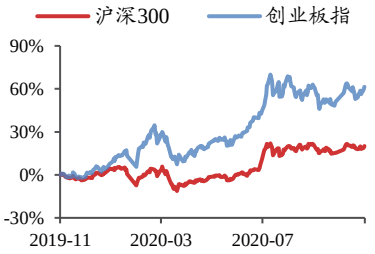
2020 年 11 月 04 日

开源晨会 1104

——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(%)
有色金属	4.31
国防军工	3.18
计算机	2.85
通信	2.79
非银金融	2.57

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
汽车	-0.33
电气设备	-0.2
家用电器	-0.09
综合	0.65
建筑材料	0.72

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

【金融工程】A 股市场总体上涨，汽车板块表现突出

基金市场整体表现：A 股市场总体上涨，汽车板块涨幅居前

行业公司

【房地产】销售不悲观，业绩增速下滑，杠杆回落是确定性趋势

我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

【非银金融】网络小贷杠杆受限，头部数字金融公司影响较小

网络小贷杠杆受限，头部数字金融公司影响较小

【食品饮料】双寡头格局稳定，行业理性竞争

长期来看，伊利股份受益于集中度提升、产品多元化扩张、全球化发展等，仍具有配置价值，维持“买入”投资评级。

【食品饮料】食品饮料 2020 年三季报综述：白酒提速改善，大众品自然回落

我们长周期看好白酒板块，建议持有贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒，同时关注洋河股份的改善机会。

【电气设备】《新能源汽车产业发展规划（2021- 2035 年）》出炉

新能源汽车产业链景气度有望持续上行。

【商业贸易】超市收入承压，化妆品和黄金珠宝复苏强劲

建议关注三条投资主线：1）化妆品板块和黄金珠宝板块，重点推荐周大生；2）跨境电商板块，重点推荐吉宏股份；3）医美板块，重点推荐爱美客。

【计算机：泛微网络(603039.SH)】泛微网络：牵手巨头腾讯，OA 生态愈加完善

牵手巨头腾讯，OA 生态愈加完善

【军工：中航沈飞(600760.SH)】前三季度超预期增长，看好沈飞长期基本面

我们上调预测 2020/2021/2022 年 EPS 为 1.05(+0.05)/1.06(+0.15)/1.19(+0.09) 元，当前股价对应 PE 为 52/51/45 倍，维持“买入”评级。

【新能源与电气设备：中材科技(002080.SZ)】中材科技深度（二）：重新审视中材科技隔膜业务

中长期看，具有更高价值量的海外业务、涂覆膜、7μm 隔膜的快速增长（我们预计成本与恩捷股份差距不大）将成为中材科技后续的重要增长极。

【房地产：南都物业(603506.SH)】业绩稳健，签约项目增长提速，拓展细分赛道

我们维持此前盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 1.45、1.85、2.28 亿元，对应 EPS 为 1.08、1.38、1.70 元，当前股价对应 PE 为 20、16、13 倍。维持“买入”评级。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】湖北荆州建设煤化工第二基地

根据公司公告，华鲁恒升与湖北省江陵县政府、荆州市政府签订投资建设现代煤化工基地。

研报摘要

总量研究

【金融工程】A 股市场总体上涨，汽车板块表现突出——金融工程定期-20201103

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 王志豪（联系人）证书编号：S0790120070080

基金市场整体表现：A 股市场总体上涨，汽车板块涨幅居前

本期（20201009-20201030，下同），A 股市场各宽基指数除中证 500 外，其余指数在 10 月均呈上涨态势。其中，中小板指涨幅最大，上涨 3.40%， 2020 年以来创业板指累计上涨 47.70%。全球主要股指中，恒生指数、万得全 A、台湾加权指数在 10 月呈上涨态势，恒生指数 10 月份上涨最大，为 2.76%，其余指数均出现不同程度跌幅，其中德国 DAX 指数跌幅最大，为 9.41%。2020 年以来纳斯达克指数涨幅最高，为 21.61%，万得全 A 指数为 17.16%，台湾加权指数为 4.58%，韩国综合指数为 3.16%，标普 500 为 1.21%，其余主要指数均在 2020 年呈现跌幅。上证债券指数中，除上证国债在 10 月份出现 0.03%的下跌外，其余债券指数均一定程度上涨。其中，上证转债涨幅最高，为 1.53%，上证企债和上证公司债分别在 10 月上涨 0.29%和 0.23%。北向资金 10 月呈净流入态势，本期净流入额为 0.23 亿元。行业指数方面，汽车、家用电器板块表现突出，分别上涨 11.59%和 7.27%。休闲服务、农林牧渔跌幅最大，分别为 9.20%、4.60%。

ETF 基金表现：ETF 总计净流入 145.57 亿元，股票型 ETF 净流入 92.56 亿元

10 月，各类型 ETF 中，股票型、货币市场型 ETF 日均成交额分别为 196.25 亿元、250.67 亿元，较上期（20200901-20200931）分别上涨 3.70%、7.32%。QDII 型、债券型、另类投资型 ETF 日均成交额分别为 27.04 亿元、2.46 亿元、35.94 亿元，分别下跌 18.15%、18.94%、8.76%。股票型 ETF 所有类别日均成交额均上涨，本期，风格指数、主题指数、行业指数、策略指数、规模指数日均成交金额分别为 0.02 亿元、45.24 亿元、53.84 亿元、9.39 亿元、86.49 亿元，较 9 月分别上涨 22.01%、7.02%、5.95%、3.86%、1.28%。另外，在日均成交额前二十大基金中，华泰柏瑞沪深 300、国泰中证全指证券公司、华夏上证 50 等 ETF 基金占前。

创新产品整体上涨，三个月养老 FOF 平均涨幅最高

本期（20201009-20201030）普通 FOF 总体呈现上涨态势，普通 FOF 中涨幅最高为海富通聚优精选（005220.OF），本期上涨 3.94%；养老 FOF 本期整体上涨，五年期养老 FOF 平均涨幅为 2.46%，三年期平均涨幅为 1.97%，一年期平均涨幅为 1.02%，三个月平均涨幅 3.07%。

风险提示：分析结果基于历史数据统计和测算得到，过去业绩不代表未来表现。

行业公司

【房地产】销售不悲观，业绩增速下滑，杠杆回落是确定性趋势——行业点评报告-20201103

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

板块业绩回落，但销售不悲观，优质房企周期对抗性更佳

疫情大幅影响年内结算节奏，叠加板块盈利下行是大趋势，推动板块前三季度业绩增速为-14.7%。当前行业融资环境持续收紧，更考验房企精细化管控能力。逆周期环境下，龙头公司在土储、销售、经营管控、资金等方面都更具备优势，也具备更强的周期对抗能力。当前尽管结算端表现差强人意，但销售并不悲观，预计 4 季度销售累计增速将持续修复，但趋势渐缓。同时，物业及后服务公司多为轻资产模式，存量物业运营受外部扰动因素较小，后续盈利能力有望持续提升。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

结算规模回落、盈利能力下滑，推动板块业绩增速下滑

1）疫情影响，板块营收增速有所回落，龙头公司表现较为优异。截至 2020Q3，房地产板块营业收入同比增长 6.9%，较 2019 年同期下降 15.6 个百分点；2）归母净利润同比下降 14.7%，较 2019 年同期下降 29.3 个百分点，业绩增速下滑主要源于结算规模增速下降，同时板块毛利率有所压缩。分类别看，龙头公司业绩表现最好，物业及后服务公司业绩增速为负，但后续趋势有望持续好转。3）板块毛利率高位回落，持续收窄是确定性趋势。4）板块销售净利率为 9.9%，较 2019 年同期下降 2.0 个百分点，自 2017 年开始持续下降。龙头公司尽管毛利率水平一般，但行之有效的管控能力推动费率低位，最终净利率在三类企业中最高。物业及后服务公司仍是人工密集型行业，人工成本相对刚性，盈利能力相对较低。

行业销售集中度持续提升，龙头公司销售额增速均值为 7%

1）2020 年前三季度，TOP100 房企销售金额集中度达 75%，销售额同比增速为 7.4%；其中 TOP3\10\30\50 集中度分别为 14%、30%、51%、62%，龙头房企在资金、品牌、资源获取上具备得天独厚的优势，TOP50 后的房企对规模诉求更强。2）2020 年前三季度，14 个龙头公司销售金额增速均值为 7.1%，从销售目标完成度看，14 个龙头公司中仅招商蛇口、阳光城、金科股份、新城控股、中南建设 5 个公司公布年度销售目标，销售目标完成度一定程度受到疫情影响，分别为 76%、74%、67%、65%、62%。

融资新政下板块杠杆水平下滑是确定性趋势

截至 2020Q3，板块剔除预收后的资产负债率为 72.1%，较 2019 年同期下降 0.3 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 73.1%、51.1%、71.1%，较 2019 年同期分别下降 1.2、下降 1.3、提升 0.9 个百分点。截至 2020Q3，板块净负债率为 90.3%，较 2019 年同期下降 9.0 个百分点；龙头公司、物业及后服务公司、其他开发类公司分别为 76.8%、25.0%、110.7%，较 2019 年同期分别下降 16.1、提升 5.5、提升 1.5 个百分点。龙头公司对杠杆水平控制最为严格，且在持续下降；其他开发类公司杠杆仍未有明显变化；物业及后服务公司具备现金流好、可持续性等优点，杠杆水平持续低位。

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。

【非银金融】网络小贷杠杆受限，头部数字金融公司影响较小——《网络小额贷款业务管理暂行办法》征求意见点评-20201103

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

事件：2020 年 11 月 2 日，银保监会、央行发布《网络小额贷款业务管理暂行办法（征求意见稿）》。

点评：

五大要点，涉及业务、资金、股东等多方限制

本次主要包括几大要点：1）原则上禁止跨省展业。跨省展业应经国务院银行业监督管理机构依法批准，设置 3 年过渡期。2）对外融资限制。经营网络小贷业务的小贷公司杠杆率最高为 5 倍（无边际变化）。3）新增贷款金额限制。单户小贷余额不得超过 30 万元，或最近 3 年年均收入的三分之一，两者取其低；对法人或其他组织及其关联方单户小贷余额不得超过 100 万元。4）新增联合放贷出资比例限制。在单笔联合贷款中，经营网络小贷业务的小贷公司的出资比例不得低于 30%。5）新增控股股东和注册资本限制。网络小贷公司注册资本不低于 10 亿元，跨省经营注册资本不低于 50 亿元。控股股东最近 2 个会计年度连续盈利且累计缴纳税收总额不低于 1200 万元，同一投资人及其关联方、一致行动人作为主要股东参股跨省级网络小贷公司数量不得超过 2 家，或控股跨省级网络小贷公司数量不得超过 1 家。

网络小贷公司门槛提高，单户贷款金额和杠杆率受限

1）本次新增单户 30 万元或者 3 年年均收入三分之一的作为贷款上限，小贷公司主要客群是长尾客户，人均收

入相对较低，未来如何界定收入将是限制网络小贷公司贷款余额的重要因素。2）联合放贷模式下杠杆率受限。监管规定单笔联合贷款中小贷公司出资比例不低于 30%，目前联合放贷下，小贷公司自有出资比例低至 1%-2%，以 10%自有出资比例测算，小贷公司杠杆率可高达 50 倍。受联合放贷出资比例及杠杆率限制，小贷公司杠杆率为 12-16 倍左右，杠杆率大幅下降。3）网络小贷公司门槛提高。此前各地对网络小贷公司注册资本要求有所差异，以江西省为例，江西省网络小贷公司注册资本下限为 5 亿元。据网贷之家统计，截至 2019 年 11 月，已完成工商登记的 245 家网络小贷公司中，注册资本在 10 亿元的公司占比仅 10%。注册资本限制下，网络小贷公司门槛提高，头部公司市占率有望进一步提升。

助贷模式占比有望进一步提高，头部互联网机构影响较小

大多数互联网公司贷款模式已由自主放贷+ABS 模式转变为以助贷模式为主，联合放贷为辅的贷款模式，目前蚂蚁集团中负责助贷业务的两家子公司净利润远高于两家小贷公司。未来受联合贷出资比例限制，预计头部互联网公司将加速向助贷模式转型或利用消金牌照放贷，影响较小；而中尾部公司转型助贷或受限制，约束相对较大。目前政策仅对联合贷款设限，未来在助贷模式上的监管值得关注。

风险提示：政策对助贷业务设限。

【食品饮料】双寡头格局稳定，行业理性竞争——行业深度报告-20201103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038

乳制品行业呈双寡头格局，区域及地方乳企差异化竞争

乳制品行业集中度持续提升，根据乳企的经营范围、渠道覆盖程度及规模，可分为三大梯队：（1）全国性乳企：销售网点遍布全国，产品结构丰富、品牌影响力强、渠道铺设完善，具备显著规模优势，领先地位稳固；（2）区域性乳企：在重点经营的区域内具备较高的市占率、品牌知名度、消费者忠诚度及较完善的渠道网络；（3）地方性乳企：规模较小，经营区域仅为部分省内及周边地区，在经营区域内具备一定知名度。伊利股份、蒙牛乳业市占率均为 20%以上；区域及地方乳企市占率在 5%以下，主要经营低温乳制品以差异化竞争，行业呈双寡头格局。

行业发展历经起步、快速成长、成熟、品质提升阶段，竞争格局趋于稳定

我国乳制品行业发展经历了四个阶段，分别是起步发展、快速成长、逐步成熟和品质提升阶段。通过梳理乳制品行业发展历史，我们发现行业竞争格局主要受原奶价格、产品同质化程度、乳制品企业发展战略、品类生命周期影响。常温奶品类初现、行业快速扩容时，乳企加紧布局，双寡头格局初现；品类发展逐渐成熟、行业量增趋缓、原奶大幅过剩时，乳企促销力度加剧，竞争激烈，行业进入整合期。在此期间中小乳企逐步退出市场或转型放弃常温专注于低温产品，双寡头格局进一步稳定。目前行业正处于品质提升阶段，该阶段内尚未出现新的大单品、供需偏紧下原奶价格温和上涨，伊利股份和蒙牛乳业的市场份额均已经较高，且中小乳企走差异化竞争路线，本轮行业竞争相对较为良性，双寡头格局趋于稳定。

原奶处于上行周期，行业竞争趋于理性，龙头份额可持续提升

展望未来，乳制品行业竞争趋于缓和：（1）基础白奶：原奶供需偏紧下原奶价格仍会温和上行，各乳制品企业买赠促销意愿较小，行业竞争趋缓。（2）高端乳制品：目前行业尚未出现新的大单品，安慕希、金典以及纯甄、特仑苏仍分别为伊利股份、蒙牛乳业的主要盈利来源。故企业有动力维护高端产品的价格稳定，以保持合理的渠道利润空间及企业盈利能力。龙头乳制品企业渠道力、产品力、品牌力强，具备规模优势，仍可进一步收割市场份额，行业集中度可持续提升。

投资建议：常温奶优势明显，推荐全国性乳企伊利股份

从细分品类来看，低温奶发展限制较多，尚需一定培育期，且目前呈区域割据格局，尚未出现全国性龙头；而常温奶产品保质期长、运输范围广、符合国人饮食习惯，现阶段发展优势明显。以经营常温奶产品为主的全国性乳企渠道力、产品力、品牌力强，可进一步收割市场份额。推荐品牌和渠道优势稳固，市场份额持续提升的伊利股份。

公司拟收购中地乳业以进一步完善奶源布局、推出长期服务计划提升团队积极性和凝聚力，长期核心竞争力进一步加强。长期来看，伊利股份受益于集中度提升、产品多元化扩张、全球化发展等，仍具有配置价值。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原材料价格波动风险、食品安全事件

【食品饮料】食品饮料 2020 年三季报综述：白酒提速改善，大众品自然回落——行业深度报告-20201103

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

消费逐渐复苏，长周期看好食品饮料板块

2020 年 1-10 月食品饮料板块股价涨幅跑赢市场。2020Q3 基金持仓食品饮料比例回升，其中白酒持仓比例增加较多，大众品除肉制品外，其他行业配置比例均有回升，基本面向好、业绩稳定的公司更易获得基金青睐。随着国内疫情逐渐得到控制，餐饮缓慢复苏，带动整体消费回暖。往 2021 年展望，食品饮料基本面的稳定性与业绩确定性较高，估计基金持仓比例可能维持高位。我们长周期看好白酒板块，建议持有贵州茅台、五粮液、泸州老窖、山西汾酒，同时关注洋河股份的改善机会。大众品中持续推荐伊利股份、中炬高新、海天味业等，建议关注估值回落后的机会，如嘉必优、煌上煌等。

市场表现：食品饮料跑赢市场，其他酒类表现较好

2020 年 1-10 月食品饮料板块上涨 57.2%，跑赢沪深 300 板块 45.2pct，在一级子行业中排名第二，其中其他酒类（+97.4%）超额收益明显。涨幅分解来看，食品饮料 2020 年 1-10 月 PE 较 2019 年底提升 35%，预计 2020 年净利增长 17%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨 57%。进入四季度以来，2020 年 10 月食品饮料板块上涨 3.9%，跑赢沪深 300 约 1.8pct。10 月市场表现与近期消费复苏情况，以及三季报业绩相关。

白酒：2020Q3 营收提速，后续改善趋势持续

三季度是白酒传统的消费旺季，叠加上半年延迟消费的恢复，消费需求有明显增长。从渠道层面来看渠道库存处于低位，三季度渠道备战旺季出现补库存行为。从酒厂层面来看，三季度是全年销售能否顺利完成的重要时点，酒厂内部积极性和紧迫性高，对三季度较往年相比更加重视，消费拉动、需求拓展力度环比上半年加大。分价格带来看，2020Q3 高端白酒收入保持稳定，景气度仍为行业最高；次高端价格带收入、利润改善最为明显。我们预计白酒在 2021 年春节期间，仍将显著受益节日旺季。

大众品：2020Q3 业绩增速自然回落

大众品三季度营收增速普遍回落，原因：一是疫情期间部分补偿性消费，以及补库存动作在二季度体现，2020Q2 本身就是增速高点；二是 7-8 月通常是消费淡季，增速会有自然回落。三季度行业龙头仍表现出较好的持续性，如海天味业、双汇发展、伊利股份等，营收保持与全年同步略高水平，市占率仍在提升，也反映出行业受到疫情后重新洗牌，龙头凭借自身实力享受集中度提升红利。往 2021 年展望，一季度受到春节时间延后以及低基数的效应，增速可能处于高位，全年来看企业仍可稳步增长。建议关注三季度跌幅较多，同时基本面趋势向上品种，如嘉必优、煌上煌等。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原料价格波动风险。

【电气设备】《新能源汽车产业发展规划（2021- 2035 年）》出炉，行业进入新的发展阶段——行业点评报告-20201103

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

《新能源汽车产业发展规划（2021- 2035 年）》出炉，市场化、可循环、清洁能源协同是亮点

11 月 2 日，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划（2021- 2035 年）》（下简称“《规划》”），《规划》与

2019 年推出的征求意见稿相比，突出之处表现在：①对整车性能要求有所降低，更注重于技术发展水平与现实需求的匹配度；②在商业模式创新（例如“光储充放”）、产业链协同发展（例如动力电池循环利用）等层面给予了更多的支持，促进新能源发电与汽车电动化的协调发展。得益于以 Tesla、大众 ID 系列、比亚迪汉等优质产品的推广和政策面的持续向好，新能源汽车产业链景气度有望持续上行，受益标的：①优质动力电池供应商及核心供应链：宁德时代、中科电气、亿纬锂能、璞泰来、恩捷股份、中材科技、宏发股份、三花智控、欣旺达、科达利等；②动力电池循环利用体系：格林美。

“2025 年新能源车渗透率 20%”标准未变，适当降低性能指标利于行业健康发展

此次《规划》对整车的性能指标适当降低，更注重于安全性，客观上给予了整车厂和零部件厂商较充足的缓冲期，有利于行业健康发展，但“2025 年新能源车销量占比 20%”的要求未变。主要变化有：（1）电耗要求降低：2025 年新能源车乘用车新车平均电耗 12kWh/100km（征求意见稿为 11kWh/100km）；（2）取消对“乘用车新车平均油耗降至 4L/100km”的要求；（3）取消对“有条件自动驾驶智能网联汽车销量占比 30%”的要求。

提升对动力电池循环利用的重视程度，进一步完善动力电池全产业链

《规划》鼓励企业提高锂、镍、钴、铂等关键资源保障能力；完善动力电池回收、梯级利用和再资源化的循环利用体系；鼓励共建共用回收渠道；并在《规划》中增加新专栏“专栏 3-建设动力电池高效循环利用体系”。建立健全动力电池运输仓储、维修保养、安全检验、退役退出、回收利用等环节管理制度，加强全生命周期监管。

促进新能源汽车与可再生能源高效协同，鼓励“光储充放”模式应用

《规划》统筹新能源汽车能源利用与风力发电、光伏发电协同调度，提升可再生能源应用比例。鼓励“光储充放”（分布式光伏发电—储能系统—充放电）多功能综合一体站建设。“光储充放”模式的应用有望促进新能源发电与汽车电动化的协调发展。

风险提示：新能源汽车销量不及预期、政策效果不及预期、海外疫情导致需求不及预期。

【商业贸易】零售行业 2020 年三季报综述：超市收入承压，化妆品和黄金珠宝复苏强劲——行业深度报告-20201102

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

三季度国民经济与社会消费稳步复苏，零售企业利润端增速回正

2020 年三季度，随着疫情缓和，国民经济与社会消费稳步恢复：三季度单季 GDP+4.9%，8 月社零增速年内首次转正（+0.5%），9 月增速进一步提升至+3.3%，消费复苏势头明显。分品类看，必选消费品增速有所回落，而黄金珠宝、化妆品等可选消费品类恢复亮眼。随着上市公司三季报全部披露完毕，我们选取 37 家零售行业公司作为样本，对行业整体经营表现进行梳理分析：2020Q3 行业整体实现营收 1083 亿元（-12%），增速环比+8pct，收入端改善明显；实现扣非归母净利润 31.8 亿元（+7%），增速环比+24pct，单季度利润端实现正增长。

板块分化明显：超市收入承压，黄金珠宝板块业绩增速大幅改善

超市：2020Q3 营收同比-3.3%，增速环比 Q2 回落 4.4pct，受 CPI 回落及农贸市场、商场餐饮分流影响，收入端明显承压，龙头公司利润增速也出现回落。此外，互联网巨头加速布局社区团购，低价补贴策略可能对超市企业构成较大竞争。

百货：2020Q3 营收同比-31.3%，单季度实现扣非归母净利润 10.1 亿元，同比下滑 18%，但增速环比 Q2 大幅改善 18pct。行业收入端依旧承压，但疫情缓和后商场客流恢复帮助利润端大幅回暖，长期看免税等新业务还将贡献新的增量。

黄金珠宝：2020Q3 营收同比+20.5%，扣非归母净利润同比 32%，增速环比 Q2 分别提升 31.1pct/42.2pct，行业

龙头老凤祥、周大生业绩表现尤为亮眼。社零数据显示，8/9 月黄金珠宝消费额增速已连续实现双位数增长，四季度婚庆需求持续释放叠加电商直播等新渠道发力，有望推动龙头公司经营业绩进一步提升。

化妆品：2020Q3 营收同比+10.8%，扣非归母净利润 6.0 亿元（+9%），增速环比 Q2 提升 6.5pct，三季度板块总体表现优异。盈利能力方面，三季度板块毛利率为 57.7%（环比 Q2+1.7pct，同比+1.4pct），扣非归母净利率为 10.5%（环比 Q2+0.8pct），也在持续改善。考虑到四季度是化妆品传统销售旺季，在中秋、国庆双节及电商双十一购物节共同推动下，化妆品龙头公司有望持续受益。

投资建议：化妆品、黄金珠宝和跨境电商，重点推荐吉宏股份

展望四季度，疫情缓和背景下，线下客流恢复与线上电商购物节共同驱动的消费复苏，仍是零售行业主旋律。建议关注三条投资主线：1）受益线下客流恢复和线上电商购物节驱动的化妆品板块（受益标的珀莱雅、御家汇和青松股份等）和黄金珠宝板块（重点推荐品牌龙头老凤祥和线上电商直播布局领先的周大生）；2）海外疫情驱动消费渠道向线上转移，重点推荐跨境社交电商龙头吉宏股份；3）颜值经济时代医美需求爆发增长，重点推荐核心竞争壁垒深厚的国内玻尿酸龙头爱美客。

风险提示：宏观经济风险，中小企业经营压力增大，展店速度不及预期。

【计算机:泛微网络(603039.SH)】泛微网络:牵手巨头腾讯,OA 生态愈加完善——公司首次覆盖报告-20201103

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

协同管理和移动办公软件领导者，公司未来业绩确定性强

泛微网络作为国内领先的协同管理和移动办公软件产品提供商，产品线齐全，客户遍布大中小型事业单位和政府机构，业务发展稳定，随着腾讯入股成为公司第一大机构投资者和政府信创 OA 系统改造的全面铺开，公司业绩有望快速提升。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润为 1.66、2.13、2.72 亿元，EPS 为 0.78、1.00、1.28 元/股，当期股价对应的 2020-2022 年 PE 为 118、92、72 倍，略高于行业可比公司平均水平，但考虑到公司业务的成长性和新股东带来的新业务发展机会，认可一定的估值溢价，首次覆盖给予“买入”评级。

公司业绩逐季好转，研发投入持续加大

2020 年前三个季度，公司实现营业收入 8.66 亿元，同比增长 10.33%，实现归母净利润 0.78 亿元，同比增长 9.65%，分季度来看，2020Q1-Q3 分别实现营收 2.01/3.32/3.33 亿元，同比增长-1.98%/10.78%/18.88%，业绩逐季好转，意味着公司逐渐摆脱疫情影响，业务进入常态化。2020 年前三个季度公司发生研发费用 1.34 亿元，同比增长 19.67%，研发投入持续增加。

腾讯入股成第一大机构股东，战略协同公司产品应用场景扩大

2020 年 7 月底，腾讯产业基金成功受让公司 5%股份，成为公司第一大机构投资者。公司在办公管理领域将跟腾讯产业基金在战略上产生更多协同，未来双方存在较多的合作可能。通过深化泛微 OA+企业微信产品及解决方案，拓展泛微 OA 应用场景，推动公司覆盖面扩大。

政府信创 OA 系统改造需求有序释放，公司迎来新发展机会

在“新基建”和“内循环”的政策支持导向下，信创产业将全面推广，我们预计未来三到五年信创产业将迎来黄金发展期。下半年各级政府开始推广落实信创系统的改造，市场需求加速释放。泛微网络作为 OA 领域市场龙头，有望凭借技术、产品、客户等优势迎来新发展机会。

风险提示：泛微和企业微信产品合作不及预期、政府信创 OA 系统改造延迟

【军工：中航沈飞(600760.SH)】前三季度业绩超预期增长，看好沈飞长期基本面——公司信息更新报告-20201103

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001

看好战略空军装备跨代建设带来的战机需求释放，维持“买入”评级

F-35 大量部署印太地区威胁中国安全，且中国战机相比以美国为代表的军事强国存在较大数量及代次差距；公司在产多款战机主力型号有望受益战略空军装备跨代建设实现快速增长。我们上调预测 2020/2021/2022 年 EPS 为 1.05(+0.05)/1.06(+0.15)/1.19(+0.09) 元，当前股价对应 PE 为 52/51/45 倍，维持“买入”评级。

前三季度扣业绩较快增长，考虑政府补贴业绩大幅上升

1）前三季度营收 189.1 亿元（+19.0%），归母净利润 11.6 亿元（+87.2%），扣非归母利润 7.6 亿元（+27.6%）；其中 Q3 营收 73.2 亿元（+59.0%），归母净利润 3.1 亿元（+64.7%）；前三季度营收/归母净利润增长主要因销售产品增加及收到政府补助增加；2）毛利率 9.28%（+0.47pct），盈利能力小幅改善；3）费用率方面：销售费用率 0.03%（-0.02pct），基本保持稳定；管理费用率 3.23%（-0.63pct），主要因上半年职工薪酬、会议费、业务招待费减少；财务费用率-0.21%（+0.17pct），主要因利息收入增加所致；研发费用率 0.99%（+0.06pct），主要系新产品研发投入增加；4）资产负债方面：预付款项、应付票据、应付款项分别较期初增加 40.0%、26.4%、12.0%，主要因采购增加，表明生产进度较好。

中国战机存在较大补缺补强空间，先进战机批量列装有望推进订单加速释放

美国通过“印太战略”遏制中国意图明显，根据参考消息，美国欲加大 F-35 在印太地区部署，预计 2025 年将超 220 架。中国现役战机与世界军事强国相比，总量不足、代次落后：根据《World Air Force 2020》，2019 年中国战机总量仅为美国 60%，且以二/三代机为主、四代机初步列装，而美国全部由三/四代机组成。 公司是中国歼击机的摇篮，重点在产机型包括三代机 J-11、J-15（唯一舰载机）、 J-16（多用途战机主力机型），在研四代机 FC-31（新一代隐形舰载机）。建设一流军队已成为国家发展战略，中国先进战机存在很大补缺补强的空间，随着航空 装备跨代建设的推进，国产先进战机已进入批产列装阶段，订单有望加速释放。

风险提示：战斗机订单获取速度不及预期，新型项目研发进展不及预期等。

【新能源与电气设备：中材科技(002080.SZ)】中材科技深度（二）：重新审视中材科技隔膜业务——公司深度报告-20201103

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

中材科技锂电隔膜处于加速扩张期，“海外业务+涂覆膜+7μm”将显著提振盈利能力

目前市场已基本认同中材科技隔膜业务“先做大后做强”的发展思路，但对于中材科技隔膜业务的盈利能力一直存在分歧。我们认为，当前公司正处于对国内大客户大批量供应，对海外客户出货、涂覆膜出货快速放量的阶段，类似于恩捷股份 2018 年的情形，即将实现增长动能的二次切换。短期看，随着下游订单放量、产能利用率提升，盈利能力有望明显修复；中长期看，价值量更高的海外业务、涂覆膜、7μm 隔膜的快速增长将成为中材科技后续的重要增长极。我们预计 2020-2022 年隔膜业务归母净利润分别为 0.28、1.29、2.62 亿元。得益于玻纤、叶片、隔膜全面向好，我们上调 2020-2022 年归母净利润至 21.88（+0.86）/25.11（+0.53）/27.43（+0.40）亿元，分别同比增长 58.6%/14.8%/9.2%，EPS 分别为 1.30/1.50/1.63,当前股价对应 2021 年 P/E 仅 14.4X，维持“买入”评级。

技术积累、资金实力、装备平台、客户资源支撑锂膜业务强势增长

①技术：中材科技于 1996 年即展开对膜材料的研发工作，于 2009 年开展锂电隔膜研发。2019 年起中材锂膜专利授予数激增，与该阶段公司量产经验快速积累相吻合；②资金：背靠央企（中国建材集团），经营性现金流状况佳，支撑隔膜产业发展；③装备：在装备制造领域积淀深厚，合建装备平台，与隔膜业务协同发展；④客户：已完成对国内外主流客户认证，产能布局积极能有效承接订单。

下一个预期差：预计海外业务、7μm 隔膜将成为未来业绩重要增长极

我们认为 2020H1 隔膜业务盈利能力不佳主要由于产能利用率低、客户结构过于依赖于 CATL（单价较低，单线额定产能较大的恩捷股份成本优势显著）。然而，对于技术要求较苛刻的海外业务、7μm 隔膜，在生产过程中恩捷股份与中材科技的单线实际产能差距不大，成本也差距不大。另外，海外业务、7μm 隔膜以及涂覆膜单价更高，中材科技隔膜业务盈利能力有望显著改善。

风险提示：隔膜出货量不及预期、叶片原材料价格上涨、玻纤价格持续走低。

【房地产：南都物业(603506.SH)】业绩稳健，签约项目增长提速，持续拓展细分赛道——公司信息更新报告-20201103

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

A 股稀缺物管标的，横向项目外拓、纵向业态延伸，均好性企业成长性佳。

南都物业作为国内领先的独立第三方物业公司，服务版图已经布局全国。服务类型除住宅外，公司纵向延伸到写字楼、商业综合体、会展场馆、政府办公楼宇、城市道路、河道码头等业态。公司品牌优势明显，外拓方式丰富。我们维持此前盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 1.45、1.85、2.28 亿元，对应 EPS 为 1.08、1.38、1.70 元，当前股价对应 PE 为 20、16、13 倍。维持“买入”评级。

盈利能力可观，业绩稳健增长

南都物业发布 2020 年前三季度报告：2020 年前三季度，公司实现营业收入 10.17 亿元，同比增长 12.8%；归母净利润 1.05 亿元，同比增长 21.3%；基本每股收益 0.78 元。单季度看，公司营收、归母净利润增速分别为 12.7%、21.3%。公司业绩增长稳健，主要源于：1）盈利能力可观，前三季度实现综合毛利率 23.5%，同比下降 0.4 个百分点；2）费用管控效果显著，销售期间费率 9.43%，同比下降 1.9 个百分点；最终公司净利率达 10.9%，同比提升 0.7 个百分点。

新签约规模增长靓眼，积极拓展细分市场赛道

2020 年前三季度，公司累计总签约项目 545 个，累计总签约面积 6653.70 万平方米，同比增长 10.4%；1-9 月公司新签物业服务项目 65 个，新签约面积约 752.92 万平方米，同比增长 28.1%。公司案场服务合同的新签数量为 10 个，顾问咨询合同的新签数量为 1 个。公司年初至今积极拓宽细分市场赛道，持续助力城市公共空间服务。

智慧变革保质提效，持续增强客户粘性

疫情爆发阶段公司智慧园区建设成果，旗下悦生活服务平台迅速推出“守候菜篮子”计划，提升业主粘性；在支付宝 APP 内正式上线“悦嘉家”小程序，全新升级线上服务模式，延续原有 APP 内物业缴费、入室及公共维修的功能，提升物业管理的数字化转型速度。

风险提示：宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】湖北荆州建设煤化工第二基地，未来成长空间打开——公司信息更新报告-20201102

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

公司拟于湖北荆州建设第二基地，成长属性进步凸显，维持“买入”评级

根据公司公告，公司与湖北省江陵县政府、荆州市政府签订投资建设现代煤化工基地。计划一期项目总投资不少于 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品，二期及后续投资规模另行协商。我们维持预计 2020-2022 年归母净利润分别为 19.49、28.69 和 35.16 亿元，对应的 EPS 分别为 1.20、1.76、2.16 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.3、16.5、13.5 倍。公司作为煤化工龙头本就具有较强的成本优势，如今异地扩张，成长属性进步

凸显，维持“买入”评级。

政府将为公司争取产能指标、提供工业用地及协调相关配套措施

根据协议，湖北地方政府负责：1、争取为公司解决 100 万吨/年尿素产能指标；2、争取主管部门，按一期项目用煤需求批准公司用煤，我们认为煤指标短期或将不会成为制约公司第二基地发展的要素；3、为一期项目提供 2,300 亩工业用地，并为二期项目预留用地不少于 2,500 亩，前期确保 1,500 亩，自一期项目时起预留 3 年；4、协调江陵石化码头业主，为公司危化品的输送装卸提供服务；5、协调项目铁路运输、用电、给排水、动力岛等相关配套。若未来项目落地，以公司此前良好的成本控制能力，有望再造一个低成本的“煤化工龙头”。

公司尿素具有较大成本优势，醋酸和 DMF 行业供需较为紧张

公司尿素具有超越行业的成本优势。根据我们测算，公司目前尿素含税完全成本为 1,165 元/吨，而行业平均为 1,565 元/吨，而尿素含税价格约为 1,800 元/吨。倘若公司荆州基地能复制原有成本优势，则未来新建尿素产能盈利仍然可观。未来醋酸或将处于供需紧平衡状态。根据卓创资讯数据，2021 年醋酸行业总产能将达到 1,055 万吨。假设行业开工率能达到较高的 90%，则对应年产量将仅为 950 万吨。而未来 PTA 将催生 192 万吨醋酸需求，国内醋酸的消费量或将达 887 万吨，我们预计未来醋酸仍将供需紧平衡。当前公司拥有 DMF 产能 35 万吨，行业产能 83 万吨。近期 DMF 供给不足，下游刚需采购致 DMF 价格大幅上涨，若新基地新建有机胺产能为 DMF，我们预计未来新建产能或足以被市场消化。

风险提示：安全生产及环保风险，新项目建设进度不及预期、产品价格下跌。

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	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