地产竣工有望回暖进而提振家居需求，精装市场红利持续释放

2020Q3 家居行业已经整体回暖，我们认为其主要受益于因疫情积压需求的集中释放，而竣工数据仍未改善。但由于新开工后的交房需求存在刚性，因此 2017 年后的竣工缺口回补只会延迟而不会消失，待竣工回暖有望继续带动需求回暖。而近期由于“三道红线”等地产管控政策出台使得市场对于精装产业链的预期下降，但若从政策及供需角度出发，预计精装房渗透率的提升仍是未来的长期趋势。

公司产品矩阵日臻完善，衣柜弹性释放；渠道多元扩张，大宗业务快速增长

从产品看 ，厨柜零售因行业因素有所承压，但在工程渠道带动下，公司厨柜整体仍有望保持平稳增长。而凭借厨柜带动衣柜的品类协同优势，公司衣柜业务收入快速增长。并且从收入占比、门店数量和毛利率等角度与行业横向对比，公司衣柜业务仍有较大发展空间。而木门、智能家居等品类正处于孵化阶段，未来有望逐步带来业绩增量。从渠道看，公司零售渠道经销占比不断提升，带动盈利能力提升，而工程渠道通过赋能经销商的形式在风险可控的前提下持续快速增长。

加快融资步伐，募投项目陆续建设，有望突破产能瓶颈

虽然公司产能逐年稳步扩张，但由于大宗业务以及衣柜、木门等品类快速发展，产能压力仍较大。因此公司近年融资步伐有所加快，2019 年公司以可转债募集资金 3.92 亿元、2020 年拟向控股股东和实控人全额定增募集不超过 2.86 亿元，分别用于产能扩建。同时，2020 年公司拟在成都扩建产能，布局中西部市场。

风险提示：家居行业需求回暖不及预期；行业价格战加剧导致盈利能力下滑

【计算机：久远银海(002777.SZ)】久远银海（002777）：首份股票激励计划草案公告，稳定团队促业务成长——公司信息更新报告-20201119

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

事件：

公司于 2020 年 11 月 18 日公告限制性股票激励计划（草案），计划对包括高级管理人员在内的公司 132 名激励对象授予 314 万股，授予价格为 15.78 元/股。

医保和政务信息化建设领军企业，业务持续稳健增长

公司作为医疗民政信息化领域龙头，一方面受益国家医疗医保信息化升级建设需求释放，另一方面有望受益金民工程试点范围的持续扩大，长期看好公司业务收入增长。从公司 2020 年第三季度业绩增速看，公司战略清晰，业绩确定性强。因此，维持盈利预测不变，我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.93/2.62/3.41 亿元，EPS 为 0.61/0.84/1.09 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 37/27/21 倍，相较于行业内其他公司估值较低，维持“买入”评级。

首份股票激励计划落地，利于稳固骨干+激发业务成长活力

根据公司限制性股票激励计划草案，公司拟向 132 名（占在册员工总人数的 4%）激励对象授予 314 万股限制性股票，占总股本的 1%。本次激励是公司上市以来的首次员工股票激励计划，对激发团队活力和推进业务持续成长具有重要意义。本次考核目标是计划以 2019 年扣非归母净利润和营业收入为基数，实现 2021-2023 年扣非后归母净利润增长率分别不低于 31%、47.5%和 65%，营收增速不低于 38%、58%和 78%。

医保局招标持续推进，持续中标彰显技术实力

公司于 10 月 28 和 29 日先后中标广西医保局医保平台接口和软件开发部分标段，金额分别为 1274.6 和 1673 万元，总计中标约 3000 万。叠加之前公司在河北、青海、新疆等省市的医保中标情况，我们认为公司在医保信息化建设市场具有强竞争力，随着未来 20 多个省市医保局招标的进行，公司相关业务有望持续增长。

风险提示：金民工程信息化招标工作不及预期、市场竞争加剧

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R3（中风险），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C3、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C3、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（underperform）	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（underperform）	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。

开源证券研究所

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