

11 月金股组合

中银证券研究部 11 月金股

11 月金股组合

- **策略观点：**基本面修复趋势延续，流动性尚未面临拐点，市场仍将处于业绩因子主导的环境中。三季度基本面 环比 改善趋势延续，内需持续改善，海外疫情爆发导致复苏进程受阻；市场流动性环境维持合理充裕，美国大选及海外疫情或带来市场风险偏好波动，但 市场盈利上行、增量资金入市趋势仍在， 11 月市场结构性行情可期 。行业配置上，银行、保险、券商、汽车等顺周期板块值得增配；科技股把握估值与业绩匹配度，建议关注量价齐升的光伏、行业格局改善的面板、业绩确定性较强的消费电子，疫苗和半导体可能会有反弹但不建议介入。消费板块中食品饮料的基本面较为稳定，高估值部分消化，若有超调可以逢低介入。主题上关注新能源汽车、国改、半导体、新三板精选层带来的投资机会 。
- **组合回顾：**行业组合优于市场，个股组合优于市场。上月“老佛爷”行业组合绝对收益 2.7%，表现优于市场 0.35%；“老佛爷”金股组合绝对收益 14.8%，表现优于市场 12.45%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.14。
- **11 月中银证券金股组合为：**平安银行（银行）、旗滨集团（建材）、璞泰来（电新）、万润股份（化工）、三一重工（机械）、上汽集团（汽车）、沃森生物（医药）、广州酒家（食品饮料）、老板电器（家电）、博汇纸业（轻工）、科大讯飞（计算机）。
- **风险提示**：大盘系统性风险；个股层面暴雷。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师： 王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师： 徐沛东
(8621)20328702
peidong.xu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020001

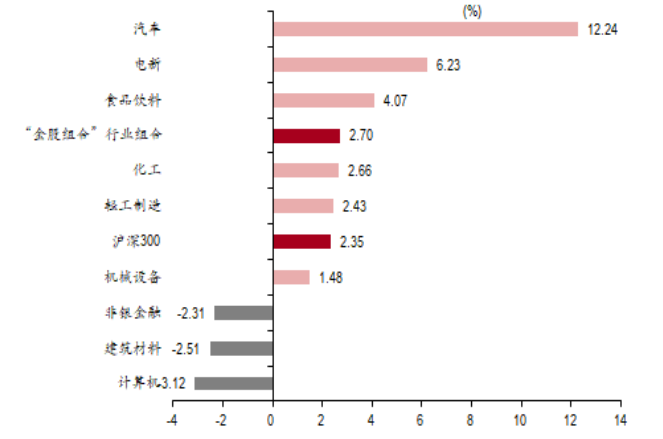
策略观点

11 月 A 股市场预判：基本面修复趋势延续，流动性尚未面临拐点，市场仍将处于业绩因子主导的环境中。三季度基本面环比改善趋势延续，内需持续改善，海外疫情爆发导致复苏进程受阻；市场流动性环境维持合理充裕，美国大选及海外疫情或带来市场风险偏好波动，但市场盈利上行、增量资金入市趋势仍在，11 月市场结构性行情可期。行业配置上，银行、保险、券商、汽车等顺周期板块值得增配；科技股把握估值与业绩匹配度，建议关注量价齐升的光伏、行业格局改善的面板、业绩确定性较强的消费电子，疫苗和半导体可能会有反弹但不建议介入。消费板块中食品饮料的基本面较为稳定，高估值部分消化，若有超调可以逢低介入。主题上关注新能源汽车、国改、半导体、新三板精选层带来的投资机会。

10 月组合回顾

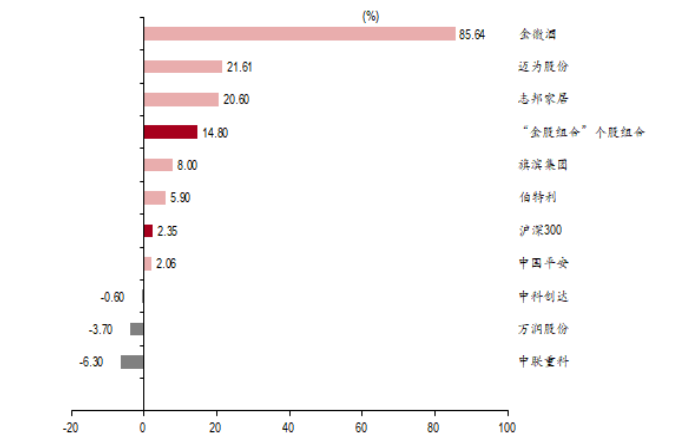
组合回顾：行业组合优于市场，个股组合优于市场。上月“老佛爷”行业组合绝对收益 2.7%，表现优于市场 0.35%；“老佛爷”金股组合绝对收益 14.8%，表现优于市场 12.45%。2017 年初以来“老佛爷”个股组合收益净值为 2.14。

图表 1. 上月“老佛爷”行业组合表现



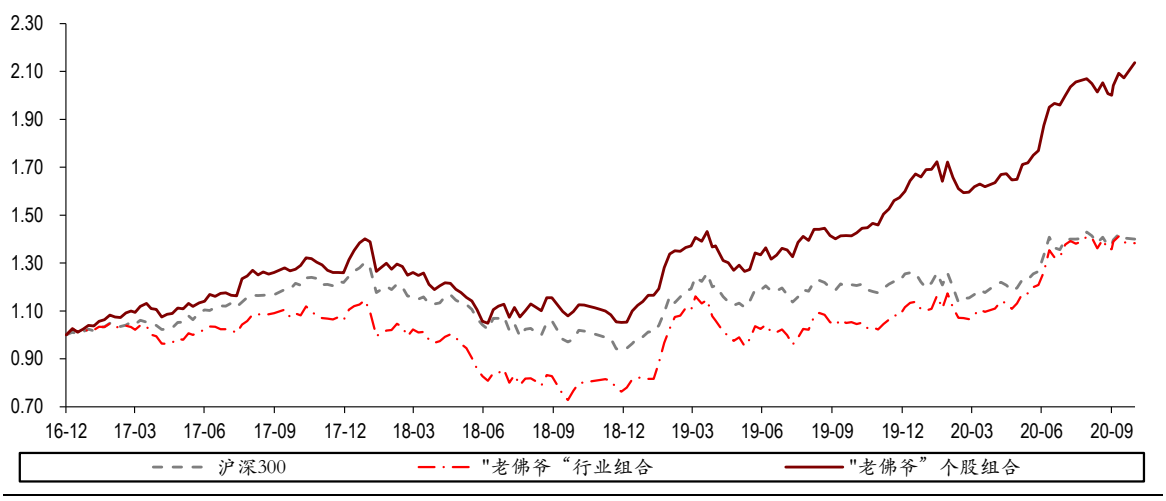
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 上月“老佛爷”个股组合表现



资料来源：万得，中银证券

图表 3.“老佛爷”金股组合表现（累计值）



资料来源：万得，中银证券

11 月组合

11 月中银证券金股组合为：平安银行（银行）、旗滨集团（建材）、璞泰来（电新）、万润股份（化工）、三一重工（机械）、上汽集团（汽车）、沃森生物（医药）、广州酒家（食品饮料）、老板电器（家电）、博汇纸业（轻工）、科大讯飞（计算机）。

图表 4. 11 月金股组合及估值表

行业	代码	公司	收盘价	EPS		PE			评级
				2020E	2021E	TTM	2020E	2021E	
银行	000001.SZ	平安银行	17.75	1.40	1.51	12.77	6.56	6.08	买入
建材	601636.SH	旗滨集团	9.18	0.68	0.71	15.08	13.58	12.93	买入
电新	603659.SH	璞泰来	111.45	1.58	2.41	79.78	70.63	46.17	买入
化工	002643.SZ	万润股份	17.45	0.61	0.73	32.45	28.75	23.90	买入
机械	600031.SH	三一重工	25.95	1.76	2.05	15.17	14.73	12.66	买入
汽车	600104.SH	上汽集团	23.15	1.92	2.34	13.37	12.06	9.90	买入
医药	300142.SZ	沃森生物	49.78	0.59	0.89	168.10	84.80	56.00	买入
食品饮料	603043.SH	广州酒家	37.02	1.09	1.44	35.72	33.90	25.78	买入
家电	002508.SZ	老板电器	36.53	1.82	2.10	21.31	20.07	17.40	买入
轻工	600966.SH	博汇纸业	13.07	0.83	1.19	64.89	15.82	11.00	买入
计算机	002230.SZ	科大讯飞	38.04	0.56	0.78	83.62	68.17	48.64	买入

资料来源：万得，中银证券，数据截止 2020/10/30

11 月行业观点及关注个股

银行行业：平安银行

行业观点：

易纲行长近期在金融街论坛年会上提到需把好货币供应总阀门，我们认为 4 季度货币政策将更趋稳健，同时考虑到 4 季度疫情反复的不确定性，短期货币政策明显收紧的可能性不大。对应的，银行 4 季度信贷投放稳健，增速预计与 3 季度相近；息差方面，在稳健货币政策实行背景下，资产端收益率下行压力预计缓解，银行下半年息差收窄压力。资产质量方面，市场一直担心前期延期的小微企业信贷到期后的不良压力，但随着经济形势的转好，以及银行出于审慎性考虑对小微企业资质的严格筛选，我们预计整体风险可控。综上，4 季度银行业的基本面压力好于上半年，但不同类银行的业绩表现分化预计减小。3 季度银行板块重仓比例小幅回升但仍处于低位（与 2014 年 3 季末 0.92%的低位接近），板块目前具备低估值（对应 2020 年为 0.74xPB）、低仓位的特点，中长期的配置价值凸显，看好板块的绝对收益。

推荐：平安银行

营收保持平稳增长： 2020 年 1-9 月，本集团实现营业收入 1,165.64 亿元，同比增长 13.2%；实现减值损失前营业利润 833.13 亿元，同比增长 16.2%；同时，受疫情带来的不确定性影响，本集团根据经济走势及国内外环境预判，主动加大了拨备计提力度，加大不良资产核销处置，提升拨备覆盖率，净利润同比下降 5.2%，达 223.98 亿元，但降幅较上半年有所改善。

负债成本持续优化： 2020 年 1-9 月，本集团净息差 2.56%，较去年同期下降 6 个基点；负债平均成本率 2.34%，较去年同期下降 33 个基点，其中，吸收存款平均成本率 2.27%，较去年同期下降 21 个基点。

非息收入稳定增长： 2020 年 1-9 月，本集团实现非利息净收入 414.10 亿元，同比增长 12.9%，主要得益于个人代理基金及信托计划手续费收入和对公传统业务手续费收入等非利息净收入增长。

资产负债规模稳健增长： 2020 年 9 月末，本集团资产总额 43,469.21 亿元，较上年末增长 10.4%，其中，发放贷款和垫款总额 25,850.04 亿元，较上年末增长 11.3%；负债总额 39,881.50 亿元，较上年末增长 10.0%，其中，吸收存款余额 25,498.45 亿元，较上年末增长 4.6%。

资本基础夯实提升：2020 年 1-9 月，本行完成 300 亿元无固定期限资本债券的发行，有效补充其他一级资本，2020 年 9 月末，本集团资本充足率较上年末上升 0.64 个百分点至 13.86%。

合理配置网点布局：本行持续实施网点智能化建设，合理配置网点布局，2020 年 9 月末，本行有 99 家分行（含香港分行）、共 1,078 家营业机构。

建材行业：旗滨集团

行业观点：

水泥：市场预期在降低的同时，南部地区熟料和水泥价格持续上涨，上涨期会持续到 12 月，基本面在改善，估值 6-7 倍位置，**1 季度基本面真空，市场关注政策端变化。**

玻璃：玻璃原片价格高位稳定回落，玻璃公司 3、4 季度业绩环比大幅提高，业绩会**不错**。但未来数月，边际上供给增加，需求稳定抑或降低，玻璃价格看跌。

防水材料：业绩不错增长，估值合理，持续推荐。下半年股价催化和长期价值提升角度，雨虹优势明显。

外加剂：逻辑是行业集中持续提高龙头优势逐步明显并强化，当集中度提高到一个临界值后行业生态最终变化的中长视角逻辑。

玻纤与新材料：重点关注欧美会否再度发生严重的二次疫情。

推荐：旗滨集团

Q3 量价齐升，业绩表现亮眼：三季度国内复工复产继续提速，地产投资韧性十足，叠加下游补库支撑需求，行业价格延续二季度涨势，9 月底行业均价达到 1915 元/吨（从 4 月底以来上涨 560 元/吨），创近年来新高。而旗滨集团作为行业龙头，自身产销反映了行业走势，从销量来看，测算公司 Q3 销售各种玻璃约 3200 万重箱，同比增长约 2.6%；从价格来看，测算 Q3 公司产品均价（全营收口径）约 86.4 元/重箱，同比提升约 7.3 元/重箱，环比提升 15 元/重箱，价格延续了二季度以来的涨势；从盈利情况来看，全口径测算 Q3 公司箱净利约 22 元/重箱，同比提升约 9 元/重箱，由于上半年纯碱及石油焦等原燃料价格有所下滑，公司低位加大库存量，Q3 箱成本约 50 元，同比下降约 5 元/重箱。除此之外，公司前三季度收到政府补贴约 9300 万，其中三季度约为 3680 万元，增厚业绩。

现金流良好，管理水平稳定：报告期末，公司在手现金及可交易金融资产为 6.7 亿元，同比增长约 66%；公司前三季度经营性净现金流为 16.33 亿元，同比增长约 60%；期末公司资产负债率约为 36%，同比下降 4.5 个 pct，现款现货的结算方式使得公司现金流良好，持续优化债务结构，三季度公司财务费用下降 49%。公司前三季度期间费用率为 13.85%，同比增长 2.3 个 pct，其中管理费用增加 2 个 pct，主要是公司股权激励、业绩绩效以及维修费用增加所致，预计前三季度汇兑损失约 2600 万元。

扩建光伏及药玻产能，产业链延伸迅速：目前公司下游延伸至节能深加工、电子玻璃以及中性硼硅管领域，各项业务稳步推进中，节能玻璃持续扩大规模，力争到 2024 年节能玻璃产能较 2018 年末增长 2 倍；国庆假期后，下游迎来新一轮补库需求，企业出货迅速恢复，各地价格也逐步推涨，行业重回涨价去库存通道；由于今年成本更低，多数玻璃厂低价纯碱库存达 2-3 个月（纯碱价格每下跌 100 元/吨，玻璃箱成本节约 1 元/重箱）；同时石油焦等燃料价格同比也大幅下滑，原燃料价格下行使得企业成本更低，而公司基本锁定下半年成本，随着价格持续上涨，四季度盈利弹性巨大，同时至少 50%的分红比例也极具吸引力。

电新行业：璞泰来

行业观点：

光伏：光伏行业进入旺季，预期 2021 年全球需求增长 30%以上，“十四五”规划有望上调，板块迎来业绩与估值的戴维斯双击。

新能源汽车：疫情冲击新能源汽车上半年销量，下半年需求已逐月回暖，四季度有望延续复苏趋势，中长期高增长可期；中游竞争格局持续优化，全球供应链加速导入；上游锂钴基本面筑底，供需格局有望持续优化。

推荐：璞泰来

公司前三季度盈利同比下滑 9.40%符合预期：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 33.47 亿元，同比下降 4.42%，实现盈利 4.15 亿元，同比下降 9.40%，实现扣非盈利 3.80 亿元，同比下降 9.68%；其中三季度单季实现营业收入 14.59 亿元，同比增长 10.19%，环比增长 36.49%，实现盈利 2.19 亿元，同比增长 2.33%，环比增长 110.59%，实现扣非盈利 2.05 亿元，同比增长 13.02%，环比增长 121.11%，公司业绩符合市场预期。

盈利能力有所提升，经营现金流大幅改善：公司前三季度毛利率 32.13%，同比提升 3.72 个百分点，净利率 12.41%，同比下降 1.07 个百分点，三季度单季毛利率 34.08%，同比提升 3.25 个百分点，环比提升 3.30 个百分点，净利率 16.28%，同比提升 0.61 个百分点，环比提升 5.26 个百分点。前三季度经营现金净流入 2.98 亿元，同比增长 61.96%，盈利质量明显改善。

期间费用率大幅提升，汇兑损失影响利润释放：2020 年前三季度，公司期间费用率 16.51%，同比提升 3.18 个百分点，其中财务费用率 3.19%，同比提升 1.19 个百分点，主要原因是第三季度汇兑损失同比增加 1,899 万元，剔除汇兑损失及相应的所得税影响后，公司第三季度净利润及归母净利润同比增长分别为 22.97%和 21.36%。

化工行业：万润股份

行业观点：

10 月份，产品价格有所分化。**国际油价环比上个月基本持平（但近几天可能开始新一轮下跌）**，跟踪的产品中约 60%化工产品价格环比上个月上涨，其中涨幅超过 10%的产品**接近 20%**。与 2019 年同期相比，约 **38%**的化工产品价格同比上涨。

行业营收数据来看，各一级子行业均继续向好，尤其化学纤维**近期下游需求强劲。从已披露的三季报来看，大部分优秀企业在三季度环比恢复明显，另外，三季度部分化工企业受到了汇率波动一定的影响。**中期来看，行业集中度提升或将加速。展望后市，对行业总体继续乐观，认为最差的时刻已经过去，产品价格及企业盈利将逐渐修复。

投资建议，**三季报披露完毕，市场对于龙头企业抗风险能力更加有信心。另外建议关注弹性较大的周期类复苏品种如 MDI/粘胶，及明年增长性较为确定的部分新材料龙头。**中期关注的子行业包括农药、维生素、基建相关化学品、新材料等，挑选各子行业优势龙头企业。

推荐：万润股份

Q3 业绩环比大幅改善，看好公司全年业绩。公司前三季度总营业收入 19.49 亿元，同比增长 0.36%；归母净利润 3.48 亿元，同比下滑 4.88%。其中 Q3 单季度公司实现营业收入 7.03 亿元，同比增长 8.22%，环比增长 21.64%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比下滑 2.62%，环比增长 43.43%，公司 Q3 整体业绩环比大幅增长。公司海外业务占比较重，上半年受疫情影响公司业绩有所下滑。三季度以来，国内疫情得到缓解，同时公司加大力度开拓国内市场，公司 Q3 整体业绩得到了较大改善。随着公司国内业务的拓展，公司第四季度业绩有望进一步提升。

三月科技引入投资者增资扩股，加速推动公司 OLED 材料发展：子公司三月科技将以增资扩股的形式引入战略投资者中节能资本、嘉兴农银、上海为奇和江苏走泉，4 名投资人的认购额分别为 600 万元、500 万元、300 万元和 300 万元。增资后万润股份持有三月科技的份额将从 82.96%下调至 61.63%，公司仍是三月科技的控股股东。三月科技是我国 OLED 材料领域专利与技术方面的领先企业，现已成功自主研发出 OLED 终端材料并通过下游厂商验证。此次增资扩股将为三月科技引入产业与社会资本，以解决三月科技的资金需求、助力其扩大经营规模并提升盈利能力，加速推动公司 OLED 终端材料业务发展。

募投项目即将结项，国六阶段沸石环保材料前景广阔：2020 年 7 月 1 日起，国六标准正式在我国开始执行，沸石分子筛业务迎来发展机遇。目前公司“沸石系列环保材料二期扩建项目”最后一个车间产能已达到预期建设目标，募投项目即将结项。沸石环保材料产能将逐步释放。另外公司下游合作伙伴全球汽车尾气催化剂龙头企业庄信万丰也在持续扩产，看好公司沸石环保材料业务未来发展。

机械行业：三一重工

行业观点：

工程机械：四季度挖机预期增速放缓但仍将高速增长，行业景气度持续超预期，且四季度估值切换，三一重工的市占率持续提升，利好业绩和估值。

半导体设备：华为等制裁靴子落地，半导体设备的国产化替代趋势有望加速，叠加十四五规划的窗口，半导体产业链有望获得政策加码支持，半导体设备调整较充分，大基金二期集中投资时间点临近，强烈推荐整个半导体设备板块。

光伏设备：十四五规划光伏装机有望大幅提升，光伏产业链进入新一轮成长周期，HJT 项目持续推进，产业化进程加速。

锂电池设备：悲观预期已经反应充分，欧洲市场边际向好。

机器人与自动化：制造业投资继续上行，叠加政策支持融资成本下行，而人工成本持续上行，下游客户有望加大资本开支进行机器换人。

油服：坚定新能源方向，谨慎配置油田服务。

推荐：三一重工

虽然前三季度销售毛利率 30.3%，同比下降 2.24 个百分点，**但是净利润增速高于收入增速，体现出规模效应及龙头公司的地位和风范。**在行业景气向下的时候，有时会伴随着原材料涨价或老产品降价，但是受益于期间费用率下降，净利润通常是超预期的。今年由于疫情影响，公司对经销商和客户进行了让利，因此毛利率有所下降，同时在疫情爆发后对核心零部件加快进口替代降低成本，体现出了龙头公司在供应链和销售网络的龙头地位和风范。前三季度应付账款 215 亿，同比增长 75%，主要是战略储备增加。

经营质量和现金流良好：前三季度经营活动产生的现金流量净额 110 亿，同比增长 33%，销售商品提供劳务收到的现金同比增长 20%，和收入增长基本一致。报告期末存货 149 亿，同比增长 37%，但是存货减值损失减少。前三季度应收票据和应收账款 276 亿，同比增长 7%，增速小于收入增长，回款良好，长期应收款较少 29.33 亿同比增长 1.28 倍，主要是销售产生的长期应收款增加。报告期末货币资金 122.2 亿，交易性金融资产 156.6 亿，两项合计同比增长 44%。

前三季度公司扣非归上净利润 113 亿，同比增长 22%。主要是因为今年非经常性损益同比减少了 6.5 亿，其中政府补助减少 2.45 亿，套期保值、交易性金融资产负债变化投资收益同比减少 2.46 亿。

汽车行业：上汽集团

行业观点：

在政策刺激和积压需求释放等因素的推动下，国内乘用车逐步回暖，商用车保持较高景气度，新能源恢复正增长。海外疫情反复，建议关注相关风险。短期来看，汽车行业已经触底回升，有望迎来持续上行周期。长期来看，国内千人保有量等还处于较低水平，未来空间广阔。

整车方面，增速放缓且分化加剧，关注竞争力较强及产品周期向上的车企。零部件方面，产品升级、客户优质、以及符合新能源智能网联等产业趋势的企业有望获益。建议关注低估值、新能源（特斯拉及大众 MEB）、智能网联等相关标的。

推荐：上汽集团

下游需求复苏带动 Q3 自主/通用批发转正，营收进一步增因疫情后各地政府刺激政策+车企促销政策，Q3 下游需求进一步回暖，上汽集团 Q3 产批分别为 154.9/156.4 万辆，同比+3.8%/+5.9%，环比+15.7%/+14.2%，涨幅高于营收。上汽大众 Q3 产批同比分别为-4.81%/-4.06%，上汽通用 Q3 产批同比分别为-2.95%/+2.58%，上汽自主 Q3 产批同比分别为+4.49%/+1.06%，上汽通用五菱 Q3 产批同比分别为+18.33%/+18.69%，表现较好。上汽产批同比全系向好，Q3 营业总收入同比+2.81%，环比+20.88%，改善明显。

合资改善向好+费用管控效果明显，Q3 净利润同比增速好于收扣除投资收益&其他收益后归母净利润（核心反映自主及华域汽车）为亏损 9.88 亿元，同比-7.01%，环比-155.16%；对联营企业和合营企业投资收益（核心反映上汽大众&上汽通用）64.66 亿元，同比+8.15%，环比+57.89%；扣除这部分以外的投资收益 24.15 亿元，同比+64.20%，环比+173.66%，涨幅较大。Q3 净利润同比增速远高于收入增速，核心原因为：1）投资收益贡献；2）费用管控效果明显。公司运输物流和广告宣传费等费用同比继续下降+采用新型会计准则销售费用不包含车贷贴息，销售费用同比-26.58%，管理费用同比-7.60%。

医药行业：沃森生物

行业观点：

本月医药板块 361 支股票有 200 支股票获得正收益，涨幅靠前的为次新股、中小市值医疗股、部分三季报超预期个股。跌幅榜靠前的股票包括部分三季报不达预期的个股，部分题材股。总体上来看，上涨个股属性分散，目前并没有强有力的主线出现。建议继续等待年底的估值切换机会。

推荐：沃森生物

Q3 单季净利同比大幅增长，PCV13 顺利放量贡献增量。公司 Q3 单季现营业收入 9.93 亿（+234.49%），扣非归母净利润 3.75 亿（+1031.98%），重要原因为 PCV13 销售顺利，贡献增量。上半年 PCV13 销量约 20 万支（中报 PCV13 收入 1.12 亿，根据平均中标价测算所得），Q3 单季 PCV13 保持快速增长趋势，Q1-Q3 批签发量为 331 万剂，Q3 为 211 万剂。低年龄组的儿童在接种第一针之后还会有第二针到第四针不等的需求。且随着秋冬季节来临，新冠疫情提升了民众接种疫苗意识，第四季度肺炎疫苗的接种需求会进一步增大，业绩继续增长可期。

23 价肺炎疫苗和 Hib 等产品销量预计全年会有一定增长。由于上半年情的影响，公司 PCV13 之外的原有产品销售均受到了一定影响。随着三季度疫情的稳定，接种工作恢复正常，积压的接种需求释放，民众接种意识也因疫情得到提升，产品销售恢复正常，业绩恢复增长。秋冬季节来临，肺炎和流感等高发，疫苗接种需求会继续增长，预计公司 23 价肺炎疫苗和 Hib 等产品销售全年同比仍会有一定增长。从批签发情况来看，HibQ1-Q3 为 216.12 万剂（-8%），Q3 为 80.21 万剂（+48.24%）；23 价肺炎疫苗为 Q1-Q3 为 212.96 万剂（-7%），Q3 为 148.61 万剂（+131.10%）。

研发管线全力推进。Q1-Q3 公司研发费用为 1.54 亿元，同比增加 262%目前公司全力推进二价 HPV 疫苗的申报生产和上市工作，同时加快九价 HPV 疫苗和重组 EV17 疫苗等项目的研发进度。计提资产减值导致第三季度净利润减少约 1250 万，后续资产减值压力变小，业绩增长更有保障。

食品饮料行业：广州酒家

行业观点：

白酒，3 季度需求恢复正常，**名酒集中度提升趋势明显，**后疫情时代将稳健增长。随着商务活动和餐饮消费的恢复，我们判断 3 季度需求恢复正常。**现阶段真实渠道库存可能高于去年同期，干扰短期业绩的判断。由于上市公司的渠道腾挪空间大，且随着信息系统的完善，酒厂有能力将显性库存维持在较低水平，从而稳定经销商和投资者的信心。**长期持有向好趋势明确、成长逻辑清晰的优秀公司，做时间的朋友。

食品重点关注乳品和速冻。建议关注具备长期竞争优势，且增速与估值匹配度高的品种。

推荐：广州酒家

中秋延后和双节连过推动月饼销售大幅增长，3Q 公司速冻淡季增速环比放缓，梅州工厂投产将解决产能不足问题；省外扩张继续加速。（1）分品类来看，1-3Q20 食品制造业务实现收入 23.1 亿元，同比增长 22.8%。①其中月饼收入 12.4 亿元，同比+17.0%，我们认为主要由于今年中秋节延后到十月一日，月饼销售预热期延长，双节连过推动月饼零售端消费较好复苏。②速冻 1-3Q 实现收入 6.0 亿元，同比+51.5%（1Q、2Q、3Q 同比+50%、+84%、+27%），上半年受益疫情大幅增长，3Q 已恢复至常态；同时为公司速冻"淡季"：需要调动人员支持月饼生产，所以增速放缓。我们判断速冻 4Q 收入增速将环比提升。同时梅州工厂年底投产将解决产能不足问题。③其他产品实现收入 4.7 亿，同比+10.6%。④餐饮的疫情影响仍未恢复，1-3Q 收入 3.2 亿，同比-36.6%（单 3Q 同比-9.1%）。（2）分渠道来看，①直销渠道：1-3Q20 收入 10.9 亿，同比-0.5%（Q3 同比+22.6%）；②经销渠道：收入 15.4 亿，同比 +19.6%（Q3 同比+11.1%）。其中，公司经销商数量 Q3 加速增长，单季度净增 166 家，相比 1-3Q19（净增 143 家）实现加速。至 3Q20 末，整体经销商数量至 834 家（广东省内、省外、海外分别 560 家、256 家、18 家）。（3）分地区来看，1-3Q 广东省内+7.7%、境内广东省外+21.4%、境外-1.2%，省外扩张继续加速。

高毛利月饼销售增长，带动盈利能力提升。（1）1-3Q20 公司毛利率为 51%，同比-3.3pct，主要原因是会计准则调整导致。（2）费用率整体-4.2pct，其中销售费用率-4.6pct，管理费用率-0.2pct，财务费用率+0.4pct，研发费用率+0.3pct。（3）1-3Q20 归母净利润 0.36 亿，同比+10.6%，3Q 归母净利润 0.35 亿，同比+33.5%，月饼销售良好带动利润大幅提升。1-3Q20 净利率达到 13.6%，同比+0.1pct，盈利能力提升，主要为高毛利月饼销售增长带动。

家电行业：老板电器

行业观点：

今年以来家电行业的个股走势主要基于家电公司的基本面数据变化，而家电行业受到疫情影响，在子板块的景气度上呈现出两条比较清晰且分化的主线：一条是疫情"逆周期"，主要是各类小家电产品，整体来看产品需求得到催化，同时又呈现明显的多元化趋势。第二条主线是疫情"顺周期"，主要是三大白和厨电，由于较强的安装配送属性，且渠道以线下为主，受到疫情抑制明显。因此，从个股走势来看，小家电公司普遍强于白电和厨电公司。

当前疫情对家电行业影响趋弱，地产竣工逻辑有望使白电和厨电行业景气度回升。细分来看从数据来看：1）空调：奥维云网数据显示，空调 8 月零售额线下下滑 21%，线上增长达 82%，淡季表现并不弱。2）冰洗：9 月零售额线下增长 2/下滑 6%，线上增长 59%/40%，均好于 8 月。3）厨电：烟机 9 月零售额线下同比下滑 5%，线上同比增长 20%，环比好于 8 月。4）小家电：疫情对小家电行业需求刺激边际减弱，尽管四季度有双十一拉动，但我们预计四季度行业景气度预计不如上半年，同时品牌间竞争会更加激烈。从细分品类上看，清洁类的扫地机器人受到产品周期及疫情催化表现持续走强，6/7/8/9 月线上增速分别为 23%/35%/52%/51%。

我们认为下半年家电行业主要有两重利好，第一是被疫情打断的竣工逻辑回归，从量上体现为新增需求提升，从价上体现为消费需求向大容量、健康等概念产品的升级。第二是经济从疫情影响中逐步恢复后，消费力的回升，主要体现在必选家电消费完成后，长周期内对多元化家电的购置需求上升。

推荐：老板电器

厨电行业龙头。经过 40 余年的发展与积累，公司已成为中国厨房电器行业发展历史最悠久、市场份额最高、生产规模最大的企业，2019 年老板油烟机内销份额为 15%，居行业第一。

短期需求回暖，环比改善趋势有望延续。老板油烟机线下零售额累计增速由 3 月份接近 60%的下滑幅度逐步收窄至约 10%的下滑幅度，油烟机线上零售额累计增速由 3 月份 23%的下滑改善至 20%的增长。考虑到前期地产竣工交付压力逐步释放，后续零售端环比改善趋势有望延续。叠加公司渠道库存较低，为代理商销售改善提供保障。

B 端渠道先发优势明显，利于公司市占率不断提升。1）精装修渗透率提升是大势所趋，公司作为行业龙头率先受益，2019 年精装渠道中老板市占率约 36%，维持行业第一的水平。公司资金实力雄厚，竞争优势明显，市场占有率有望稳步提升。2）公司积极与家居、家装、设计师等创新渠道合作，把握消费者前端流量入口，打造创新销售平台，强化品牌护城河。

产品与品牌力，保障公司长期稳定增长。公司持续以领先行业的研发技术推动行业发展，并通过精准高效的广告投放不断向大众传递“专注高端”“大吸力”的品牌与产品特点。近两年公司稳步推进新厨电品类的研发生产，为公司拓展增长边际。

轻工行业：博汇纸业

行业观点：

国内消费需求逐步复苏，看好需求改善确定性高的地产产业链家居板块，纸价上涨持续的造纸板块，以及部分受益于复工的包装、文娱用品行业标的。

造纸：白卡纸、文化纸涨价落实良好，限塑令带来的替代需求叠加旺季需求预期、库存回落、供给缺乏弹性有望支撑纸价走强到年底，白卡纸 10 月**涨价略超预期**，行业格局改善角度看好白卡纸行业，以及有海外原材料优势的龙头纸企

家居行业：地产融资限制政策对于产业链的悲观影响已经充分反应，但年底的竣工数据仍有望出现明显回补，竣工链条逻辑重心从工程到零售转移，竣工修复和疫情推延下，三季度多数公司零售渠道开始回暖，目前零售为主的家居公司估值处于低位，看好业绩弹性大的二线龙头、**软体和定制家具龙头**，以及整装卫浴赛道和部分出口家具公司。

包装行业：三四季度随下游行业景气改善，关注苹果 5G 手机产业链、饮料金属包装等子行业。

化妆品：国内品牌线下恢复速度较慢，对国外品牌的错位竞争优势影响有待观察，持续看好平台类公司。

文具：复工带动行业需求恢复，办公文具恢复快于学生文具，看好产品结构不断优化升级的行业优势龙头。

生活用纸：疫情防控下卫生清洁诉求提升，但 Q3 起业绩弹性有所降低。

推荐：博汇纸业

白卡纸行业景气度延续，中长期维持良性循环，行业进入盈利周期上行通道：木浆价格偏低并大概率延续至明年底，白卡纸提价弹性高，格局优化下价格中枢中长期预计上移。

新增产能有限，供给压力较小：未来 3 年，白卡纸规划产能预计约 670 万吨；其中广西金桂预计明年投产 180 万吨、太阳纸业预计 23 年投产 90 万吨。替代效应+限塑令+消费升级，打开需求空间：富阳白板纸产能关停，产能减少带来对高质量白卡纸的需求，限塑令+消费升级驱动供求向好。

强强联合，实现 1+1>2，持续看好成本、产能、管理与财务赋能效成本优势加强：APP 上游林地、海内外原材料资源丰富，公司可通过整合获得更为优质的木浆资源，享受成本红利，助力业绩修复。

产能协同降低物流成本：APP 的白卡产能主要分布在浙江、广西，博汇产能以山东、江苏为主。收购后将在产能分布区域上形成互补，规模效应提升，降低物流成本，提升订单响应效率。

整合后经营效率与协同性有望大幅改善：APP 是亚洲地区屈指可数的综合性造纸企业，多年运营与管理经验资源丰富，已派管理层入驻，有望对其进行规范化管理和运营，大幅提升经营效率，协同效应将逐步体现。

计算机行业：科大讯飞

行业观点：

11 月观点：**上升窗口靠近**。

基本止跌，后续看好向上增长。中止前期大幅下跌趋势，行业指数大体持平。月内行业白马出现单日回调情况，诱因包括季报略低于预期或消息面潜在对互联网巨头制裁影响，对行业走势带来波动；金融科技/数字货币公司有阶段性行情；网络安全三季报表现略低于预期，同时受高估值龙头回调影响，引发短期普遍。

板块业绩分化，全年结果有待观察。部分公司业绩超市场预期，带来亮点。但整体缺少板块性趋势，全年收入增速正增有望，但增幅有待 Q4 确收后明朗。

11 月投资方向：全年业绩展望较好个股，包括预增和订单数据较好标的；云计算龙头，尤其是软件龙头。

推荐：科大讯飞

公司三季度业绩持续向好：根据公司公告，公司 2020 年前三季度实现业收入 72.84 亿元，同比增长 10.82%，实现归母净利润 5.54 亿元，同比增长 48.36%。分季度看，公司单三季度营收和归母净利润分别同比增长 25.16%和 60.79%。相比公司上半年 2.86%和 36.28%的营收和归母净利润增速，公司三季度的营收和归母净利润增长进一步提速。公司同时公告 2020 年度业绩预告，预计 2020 年全年实现归母净利润区间为 10.65 亿元至 13.93 亿元，同比增长 30%至 70%。对 2020 年全年业绩高增长的预计，体现了公司对全年业务发展的信心。

公司毛利率同比有所下降，期间费用率同比有所提高：公司 2020 年前季度毛利率为 46.20%，同比下降 2.04 个百分点；期间费用率为 47.15%，同比提高 1.72 个百分点，其中研发费用率同比提高 4.17 个百分点。在经营性现金流方面，公司单三季度经营性现金流净额为 6.50 亿元，同比增长 115.15%，超出同期归母净利润 3.54 亿元，公司三季度经营性现金流表现良好。

公司人工智能业务持续落地：公司是我国人工智能领域龙头企业，拥有主知识产权的国际领先的人工智能技术。今年以来，公司在教育、医疗等赛道业务持续保持健康发展，智慧教育和智慧医疗等业务持续落地。公司“因材施教”解决方案在青岛市、蚌埠市、昆明市等地中标，未来在全国的持续推广将有力推动公司智慧教育业务的发展。公司智医助理上半年在安徽省已覆盖上线 66 个区县 13906 个基层医疗机构，同时在西藏、内蒙古、青海、北京、新疆、黑龙江、浙江等地逐步开始进行试点及应用，人工智能辅助诊疗“安徽模式”实现全国推广。公司智慧医疗业务未来发展可期。

风险提示

大盘系统性风险；个股层面暴雷。

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) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

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) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

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) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

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) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

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) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371