新时代证券-研究所晨报（20201109）

● 总量研究

策略研究：价值风格的全面扩散

过去 1 周，涨幅最大的行业是家电、汽车、有色、钢铁，这些行业的共同点最近半年刚出现 ROE 拐点。我们认为，这可能意味着价值风格的全面扩散。价值风格相比成长，更依赖经济，所以在经济回升的时候价值风格更容易表现，2016-2017 年经济回升，价值风格全面表现，2018-2020 年初，经济下行，以半导体为代表的科技股最强，价值股虽然也有表现，但是相对来说更集中在消费。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。

● 公司研究

联化科技：前三季度业绩符合预期，看好复产后迎来经营拐点

事件：公司公告 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 34.24 亿元，同比上升 3.74%，归母净利润 2.22 亿元，同比下滑 24.37%；单季度来看，2020 年第三季度，公司实现归母净利润 1.14 亿，同比上升 108.01%。重要子公司停产拖累农药业务发展，医药 CDMO 业务快速增长。公司重要子公司江苏联化及盐城联化因响水事故始终处于停产状态，盐城是公司农药 CDMO 业务主要生产基地，长期停产拖累农药业务发展，是公司盈利同比下滑的主要原因。公司医药 CDMO 经多年发展已进入高速发展期，公司新建产能速度也明显加快，截止 2020 年 9 月 30 日，公司在建工程 14.07 亿，较 2019 年底增加 4.36 亿，有望保持长期高增长。同时，2020 年 7 月起，公司开始出售小微创业园厂房，也带来了部分收入及利润，公司前三季度业绩符合预期。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.15、7.15、9.31 亿元，当前股价对应 PE 分别为 70、30、24 倍，维持“强烈推荐”评级。

龙蟒佰利：氯化法钛白放量收入增长，行业周期波动影响利润表现

事件：公司 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 99.41 亿，同比上升 19.52%，归母净利润 19.50 亿，同比下滑 5.62%。单季度来看，2020 年第三季度公司实现净利 6.57 亿，同比下滑 17.52%，环比上升 67.60%。同时公司提出三季度分红预案，拟 10 派 1.1。钛白产销提升助力收入增长，钛矿-钛白粉价格波动影响利润。公司 20 万吨氯化法钛白顺利投产，同时成功收购云南新立，公司整体钛白粉产能由 71 万吨扩大至 101 万吨，而我国钛白粉出口量不断增长，2020 年 1-9 月，我国钛白粉累计出口达 88.95 万吨，同比增长 19.98%，公司钛白粉产销提升助力收入增长。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 28.24、39.10、46.32 亿，当前股价对应 PE 分别为 17、12、10 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
家用电器	3.39%	医药生物	-2.34%
有色金属	1.5%	电气设备	-2.07%
电子	0.85%	国防军工	-1.74%
钢铁	0.51%	综合	-1.6%
采掘	0.43%	休闲服务	-1.39%

相关报告

《价值风格的全面扩散》2020-11-08

《氯化法钛白放量收入增长，行业周期波动影响利润表现》2020-11-06

《前三季度业绩符合预期，看好复产后迎来经营拐点》2020-11-057

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：价值风格的全面扩散 3
2、 公司研究 3
2.1、 联化科技：前三季度业绩符合预期，看好复产后迎来经营拐点 3
2.2、 龙蟒佰利：氯化法钛白放量收入增长，行业周期波动影响利润表现 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：价值风格的全面扩散

过去 1 周，涨幅最大的行业是家电、汽车、有色、钢铁，这些行业的共同点最近半年刚出现 ROE 拐点。我们认为，这可能意味着价值风格的全面扩散。价值风格相比成长，更依赖经济，所以在经济回升的时候价值风格更容易表现，2016-2017 年经济回升，价值风格全面表现，2018-2020 年初，经济下行，以半导体为代表的科技股最强，价值股虽然也有表现，但是相对来说更集中在消费。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。

（1）产能过剩之前，选龙头的风格依然不会变。龙头风格的结束需要伴随产能周期的扭转，按照历史规律，一般一轮产能周期是 10 年，上行和下行分别是 5 年左右，一轮产能周期一般经历两轮库存周期。从 2016 年开始算，我们只经历了一次库存上行周期，有利于龙头的产能周期至少还要持续一轮库存上行周期，时间至少会持续到 2021 年年中。

（2）经济上行将会带来价值风格的全面扩散。2002-2007 年是周期股风格，共分三个阶段： 2002-2004 年初是周期风格的酝酿期（第一阶段），2004 年中-2005 年中是经济下行带来的熊市（第二阶段），2006-2007 年是周期风格的扩散和繁荣期（第三阶段）。2010-2015 年是成长股风格，也是三个阶段：2010 年是成长风格的酝酿期（第一阶段），2011 年-2012 年是经济下行期（第二阶段），2013-2015 年是成长风格的扩散和繁荣期（第三阶段）。

而在这三个阶段，由于经济短周期的波动，市场的领涨板块有很大的不同。2016 年以来，股市的选股思路主要是龙头，但是领涨板块也是在悄然变化的，2016-2017 年消费和周期领涨，2018-2019 年周期下跌，成长加入领涨行列，而过去半年，我们逐渐发现，和经济相关性更强的顺周期开始出现领涨板块。虽然大的风格依然是龙头风格，但是领涨的一级行业会受到经济短周期波动的影响。

（3）最近强势的板块大多是 2020 年刚出现 ROE 拐点的顺周期行业。由于去杠杆、经济下行、中美冲突，2017-2018 年，大部分一级行业的 ROE 趋势都是逐步见顶下滑的。但从 2019 年开始，成长性行业 ROE 率先出现拐点，进入 2020 年更多的顺周期行业 ROE 出现拐点。最近两个季度越来越多的顺周期行业开始显现出机会，6-7 月大部分顺周期行业只是跟涨，最近部分顺周期行业甚至开始领涨。

（4）短期策略判断：盈利回升是未来一个季度股市回升的主要动力。过去一个季度，利率上行、IPO 增加、美国大选等风险一直压制着市场，上周大部分利空已经逐步落地。未来 1-2 个季度，经济依然有继续回升的动力，价值风格可能会继续扩散，这将推升指数进入新一轮中枢抬升。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 联化科技：前三季度业绩符合预期，看好复产后迎来经营拐点

事件：公司公告 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 34.24 亿元，同比上升 3.74%，归母净利润 2.22 亿元，同比下滑 24.37%；单季度来看，2020

年第三季度，公司实现归母净利润 1.14 亿，同比上升 108.01%。

重要子公司停产拖累农药业务发展，医药 CDMO 业务快速增长。公司重要子公司江苏联化及盐城联化因响水事故始终处于停产状态，盐城是公司农药 CDMO 业务主要生产基地，长期停产拖累农药业务发展，是公司盈利同比下滑的主要原因。公司医药 CDMO 经多年发展已进入高速发展期，公司新建产能速度也明显加快，截止 2020 年 9 月 30 日，公司在建工程 14.07 亿，较 2019 年底增加 4.36 亿，有望保持长期高增长。同时，2020 年 7 月起，公司开始出售小微创业园厂房，也带来了部分收入及利润，公司前三季度业绩符合预期。

盐城子公司将迎来复产，医药 CDMO 的后起之秀。2020 年 6 月 24 日响水县工信局公示江苏联化及盐城联化部分项目通过县级复产验收并提请市级复核，通过市级复核后，公司相关产线将可以复产。在农药 CDMO 领域，公司深耕十余载，具有较高的口碑及客户粘性，复产后订单将快速恢复，公司农药业务将持续增长。

公司医药 CDMO 业务在 2020 年上半年成功完成 3 个新注册中间体/原料药项目的工艺验证，医药 CDMO 业务中的 LT228、LT968、LT226 等项目稳步推进，我们认为公司在医药 CDMO 领域已获得国际医药巨头认可，新项目新产能将持续推动公司发展。

看好复产后公司迎来业绩拐点，维持“强烈推荐”评级。公司凭借其在农药领域积累的技术、管理、研发能力，成功开辟医药 CDMO 赛道，长期发展可期。同时，2020 年上半年盐城两子公司合计亏损约 2 亿，复产后有望扭亏为盈，公司将迎来业绩拐点。

盈利预测、估值与评级：暂不考虑营业中断险的赔偿带来的非经常性收益（公司营业中断险保费上限为 6.94 亿），我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.15、7.15、9.31 亿元，当前股价对应 PE 分别为 70、30、24 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：新项目投产不及预期，安全生产事故。

2.2、 龙蟒佰利：氯化法钛白放量收入增长，行业周期波动影响利润表现

事件：公司 2020 年三季报，2020 年前三季度公司实现营业收入 99.41 亿，同比上升 19.52%，归母净利润 19.50 亿，同比下滑 5.62%。单季度来看，2020 年第三季度公司实现净利 6.57 亿，同比下滑 17.52%，环比上升 67.60%。同时公司提出三季度分红预案，拟 10 派 1.1。

钛白产销提升助力收入增长，钛矿-钛白粉价格波动影响利润。公司 20 万吨氯化法钛白顺利投产，同时成功收购云南新立，公司整体钛白粉产能由 71 万吨扩大至 101 万吨，而我国钛白粉出口量不断增长，2020 年 1-9 月，我国钛白粉累计出口达 88.95 万吨，同比增长 19.98%，公司钛白粉产销提升助力收入增长。受全球疫情冲击，2020 年钛白粉价格大幅波动，1-9 月钛白粉市场均价同比下滑 14.41%，但是钛精矿市场均价同比上涨 16.98%，使得公司毛利率同比下降 4.91 个百分点至 38.44%，公司凭借自有钛矿优势，依然保持了较高的盈利水平，但受行业周期波动影响，利润下滑在预期之内。

单季度来看，钛白粉价格在第二季度见底后，公司在分别在 7 月、9 月两次上调钛白粉价格，同时第三季度钛白粉销量约 23 万吨，创单季度新高，业绩环比大

幅改善。

钛白粉景气持续，公司持续加码氯化法钛白。步入 10 月，钛白粉行业景气延续，公司再次上调钛白粉售价，钛精矿价格也涨至 1900 元/吨，创近三年新高，成本端给予钛白粉价格较强的支撑，在出口量持续扩大的情况下，钛白粉景气将延续。公司持续加码氯化法钛白，攀西 50 万吨钛精矿综合利用项目将实现氯化法钛白原材料的国产化，在云南继续扩产 20 万吨氯化法钛白，产能保持高速扩张。

我国钛白粉行业转型升级的龙头企业，维持“强烈推荐”评级。公司是我国率先掌握氯化法钛白规模化生产的企业，未来将形成 60 万吨硫酸法钛白+60 万吨氯化法钛白的生产能力，比肩国际钛白粉巨头；同时依托全产业链优势，布局金属钛业务，将成为全球钛业巨头。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 28.24、39.10、46.32 亿，当前股价对应 PE 分别为 17、12、10 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：钛白粉价格下跌，安全环保事故，新建项目进度低于预期。

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，新时代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。

分析师声明

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、竞争性因素以及新时代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。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代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。

新时代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。新时代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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/