

11 月金股组合

股票代码	股票名称
000001.SZ	平安银行
601636.SH	旗滨集团
603659.SH	璞泰来
002643.SZ	万润股份
600031.SH	三一重工
600104.SH	上汽集团
300142.SZ	沃森生物
603043.SH	广州酒家
002508.SZ	老板电器
600966.SH	博汇纸业
002230.SZ	科大讯飞

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3277.44	0.19
深证成指	13659.50	0.59
沪深 300	4813.66	0.76
中小板指	9201.43	0.69
创业板指	2750.55	0.23

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
家用电器	3.38	传媒	(0.95)
汽车	2.79	通信	(0.85)
公用事业	1.85	商业贸易	(0.80)
银行	1.66	计算机	(0.69)
休闲服务	1.64	综合	(0.51)

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

晨会聚焦-20201105

■重点关注

【宏观】关注经济、财税金融和房地产的表述：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》点评*张晓娇 朱启兵。未来五年看好居民消费和制造业投资。

【策略】策略点评："十四五"规划建议简评*王君 徐沛东。《十四五规划和二〇三五年远景目标的建议》发布，新时期指引新方向。

【半导体】半导体设备行业点评：晶圆厂资本开支预期不断上调拉动国内外设备厂商业绩高增长，板块配置价值提升*杨绍辉 陶波。7 月以来，我们的 A 股半导体设备推荐组合调整幅度近 30%，但是半导体设备行业需求旺盛、半导体设备公司业绩高增长。国内厂商获得本土晶圆厂线大量重复订单，设备国产化进程持续推进。。

【汽车】长安汽车：Q3 业绩符合预期，自主合资新品周期延续*朱朋。公司发布 2020 年三季报，业绩符合预期。第三季度扣非净利润 5.2 亿元，实现自 2018Q1 以来首次转正。从行业层面，乘用车有望迎来持续上行周期，自主头部集中化趋势明显，公司竞争优势突出。

【汽车】星宇股份：Q3 业绩高增长，产品升级产能扩张前景看好*朱朋。公司发布 2020 年三季报。第三季度国内车市复苏，公司收入及利润高速增长，业绩超预期。公司产品持续升级，带来价值量及利润率提升；豪华车、日系及一汽大众销量表现优异，公司有望受益。公司在全球扩充产能，为收入持续增长创造良好条件，未来发展看好。

【家电】格力电器：产业链高壁垒，看好渠道变革*杨振艺 孙谦。格力电器是国内最大的空调制造商，2019 年公司家用空调内销量为 3382 万台，市场份额位居行业第一。2019 年底格力电器股改完成，格力电器开启渠道变革。我们看好格力电器渠道变革带来的份额回升。首次覆盖，给予买入评级。

【非银】中国太保：前置开门红筹备，21 年估值修复可期*王军。中国太保披露三季报，前三季度共实现净利润 196.5 亿元，同比-14.3%，降幅较中报略有扩大；财险业务同比+15%至 1,156 亿元，保费增长优于同业；公司年化总/净投资收益率分别为 5.5%/4.6%。

【非银】中国人寿：Q3 人力下滑拖累 NBV 增速，蓄力 21 年开门红*王军。中国人寿发布 2020 年三季报，前三季度实现归母净利润 470.8 亿元，同比-18.4%；NBV 同比+2.7%，环比中报下降 4 个百分点，略低于市场预期。其中，新单保费同比+7.8%。

【银行】邮储银行：盈利增速回升，资产质量优异*林颖颖 熊颖。邮储银行零售特色鲜明，具备雄厚的存款基础，且资产质量表现优异，3 季度盈利增速回升超市场预期。随着经济企稳向好，公司经营发展呈现稳重向好态势，维持增持评级。

【食品饮料】海天味业：龙头保持领先优势，业绩高增长*毕翘楚 汤玮亮。海天味业发布 3 季报：公司实现营收 170.9 亿，同比+15.3%；归母净利润 45.7 亿，同比+19.2%，扣非净利润 44.0 亿，同比+20.9%；EPS 1.41 元。其中 3Q20 营收 54.9 亿，同比+17.7%；归母净利润 13.2 亿，同比+21.5%，扣非净利润 12.3 亿，同比+18.9%；EPS 0.41 元。业绩超预期。

重点关注

【宏观】关注经济、财税金融和房地产的表述：《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》点评

张晓娇 朱启兵

未来五年看好居民消费和制造业投资。

《建议》的表述较此前的《公报》更加细化，但是内容整体是一致的。我们主要关注三方面表述：经济、金融和房地产。

经济方面：重质轻量。《建议》提到"在质量效益明显提升的基础上实现经济持续健康发展"，但**并未提出十四五经济增速目标。**我们认为主要原因是在百年未有之大变局背景下，国内外扰动因素较多，不设具体增速目标更有利于冲击影响下，宏观调控政策阶段性灵活调整。**经济的高质量发展要依托产业链现代化。**我们认为《建议》中提到的三点值得重点关注，一是"保持制造业比重基本稳定"，二是"推动全产业链优化升级"，三是"促进产业在国内有序转移"。整体来看，我国实体经济未来转型升级空间较大，并且由于我国各地区发展不均衡且体量较大，我国制造业发展的中期目标是做大、做全、做强，因此固定资产投资有望持续增长，货币政策可能向支持制造业继续倾向。

财税金融：财政偏重改革，货币偏重稳健，金融重在安全。改革任务重点在财政方面。《建议》提出"加强财政资源统筹"，"深化预算管理制度改革"，"推进财政支出标准化"，"明确中央和地方政府事权与支出责任"，"完善现代税收制度"等表述，改革方向明确。**货币方面基本是继续推进现有改革落实**，其中"构建金融有效支持实体经济的体制机制"也进一步明确了货币政策的重点在于向实体经济精准传导。相较之下，关于金融的表述则更多在于完善监管和防范风险，并且《建议》中明确提及，"推动金融、房地产同实体经济均衡发展"，考虑到此前金融地产增速持续高于经济整体，我们预计未来相关行业增速将有所下行。

房地产：依然房住不炒。《建议》延续了房住不炒的政策定位，并且关于土地和房地产的表述包括"促进住房消费健康发展"和"深化土地管理制度改革"。我们密切关注未来五年土地和房地产行业可能推进的改革措施，在加大供给和发展长租的政策导向下，关注房地产周期可能发生的拐点性变化。

未来五年实体经济的看点或在居民消费和制造业投资。整体来看，《建议》未来五年金融和房地产行业增速或明显下降，实体经济特别是制造业成为宏观调控政策导向的重点，不排除房地产行业改革推进的可能，居民消费可能进一步释放。

风险提示：中美摩擦未见缓解；新冠疫情对全球经济负面影响超预期。

【策略】策略点评："十四五"规划建议简评

王君 徐沛东

《十四五规划和二〇三五年远景目标的建议》发布，新时期指引新方向。

新论断：我国发展仍然处于重要战略机遇期。《建议》指出："我国发展环境面临深刻复杂变化。当前和今后一个时期，我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。"当前和今后一个时期，我国发展仍然处于战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化。此次《建议》把前半句修改为：我国发展仍然处于重要战略机遇期。新增的"重要"两字，是十分重要的判断。

新目标：国力强、人民富、底气足。《建议》提出了"十四五"时期经济社会发展主要目标，主要体现在六个方面：经济发展取得新成效，改革开放迈出新步伐，社会文明程度得到新提高，生态文明建设实现新进步，民生福祉达到新水平，国家治理效能得到新提升，背后所体现的目标就是国力更强盛、人民更富强、国家更有底气。

新部署：人民对美好生活的向往就是我们的奋斗目标。"十四五"规划建议除了确立发展理念、方向思路，还明确了发展的重点任务、重大举措。在构建新发展格局领域，全会提出，要坚持扩大内需这个战略基点，加快培育完整内需体系。培育完整内需体系，这是以国内大循环为主体的必然要求。

实体经济被着重强调，制造强国被列于首位。全会首次提出，"把科技自立自强作为国家发展的战略支撑"。在加快发展现代产业体系领域，全会提出，要坚定不移建设制造强国、质量强国、网络强国、数字中国。把制造强国摆在第一位，重点体现了坚持把发展经济着力点放在实体经济上的理念。基于此次《建议》对于实体经济和科技自立自强的额外重视，认为科技和制造是"十四五"期间资本市场投资的主旋律。基础设施建设、移动通信、工业互联网、大数据中心、网络安全产业等相关产业和公司都值得被给予更多关注。

健康中国建设被全面推进，医疗体系将迎来深化改革与推进。《建议》重点论述了全面推进健康中国建设，彰显了当前疫情常态化防控的背景下把人民健康作为优先发展战略的重要性。人民健康水平的提升与医疗事业的发展密不可分。在经历新冠肺炎疫情后，紧急公众卫生事件的应急处理和防治考验了当前我国的卫生服务体系和现行的医疗卫生服务管理水平，也让社会和相关机构更加明晰了深化医改的重要性与紧迫性，因此加快建设分级诊疗体系、推进国家组织药品和耗材集中采购使用改革势在必行。

农业继续供给侧改革，智慧农业着力推行。农业农村部将继续以农业供给侧结构性改革为主线，着力打造农村一二三产业融合发展平台载体，聚焦重点产业，集聚资源要素，强化创新引领，延长并提升价值链，加快形成以农民、企业和社会多方参与的乡村产业发展格局。

风险提示：国际形势变化不定。

【半导体】半导体设备行业点评：晶圆厂资本开支预期不断上调拉动国内外设备厂商业绩高增长，板块配置价值提升

杨绍辉 陶波

7 月以来，我们的 A 股半导体设备推荐组合调整幅度近 30%，但是半导体设备行业需求旺盛、半导体设备公司业绩高增长。国内厂商获得本土晶圆厂线大量重复订单，设备国产化进程持续推进。

报告要点

各个环节的业绩向好，半导体板块配置价值提升。从三季报看，A 股半导体设备、材料、设计与封测板块主要公司业绩高增长(见图表 3)，设备板块前三季度营收累计同比增长 36.2%，单季度同比增长 41.3%；材料板块前三季度营收累计同比增长 25.2%，单季度同比增长 29.2%；设计与封测板块前三季度营收累计同比增长 60.4%，单季度同比增长 41.2%。同时，A 股半导体板块自 7 月份以来经历了较大幅度的调整，申万半导体指数较 7 月 14 日高点下跌超过 20%，而 A 股半导体设备推荐组合整体调整幅度接近 30%。十四五规划中强调要强化集成电路等国家战略科技力量，政策导向明确的同时，海外不确定因素也逐渐被市场消化，半导体板块配置价值提升。

半导体设备行业将持续处于高景气阶段。台积电三季度收入 3,564.3 亿新台币，环比增长 14.7%，同比增长 21.6%，并将 2020 年全年收入增速上调至约 30%,同时中芯国际也将 Q3 收入环比增速指引由原先的 1%至 3%上调为 14%至 16%。ASML 三季度净收入 39.58 亿欧元，超出市场预期且新订单大幅反弹。台积电和中芯国际的业绩超预期，反映下游需求持续旺盛，而光刻机龙头 ASML 的设备交付和新接订单表现进一步表明半导体设备持续高景气。

晶圆产能严重紧缺，下游扩产为设备公司业绩持续增长形成推动力。根据半导体行业观察消息，IC 设计商联发科自购价值 16.2 亿新台币的半导体设备租赁给代工厂，表明行业产能紧缺十分严重，对此晶圆厂纷纷上调资本开支、扩大产能。根据公司业绩会议，台积电全年资本开支将达到 170 亿美元左右，而此前中芯国际将其全年资本开支额上调至 67 亿美元。7、8、9 月北美半导体设备出货额同比增速分别为 27%、33%、40%。同时，国际半导体设备巨头 3Q2020 业绩高增长，例如 LAM 营收同比增长 46.7%，TEL 半导体设备收入同比增长 25.8%。A 股半导体设备公司中，中微公司前三季度营收同比增长 21.3%，北方华创营收累计同比增长超 40%。

国内厂商获得大量重复订单，晶圆厂设备国产化持续推进。根据中国国际招投标网的数据，8-10 月，某 5 条本土主要晶圆产线新增设备中标共 626 台，国内厂商中标 133 台，占比达 21%，其中去胶(75%)、CMP(47%)、清洗(33%)、热处理(31%)、PVD(30%)和刻蚀(30%)占比更高。按设备类型看，国内厂商中标的设备主要为刻蚀(33 台)、热处理(31 台)、清洗(20 台)、去胶(18 台)和 CMP(16 台)；按中标公司看，北方华创(43 台，主要为热处理和刻蚀)、中微公司(16 台刻蚀)和盛美半导体(14 台，其中 13 台清洗)等中标设备数量较多。总体来看，近三月本土主要晶圆产线整体国产化率提升 2%，截止到 10 月末，去胶、CMP、刻蚀、清洗和热处理国产化率超过 20%，分别为 66%、24%、23%、22%和 22%，PVD 国产化率则达到 14%。

重点推荐

A 股半导体设备推荐组合：中微公司、北方华创、万业企业、长川科技、晶盛机电、精测电子、芯源微、华峰测控，关注盛美半导体、至纯科技。

评级面临的主要风险

客户晶圆厂项目进度低于预期；新产品工艺验证时间长且风险高；零部件国产化缓慢。

【汽车】长安汽车：Q3 业绩符合预期，自主合资新品周期延续

朱朋

公司发布 2020 年三季报，前三季度共实现营业收入 558.4 亿元，同比增长 23.8%；归母净利润 34.9 亿元，同比增长 231.0%；第三季度共实现营业收入 230.6 亿元，同比增长 51.3%；归母净利润 8.8 亿元，同比增长 309.7%，业绩符合预期。第三季度扣非净利润 5.2 亿元，实现自 2018Q1 以来首次转正。从行业层面，乘用车有望迎来持续上行周期，自主头部集中化趋势明显，公司竞争优势突出。从公司层面看，自主品牌 CS75Plus、逸动 Plus 等全面开花，合资品牌福特销量持续回暖，自主和合资新品周期有望推动销量和业绩持续增长。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.90 元、0.84 元和 1.12 元，维持买入评级。

支撑评级的要点

Q3 销量高增长，扣非净利润转正。前三季度公司共销售汽车 137.1 万辆（+12.0%），其中自主（重庆+河北+合肥长安口径，下同）、福特销量分别增长 20.9%、29.7%，马自达下降 1.6%，表现均远优于行业平均水平（-12.4%）。自主销量提升，前三季度收入增长 23.8%。销售费用下降 27.3%，预计主要运输物流费用科目调整所致；管理费用增长 51.4%，主要是机构变动、预提工资费用变动等所致；研发费用基本持平，财务费用小幅下降；四项费用率下降 2.6pct。毛利率下降 0.6pct，主要受运费费用科目调整等影响。投资收益大幅增加，主要系新能源科技公司混改及出售 CAPSA 股权获得的收益；公允价值变动收益大幅增加，主要系交易性金融资产（宁德时代股权）公允价值变动所致。非经损益共约 56 亿，加上自主及合资业务盈利改善，前三季度归母净利润增长 231.0%。Q3 销售整车 54.0 万辆（+33.7%），其中自主、福特、马自达分别增长 50.6%、29.7%、10.4%。Q3 收入增长 51.3%，毛利率同比下降 4.9pct、环比提升 4.3pct，销售费用减少 6.0 亿（-43.4%）带来四项费用率下降 4.9pct，投资净收益增加 9.4 亿，扣非净利润 5.2 亿实现自 2018Q1 以来首次转正。

自主品牌发展看好。自主品牌延续了 2019 年下半年以来强势表现，前三季度销量逆势增长 20.9%，CS75Plus、UNI-T、逸动等车型表现出色。后续新车周期有望延续，平台化有助于降本提升毛利率，推动业绩改善。L3 级自动驾驶搭载 UNI-T 实现国内量产首发，蓝鲸动力平台 NE15 搭载 UNI-T，油耗低至 6.3L/100km。新技术不断落地，巩固产品竞争力。公司定增 60 亿元用于加强自主品牌建设，助力产品升级，未来发展看好。

合资新品周期延续。前三季度长安福特销量增长 29.7%，实现较好恢复，探险者等销量表现良好，经营业绩逐步扭亏。本土研发启动将有助于提升产品竞争力，利好长期发展。林肯冒险家、飞行家已国产上市并取得较好表现，后续航海家等也将推出，产品线逐步丰富，后续发展可期。长安马自达表现稳健，压燃版 CX-30 上市有助于销量及业绩提升。Q3 实现合联营投资收益 3.1 亿元，同比扭亏、环比增长 122.3%，后续有望持续提升。

估值

考虑行业回暖及非经损益等影响，我们调整了盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 0.90 元、0.84 元和 1.12 元，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

1）新车销量低于预期；2）车市竞争加剧，盈利能力低于预期。

【汽车】星宇股份：Q3 业绩高增长，产品升级产能扩张前景看好

朱朋

公司发布 2020 年三季报，前三季度共实现营业收入 47.5 亿元，同比增长 15.7%；归母净利润 7.1 亿元，同比增长 33.1%；第三季度共实现营业收入 18.7 亿元，同比增长 33.8%；归母净利润 3.2 亿元，同比增长 64.6%。第三季度国内车市复苏，公司收入及利润高速增长，业绩超预期。公司产品持续升级，带来价值量及利润率提升；豪华车、日系及一汽大众销量表现优异，公司有望受益。公司在全球扩充产能，为收入持续增长创造良好条件，未来发展看好。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 3.89 元、4.82 元和 5.90 元，调整至增持评级。

支撑评级的要点

Q3 收入利润高增长，毛利率大幅提升。2020 年前三季度国内乘用车销量下降 12.4%，公司主要客户一汽大众、一汽丰田等表现优异，推动公司收入逆势增长 15.7%；受益于 LED 大灯等占比提升及客户结构改变，毛利率同比提升 2.8pct。销售费用增加 8.9%，预计成本管控和规模效应所致。管理费用增长 13.7%，预计职工薪酬、咨询顾问等费用有所增加。研发费用增长 39.3%，预计相关职工薪酬、折旧摊销等增加。财务费用下降 801.0%，主要是利息收入增加、费用减少。前三季度四项费用率小幅上升 0.2pct，加上收入增长及毛利率提升，扣非净利润增长 31.9%。Q3 国内汽车销量回暖，公司延续良好表现，整体收入增长 33.8%；预计产品和客户结构改善带来毛利率大幅提升 4.7pct；销售、管理、研发费用增加，财务费用下降，四项费用率同比下降 0.9pct，实现扣非净利润 3.0 亿（+65.6%），业绩表现超预期。

产品结构改善，客户结构优质。产品方面，公司从卤素到氙气再到 LED 大灯逐步拓展，目前 ADB 大灯也已逐步量产，单车价值量持续提升。LED 大灯等高价值产品占比提升，产品结构改善有望持续提升公司的毛利率水平。客户方面，上半年国内乘用车销量下滑，但豪华车、日系、一汽大众等表现优于行业，公司也将持续受益于相关客户的配套增长。

全球产能扩张，未来发展看好。伴随着客户拓展，公司在国内外持续扩充产能。国内智能制造产业园一期项目已经竣工，二期项目预计 2020 年四季度竣工。海外塞尔维亚工厂建设项目预计 2021 年一季度竣工，已获得奔驰尾灯等项目，预计 2022 年有望贡献收入。产能扩充为收入增长奠定良好基础，海外拓展有望打开新的成长空间，未来发展看好。

估值

考虑行业回暖公司表现优异，我们调整了盈利预测，预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 3.89 元、4.82 元和 5.90 元，并调整至增持评级。

评级面临的主要风险

1）配套车型销量不及预期。2）新项目进展与毛利率低于预期。

【家电】格力电器：产业链高壁垒，看好渠道变革

杨振艺 孙谦

格力电器是国内最大的空调制造商，2019 年公司家用空调内销量为 3382 万台，市场份额位居行业第一。2019 年底格力电器股改完成，格力电器开启渠道变革。我们看好格力电器渠道变革带来的份额回升。首次覆盖，给予买入评级。

支撑评级的要点

2021-2023 年中国空调行业面临较为宽松的环境。中国家用空调需求从 23 年开始将由更新需求主导，出货量增速下行至个位数。21-23 年行业需求较为旺盛，为格力的渠道变革提供了有利的外部条件。

格力目前渠道变革措施走在正确的方向上。目前格力正在积极推进线上零售渠道的发展，线下渠道的结构以及体系的转变，以及信息化系统的假设。我们认为格力渠道改革所采取的措施均在正确的方向上。

渠道变革的实质是产业链利润的再分配，格力在产业链中的地位为其提供了主导权。根据我们对不同厂商的产业链利润的拆解，格力在产业链利润中占比明显高于其他品牌。以往在产业链中的主导地位为格力电器在渠道变革中提供了主动权。

产业规模带来的产业链壁垒，为格力提供了较强的安全边际。全球每年的家用空调需求量约为 2 亿台，其中超过 70%的空调生产来自中国，格力在中国空调产量中约占 30%的份额。高市场份额给格力电器提供了利润率保障，安全边际较强。

估值

预计公司 2020-2022 年扣非净利润分别为 184/247/289 亿，当前股价对应 PE 分别为 20X/15X/13X。在行业环境相对宽松，有着良好的参考案例的情况下，渠道变革成功的概率较大。渠道变革成功带来的线上渠道份额将直接使得格力电器在整体空调市场份额回升。首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

渠道变革进度不达预期；行业竞争加剧；外部环境变化对行业整体影响。

【非银】中国太保：前置开门红筹备，21 年估值修复可期

王军

中国太保披露三季报，前三季度共实现净利润 196.5 亿元，同比-14.3%，降幅较中报略有扩大；财险业务同比+15%至 1,156 亿元，保费增长优于同业；公司年化总/净投资收益率分别为 5.5%/4.6%。

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，共实现净利润 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同比-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。

公司前三季度实现投资收益 659.6 亿元，同比+33.2%。年化总/净投资收益率分别为 5.5%/4.6%，同比+0.4/-0.2 个百分点。公司积极配置长期政府债，拉长寿险久期，有效缩短久期缺口。积极把握 Q3 资本市场回暖机会，投资端对净利润正贡献。

投资建议

公司前三季度新单增长持续承压，但坚持改革推进渠道发展实施有效。公司较去年已提前开门红筹备工作，主打产品“鑫享事诚”预期较去年新单有大幅改善。上半年公司股价受到 GDR 发行的抑制，但目前 A 股股价与 GDR 价差为 6%，套利空间不大。公司基本面改善趋势良好，2020PEV 为 0.66，已处于历史低位，基于低估值，维持**增持**评级。

风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

【非银】中国人寿：Q3 人力下滑拖累 NBV 增速，蓄力 21 年开门红

王军

中国人寿发布 2020 年三季报，前三季度实现归母净利润 470.8 亿元，同比-18.4%；NBV 同比+2.7%，环比中报下降 4 个百分点，略低于市场预期。其中，新单保费同比+7.8%。

增提准备金+Q3 及时兑现浮盈，整体净利润环比降幅收窄。公司披露 2020 年三季报，实现归母净利润 470.8 亿元，同比-18.4%，净利润下滑的原因系 750 天国债收益率下行、会计估计变更导致准备金增提 191 亿元；环比中报，公司净利润增速降幅收窄，考虑为公司在 Q3 及时把握资本市场时机，及时兑现浮盈。

Q3 人力规模下降，拖累 NBV 增速。公司前三季度 NBV 同比+2.7%，环比中报下降 4 个百分点，略低于市场预期。其中，新单保费同比+7.8%。截至三季度代理人 158.1 万人，环比中报下降 6.4%，公司合理清虚代理人提升队伍质量。公司四季度重心仍在代理人队伍管理，预计四季度增员放缓，致力于提升代理人产能。预计公司新业务价值环比下降主要为三季度调整产品业务结构（更替为国寿福、康宁等高价值率产品，产品销售有一定难度）。公司 9 月已推出 2021 年开门红预售，预计提前进入开门红准备阶段也对公司三季度业务节奏有一定影响。

投资规模及投资收益双项提升。截至 2020 年前三季度，公司总投资资产同比+12.8%至 3.9 万亿元。前三季度分别实现总/净投资收益率 5.36%/4.47%。公司投资规模与投资收益双项提升，预计为 Q3 及时把握资本市场回暖窗口，兑现权益浮盈。

投资建议

公司前三季度保费增速优于同业，代理人持续清虚拖累 NBV 增速，四季度仍将侧重于提质保量，预计到 2021 年初增员将有所放缓。公司早在 9 月已提前布局 2021 年开门红，筹备时间长于同业且节奏把握良好。公司 2020 P/EV 为 1.25，维持**增持**评级。

风险提示

保障型保险产品保费增速不及预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；利率下行带来的险企投资不确定性。

【银行】邮储银行：盈利增速回升，资产质量优异

林颖颖 熊颖

邮储银行零售特色鲜明，具备雄厚的存款基础，且资产质量表现优异，3 季度盈利增速回升超市场预期。随着经济企稳向好，公司经营发展呈现稳重向好态势，维持增持评级。

支撑评级的要点

3 季度手续费收入表现靓丽，拨备计提力度减弱

邮储银行 3 季度手续费收入表现亮眼，带动前三季度手续费净收入同比增速较上半年（+4.17%，YoY）提升至 11.18%。在规模扩张提速、息差企稳下，前三季度利息净收入同比增 4.03%，增速高于上半年（+3.25%，YoY）。但汇率波动带来汇兑净损失，受此拖累，前三季度营收同比增速较上半年（+3.35%，YoY）小幅下降。公司 3 季度拨备计提力度有所减弱，前三季度净利润同比增速（-2.66%，YoY）较上半年(-10.2%，YoY)有所提升。

零售信贷投放积极，息差企稳向好

根据我们期初期末口径测算，公司 3 季度单季息差环比 2 季度提升 5BP，其中资产端收益率环比 2 季度提升 6BP；负债端成本率环比 2 季度提升 2BP，但上行幅度已小于 2 季度（+7BP，QoQ）。从资产端来看，3 季度贷款积极投放，环比 3 季度增 3.12%，结构上票据占比下降，3 季度票据环比 2 季度下降 5.49%。扣除票据后的一般性贷款中，零售贷款环比 2 季度增 5.12%，带动零售贷款占贷款比重较半年末提升 1.1 个百分点至 56.5%。

资产质量优异，拨备基础进一步夯实

邮储银行 3 季末不良贷款率环比 2 季度下行 1BP 至 0.88%，根据我们测算公司 3 季度年化不良生成率环比 2 季度下行 33BP 至 0.13%。公司存量资产质量优异且新发不良压力小，3 季末拨备覆盖率环比 2 季提升 3.09 个百分点至 403%，拨贷比环比 2 季度（3.54%）基本持平。

估值

考虑疫情冲击对上半年业务开展的影响，以及公司考虑疫情不确定性维持较大拨备计提力度，我们小幅下调公司 EPS 至 0.69/0.75 元/股（原为 0.77/0.86 元/股），目前股价对应市净率为 0.74/0.68x。维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

经济下行导致资产质量超预期下行。

【食品饮料】海天味业：龙头保持领先优势，业绩高增长

毕翘楚 汤玮亮

海天味业发布 3 季报：公司实现营收 170.9 亿，同比+15.3%；归母净利润 45.7 亿，同比+19.2%，扣非净利润 44.0 亿，同比+20.9%；EPS 1.41 元。其中 3Q20 营收 54.9 亿，同比+17.7%；归母净利润 13.2 亿，同比+21.5%，扣非净利润 12.3 亿，同比+18.9%；EPS 0.41 元。业绩超预期。

支撑评级的要点

3Q 主营调味品继续大幅增长，酱油维持高增，蚝油、调味酱增速恢复正常；新兴区域加快扩充经销商，东部恢复至常态，南部市场竞争更为激烈。（1）公司受疫情影响后，2Q 加大促销力度和补渠道库存使得收入恢复快速增长，3Q 加速扩张主营调味品业务继续大幅增长，达到+17.2%（1H 同比+11.6%）。合同负债（原预收款）继续维持高位，达到 26 亿，收入+合同负债增量同比+14.6%，环比 2Q 下降 7.5pct，经销商打款积极性减弱。（2）**分产品看，酱油 3Q 加速扩张继续维持高速增长，蚝油、调味酱 2Q 环比小幅下滑，增速恢复正常：**酱油自二季度起恢复高速增长，3Q 加速扩张收入继续维持高增长，1-3Q 收入+12.1%（1Q/2Q/3Q 为+6%/+17%/15%）；蚝油品类公司倾斜资源重点培育，2Q 存在补库存需求，3Q 增速逐步恢复正常，1-3Q 收入+18.2%（1Q/2Q/3Q 为+4%/+31%/22%），我们判断 4Q 继续延续高增长态势；调味酱+10%（1Q/2Q/3Q 为+2%/+20%/12%）。（3）**分区域看，新兴区域加快扩充经销商维持高增，东部增速恢复常态，南部区域竞争激烈低于平均：**3Q 公司东/南/中/北/西部地区收入分别同比+13%/+4%/+25%/+25%/+28%，中部、北部和西部加快扩充经销商队伍，3Q 分别净新增 79/101/95 家经销商，带动收入实现 20%以上的快速增长；成熟区域东部增速恢复至常态；南部增速低于平均水平，我们判断主要原因为此区域餐饮渠道占比大，渠道没有完全恢复和市场竞争更激烈。

费用投放环比加大，盈利能力增强。（1）3Q 毛利率为 40.9%，-2.9pct，主要原因为新收入准则调整，我们判断还原情况下公司毛利率小幅增长（疫情期间酱油、蚝油均以家庭端销售为主，毛利较高，同时规模效应带动毛利率增加）。（2）3Q 四项费用率共-3.4pct，2Q 费用率共-5.6pct（2Q 销售费用率-5.6pct），环比 2Q 市场竞争激烈，费用投放增加。其中销售费用率-3.1pct（新准则），管理费用率-0.4pct，研发和财务费用率均+0.1pct。（3）扣非净利润 3Q+18.9%，综合作用下 3Q 销售净利率 24.0%（+0.8pct），盈利能力增强。

估值

公司作为调味品龙头，有望继续保持领先优势。我们小幅上调盈利预测，预计 20-22 年 EPS 同比增 19%、18%、17%，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

渠道深耕进度低于预期，原材料成本大幅波动，行业竞争加剧。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com

银行研究团队

林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

兰晓飞	S1300511040003	xiaofei.lan@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武	S1300520090006	haowu.chen@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
朱凯	S1300518050002	kai.zhu@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
朱祖跃	S1300120080005	zuyue.zhu@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

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）68604866
传真：（8621）58883554

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）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

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）39886333
传真：（852）21479513

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）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

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）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371