东兴证券 DONGXING SECURITIES

十一月金股汇：布局盈利复苏

2020 年 11 月 1 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	杨若木	电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
	王建辉	电话：010-66554035	邮箱：wangjh_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519050004
	张凯琳	电话：010-66554087	邮箱：zhangkl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480518070001
	林瑾璐	电话：010-66554046	邮箱：linjl@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070002
	郑丹丹	电话：021-25102903	邮箱：zhengdd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519070001
	孟斯硕	电话：010-66554017	邮箱：mengssh@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070004
	赵军胜	电话：010-66554088	邮箱：zhaojs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480512070003
	张明烨	电话：0755-82832017	邮箱：zhang_my@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120002
	赵莹	电话：010-66555446	邮箱：zhaoying_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480520070001
	洪一	电话：0755-82832082	邮箱：hongyi@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480516110001
联系人	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	陈晓博	电话：010-66555574	邮箱：chenxb_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070046
	张阳	电话：010-66554016	邮箱：zhangyang_yjs@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070043
	刘田田	电话：010-66554038	邮箱：liutt@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119010012
	田馨宇	电话：010-66555383	邮箱：tianxy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070044
	张觉尹	电话：021-25102862	邮箱：zhangjueyin@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070035
	张东雪	电话：010-66554026	邮箱：zhangdx@ dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070051

摘要：

海外风险释放，风险资产承压，A 股相对平稳。上周，海外疫情高峰再现和美财政刺激方案再度落空双重冲击之下，避险情绪上升，VIX 波动率指数飙升创下 6 月以来新高。风险资产跑输避险资产，全球股市大幅调整。纳斯达克指数、道琼斯工业指数、德国 DAX 指数等均大幅下跌，跌幅分别为-5.51%、-6.47%、-8.61%，连带大宗商品也出现较大幅度下跌，债券及 A 股则相对平稳，创业板指上涨 2.12%，沪深 300 下跌-0.49%。

“闪崩”的白马股开始分化，盈利增速是主要影响因子。自 10 月 13 日以来白马股接连下跌，机构重仓股前 150 的股票在 10 月 13 日自 10 月 25 日跌幅均值达-5.29%，前期滞涨的低估值和顺周期板块则逆势上涨。但上周白马股表现开始分化，机构前 150 只重仓股中，有 84 只个股止跌回升，44 只延续下跌趋势，4 只个股由涨转跌，其余 18 只个股则连续三周上涨。进一步分析业绩与市场表现的关系：三季报盈利出现明显改善的个股有 29 只，其中 27 只涨幅较前两周有所提升；重点看上周跌幅最大的 15 只股票及补跌的 3 只股票，共性如下：1）三季度业绩表现较差，18 只个股中有 15 只三季度环比改善低于整体水平；2）估值处于高位水平，18 只个股中有 11 只估值历史分位数在 90%以上，14 只估值历史分位数在 70%以上；3）年初以来涨幅较大，18 只个股涨幅平均数达到 49.63%，而全部 A 股涨幅平均数为 22.42%。

交易复苏的逻辑逐步兑现，三季度机构资金配置结构性调整转向增配周期、金融。统计基金三季报，科技、医药等板块配置比例分别减少 4.44%和 4.94%，金融、周期、消费配置比例分别增加 0.52%、1.97%、12.88%。行业来看，上半年基金紧密抱团医药生物、电子、计算机等行业配置比例均有所下降，分别变动-4.94%、-2.97%、-1.18%和-0.55%。电新、汽车、非银、银行、机械、建材、化工等金融、周期行业加仓，Q3 配置比例较 Q2 分别增加 2.10%、0.77%、0.73%、0.39%、

0.34%、0.08%、0.06%。

分母端（估值）边际影响越来越小，分子端开始主导市场，布局盈利复苏。分母端包括无风险利率和风险偏好。10 月无风险利率进一步上行，由 9 月底的 3.1%上升至 3.2%，延续 6 月以来持续上行趋势，往后看流动性边际放宽可能性不大。创业板指、沪深 300 风险溢价均已处于低位，进一步下行也需要额外的催化剂。而在分子端，国内经济延续复苏趋势，三季报全部 A 股（非金融）累计归母净利润同比-4.49%，较中报累计归母净利润同比-20.84%大幅改善。当前 A 股对海外冲击开始钝化，白马股闪崩之后大幅分化，本质是企业盈利在定价中开始占据主导因素。沿着国内经济复苏、企业盈利改善的逻辑，配置上推荐两条主线：低估值中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工。

2020 年 11 月金股推荐：

- **邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，单季度盈利实现正增**
- **广汽集团（2238.HK）：自主规模效应未现，日系稳中有增**
- **龙蟒佰利（002601）：行业景气回暖，氯化法稳步放量**
- **星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立**
- **濮耐股份（002225）：耐材龙头进入市占率较快提升阶段**
- **淳中科技（603516）：业内领先的显控系统提供商，充分受益高清视频产业加速发展**
- **珀莱雅（603605）：线上渠道缓解业绩压力，新品牌孵化加速**
- **滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，持续数字化打造领先优势**
- **伊利股份（600887.SH）：核心单品持续增长，线上线下渠道共发力**
- **城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀**

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。

目 录

1. 十一月市场策略综述 4
2. 2020 年 11 月金股推荐 5
2.1 邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，单季度盈利实现正增 4
2.2 广汽集团（2238.HK）：自主规模效应未现，日系稳中有增 5
2.3 龙蟒佰利（002601）：行业景气回暖，氯化法稳步放量 6
2.4 星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立 8
2.5 濮耐股份（002225）：耐材龙头进入市占率较快提升阶段 8
2.6 淳中科技（603516）：业内领先的显控系统提供商，充分受益高清视频产业加速发展 10
2.7 珀莱雅（603605）：线上渠道缓解业绩压力，新品牌孵化加速 11
2.8 滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，持续数字化打造领先优势 12
2.9 伊利股份（600887.SH）：核心单品持续增长，线上线下渠道共发力 12
2.10 城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀 13
3. 金股汇总 15
4. 风险提示 23

表格目录

表 1：11 月金股汇总 15

1. 十一月市场策略综述

海外风险释放，风险资产承压，A股相对平稳。上周，海外疫情高峰再现和美财政刺激方案再度落空双重冲击之下，避险情绪上升，VIX波动率指数飙升创下6月以来新高。风险资产跑输避险资产，全球股市大幅调整。纳斯达克指数、道琼斯工业指数、德国DAX指数等均大幅下跌，跌幅分别为-5.51%、-6.47%、-8.61%，连带大宗商品也出现较大幅度下跌，债券及A股则相对平稳，创业板指上涨2.12%，沪深300下跌-0.49%。

“闪崩”的白马股开始分化，盈利增速是主要影响因子。自10月13日以来白马股接连下跌，机构重仓股前150的股票在10月13日自10月25日跌幅均值达-5.29%，前期滞涨的低估值和顺周期板块则逆势上涨。但上周白马股表现开始分化，机构前150只重仓股中，有84只个股止跌回升，44只延续下跌趋势，4只个股由涨转跌，其余18只个股则连续三周上涨。进一步分析业绩与市场表现的关系：三季报盈利出现明显改善的个股有29只，其中27只涨幅较前两周有所提升；重点看上周跌幅最大的15只股票及补跌的3只股票，共性如下：1）三季度业绩表现较差，18只个股中有15只三季度环比改善低于整体水平；2）估值处于高位水平，18只个股中有11只估值历史分位数在90%以上，14只估值历史分位数在70%以上；3）年初以来涨幅较大，18只个股涨幅平均数达到49.63%，而全部A股涨幅平均数为22.42%。

交易复苏的逻辑逐步兑现，三季度机构资金配置结构性调整转向增配周期、金融。统计基金三季报，科技、医药等板块配置比例分别减少4.44%和4.94%，金融、周期、消费配置比例分别增加0.52%、1.97%、12.88%。行业来看，上半年基金紧密抱团医药生物、电子、计算机等行业配置比例均有所下降，分别变动-4.94%、-2.97%、-1.18%和-0.55%。电新、汽车、非银、银行、机械、建材、化工等金融、周期行业加仓，Q3配置比例较Q2分别增加2.10%、0.77%、0.73%、0.39%、0.34%、0.08%、0.06%。

分母端（估值）边际影响越来越小，分子端开始主导市场，布局盈利复苏。分母端包括无风险利率和风险偏好。10月无风险利率进一步上行，由9月底的3.1%上升至3.2%，延续6月以来持续上行趋势，往后看流动性边际放宽可能性不大。创业板指、沪深300风险溢价均已处于低位，进一步下行也需要额外的催化剂。而在分子端，国内经济延续复苏趋势，三季报全部A股（非金融）累计归母净利润同比-4.49%，较中报累计归母净利润同比-20.84%大幅改善。当前A股对海外冲击开始钝化，白马股闪崩之后大幅分化，本质是企业盈利在定价中开始占据主导因素。沿着国内经济复苏、企业盈利改善的逻辑，配置上推荐两条主线：低估值

中优选银行、保险和地产；顺周期中筛选机械、汽车和化工。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。

2. 2020 年 11 月金股推荐

2.1 邮储银行（601658）：资产质量持续稳健，单季度盈利实现正增

邮储银行具有独特的“自营+代理”模式。公司与邮政集团订立委托代理银行业务协议，网点、客群、存款优势显著。1）代理网点低成本存款优势显著：公司网点数量远超国有大行，代理网点占比近八成；个人存款贡献高。2）代理网点资产业务潜能巨大：随着辅助小额贷款业务的推广，代理网点有望直接产生营收贡献。3）渠道下沉，深耕县域、中西部地区：低成本存款来源稳定，涉农贷款占比高于大行平均，受益税收优惠政策。

零售业务优势显著，资产负债结构持续优化。负债端，低成本存款优势显著：存款占比和规模同比增速均高于五大行平均；其中个人存款占比高于可比同业，存款高稳定性、低成本优势显著。资产端，结构优化空间较大：公司贷款业务虽起步晚，但增速高于同业，贷款占比不断提高；得益于更高的个贷占比，其贷款收益率高于大行平均，价格优势明显。综合两端来看，邮储银行息差显著高于大行平均；且贷存比较低，代理网点资产业务潜能巨大。

受益于息差降幅收窄及中收回暖，3Q20 单季度利润恢复正增长。前三季度营收、PPOP、净利润增速分别为 2.7%、-1.3%、-2.7%，单季度来看，3Q20 营收增速较 2Q20 提升 0.2pct 至 1.5%，3Q20 单季净利润增速由 2Q20 的-28.1%大幅提升至 13.5%。主要受益于息差降幅收窄及中收回暖。息差方面：前三季度息差较上半年仅下降 2BP 至 2.4%，降幅有所收窄。主要得益于资产端收益率逐步企稳，负债端存款成本上升压力缓解。手续费收入方面：3Q20 单季手续费及佣金净收入同比增 27.1%，较二季度单季增速提高 20pct，银行卡、理财、代销等业务显著回暖。

资产质量持续优异，拨备计提充足。邮储银行各项资产质量指标优于同业，不良贷款率长期维持在 1%以内，3Q20 不良率为 0.88%，环比下降 1BP；测算单季年化不良净生成率为 0.14%，环比下降 32BP。资产质量前瞻指标“关注贷款率、逾期贷款率”均较低，潜在不良担忧较小。不良认定标准较严格，风险暴露充分。3Q20 拨备覆盖率 403.21%，拨贷比 3.55%，环比均有提高，风险抵补能力进一步夯实。优异资产质量得益于低风险的资产结构，且具有可持续性。

投资建议：邮储银行是一家零售特色鲜明，具有差异化特色的国有大行。我们认为，公司负债端低成本优势可持续，零售业务优势将支撑其较高贷款收益率水平，息差有望保持平稳；规模平稳增长，净利息收入增速平稳；中收增长潜力巨大。不良生成压力较小，拨备反补盈利空间较大。看好公司未来机制改善带来的 ROE 提升空间，预计 20/21 年净利润增速为-0.1%/5.3%，给予公司 1.0 倍 20 年 PB 目标估值，对应股价 5.75 元/股，维持"强烈推荐"评级。

风险提示：代理网点资产业务开展不及预期、经济下滑影响资产质量

《邮储银行（601658.SH）：负债优势突出的零售大行，腾飞可期》，林瑾璐，田馨宇，2019 年 12 月 18 日

2.2 广汽集团（2238.HK）：自主规模效应未现，日系稳中有增

广汽集团 2020 年前三季度的具体销量为：广汽本田 55.1 万辆（累计同比-5.7%），广汽丰田 54.3 万辆（9.5%），广汽乘用车 23.7 万辆（-14.6%），汽车合计 141 万辆（-6.7%）。

《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》鼓励 HEV，广本广丰将受益。HEV（全混动车，不能插电）是各种传统燃油车的替代者中，全生命周期使用成本较低的一种。新能源车在经历了多年的快速发展后，市场逐渐回归到以需求为核心，即只有能帮助消费者节省成本的车，才能取得较好的销量。《节能与新能源汽车技术路线图 2.0》指出，计划到 2035 年，我国传统能源动力乘用车全部转为 HEV。广汽丰田是国内 HEV 车型龙头，雷凌与凯美瑞 HEV 版本积累了较好的口碑，广汽本田近期也发布了雅阁、皓影等多款车型的 HEV 版本。在低成本、高可靠性车辆占优的消费环境中，我们认为广汽旗下两田的销量将持续增长。

合资品牌总体稳中有增，广本广丰单车利润录得增长。公司 2020Q1-Q3 财务投资净收益 76.6 亿元，同比增长 2.1%。广本广丰 2020H1 单车利润分别为 1.1/1.8 万元，同比分别增长 3%/19%，单车利润率分别为 8%/12%。2020H1 广本广丰的产能利用率分别为 87%/107%。根据公司规划，未来年产能（包括新能源）将分别达到 94/100 万辆。我们预计未来 2 年日系仍将保持逆周期优势，广本广丰需求提升叠加产能释放，利润率将进一步提升。

自主品牌有望减亏。广汽新能源近年连续推出 Aion LX/S/V 等纯电动车，主打大空间和高续航，取得了不错的销量，但 811 电池的成本较高。未来随着消费者对高续航的偏好有望减弱，广汽新能源作为已经打开销路的品牌，零部件成本有望进一步压缩。

盈利预测与评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业总收入分别为 599、653 和 689 亿元，归母净利润分别为 67.6、84.3 和 96.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.66、0.82 和 0.95 元，0.76、0.94 和 1.09 港币。当前股价

对应 2020-2022 年 PE 值分别为 10.3、8.3、7.1 倍。我们看好公司日系品牌的持续逆势增长和自主品牌的减亏，维持“推荐”评级。

风险提示：乘用车需求不及预期；原材料价格大幅上涨。

《广汽集团（2238.HK）：自主规模效应未现，日系稳中有增》，刘一鸣，张觉尹，2020 年 4 月 1 日

2.3 龙蟒佰利（002601）：行业景气回暖，氯化法稳步放量

公司氯化法持续放量。公司产销增长能够与行业出口数据、海外大厂产销数据能够相互印证，公司低价氯化法产品同时蚕食海外大厂与国内小厂份额，凭借低成本与氯化法技术突破市占率加速提升的逻辑持续演绎，预计无论是量还是价今年 q2 均为未来几年的单季低点，看好公司 2021~2022 年产销量跃居全球第一。

行业库存紧张、涨价兑现。近期行业厂家库存收紧、供应紧张，主要源于 6 月份以来外需持续边际好转，而国内小厂现金亏损下降负、海外大厂控量保价，7 月中旬以来国内普涨三轮，年初疫情以来累积库存基本消化完毕，成本端钛矿今年经受住压力测试、供需面强于钛白粉、无需担心成本端坍塌，10 月份大概率维持涨势。

行业变革推动龙头市占率加速提升。在硫酸法受限、氯化法高壁垒背景下，国内钛白粉的工艺路线面临变迁拐点，行业整体壁垒提高是未来中长期产业趋势，可预见具备成熟氯化法技术的龙头份额将加速提升。公司是国内唯一一家能够同时实现全流程、大型化与稳定化生产的氯化法企业，未来几年在焦作、新立和攀枝花基地预计仍有氯化法产能持续投放。

收购兼并，钛锆两翼发展。2019 年 5 月，公司收购云南新立钛业，高钛渣、海绵钛、钛白粉顺利副产，形成一体化的低成本联产体系。2019 年 11 月，公司收购东方锆业 15.66%股权，未来公司利用自身以及东方锆业产业链和资本市场优势，加大开发澳洲锆钛共生矿、向下游新兴锆制品领域拓展以及整合国内锆产业值得期待。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 2020-2022 年净利润分别为 29.3、37.4 和 45.5 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、1.84 和 2.24 元，对应 PE 分别为 16.7、13.1 和 10.7。评级为“强烈推荐”。

风险提示：疫情影响持续性超预期，海外需求持续低迷。

《龙蟒佰利（002601）公司深度报告：成本全球领先，大型氯化法国内破局》，张明烨，罗四维，徐昆仑，2019 年 7 月 16 日

2.4 星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立

公司销量处于锂电隔膜行业前列，干法与湿法技术路线并重。公司 2003 年成立，进入隔膜行业多年，2018 年市占率在国内排第二。公司是干法隔膜领域龙头企业，近年来加大湿法隔膜行业投入力度，两条技术路线并重。

欧洲市场成为主要增量需求，公司具备竞争力，有望参与全球供应。全球范围看，动力电池是锂电隔膜行业最大的需求。在交通减排法案的推动下，欧洲市场正逐渐成为全球新能源汽车和动力电池的主要消费地区，带来锂电隔膜的主要需求增量。星源材质有望凭借规模优势、产品优势、成本优势等因素参与国际竞争。

公司通过下游客户进入跨国车企供应链。公司公告显示，公司客户已涵盖韩国 LG 化学、宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、天津力神、孚能科技等国内外知名锂离子电池厂商。公司是比亚迪刀片电池主要供应商，与国轩高科通过合资公司形式实现绑定，有望随客户进入大众等车企供应链，其他客户孚能科技、亿纬锂能等企业均与欧洲传统车企建立了合作关系。

公司是率先进入欧洲本土动力电池企业 Northvolt 的中国隔膜供应商。我们认为欧洲车企出于供应链安全、增强话语权等目的，扶持本土产业链是大概率事件，且大众和宝马集团均持有 Northvolt 股权，我们看好 Northvolt 未来的发展前景。而星源材质是目前公告的已经进入其供应链的隔膜企业，公司有望借助欧洲本土动力电池产业链的发展机遇进入快速增长期。

湿法隔膜成本或进一步下降，有望获得更多市场份额。公司湿法隔膜产品成本不断下降，且最新公告的拟投资产线单平米投资额理论值处于行业最低水平，如进展顺利，有望在产品成本上形成优势，获得更多市场份额。

2020 年上半年，公司经营情况进一步向好发展。一方面，上半年湿法隔膜出货已成主力，对宁德时代销售额增长明显。2020 年上半年湿法隔膜产量 1.87 亿平方米，销量 1.15 平方米，湿法隔膜产量占比 68.17%，销量占比 51.83%，湿法隔膜已经成为主要产品。上半年公司对宁德时代销售额为 0.19 亿元，以 5.50%销售额占比位居公司第三大客户，如按照公司披露的湿法 1.24 元/平方米的均价计算，上半年公司对宁德时代销

量约为 0.15 亿平方米。2019 年公司与其交易额未超过 0.194 亿元，预计全年增长明显。另一方面，湿法产线产能利用率提升，成本下降，盈利能力显著提升。2020 年上半年，公司在湿法产能较 2019 年增长 2.65 亿平方米至 4.72 亿平方米的背景下，产能利用率进一步提升至 79.44%。因为折旧成本在隔膜成本中占比近 3 成，公司在湿法隔膜产品均价下降 28.74%至 1.24 元/平方米的背景下，平均成本下降至 0.75 元/平方米，毛利率提升至 39.73%。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 1.39、1.86 和 2.29 亿元，对应的 EPS 分别为 0.31、0.41 和 0.51 元，对应 2020.10.28 收盘价 PE 分别为 85.30、63.67 和 51.69 倍，维持“推荐”的投资评级。

风险提示：行业和客户需求或不及预期，产能投产进度或不及预期，成本下降幅度或不及预期，行业竞争加剧或导致产品价格下跌超出预期。

《星源材质（300568）：全球化供应加速，成本优势有望建立》，郑丹丹、李远山、张阳，2020 年 6 月 30 日

《星源材质（300568）：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升》，郑丹丹、李远山、张阳，2020 年 10 月 29 日

2.5 濮耐股份（002225）：耐材龙头进入市占率较快提升阶段

耐火材料行业空间巨大，集中度水平极低。中国耐火材料行业 2000 多亿的规模，其中制品就有 1000 多亿。但是行业内集中度水平极低，像龙头公司濮耐股份国内市场占比仅为 3%左右，全球占比仅为更小。而国外龙头的全球市占率高达 15%（除中国外）。中国耐火材料 CR10 为 10%左右，这比工业部以前的要求 2020 年达到 45%的目标差距巨大。

行业竞争激烈，结构进一步优化。耐火材料行业产能过剩，随着市场竞争的加剧、环保趋严，以及下游钢铁行业集中度提升趋势下整包模式对于耐火材料企业综合能力的要求提升，在行业多年低景气度、原材料涨价、环保政策趋严、行业政策引导以及整包模式推广下，中小企业逐步被淘汰。行业结构得到优化。龙头公司的发展环境变得更加友好。

耐材龙头综合优势领先。濮耐股份成立于 2002 年，6 年后公司于 2008 年上市。2006 年公司营业收入仅为 3.96 亿元，归母净利润仅为 2803 万元。2019 年营业收入达到 41 亿元，归母净利润达到 2.52 亿元，年复合增长率约 19%左右。

公司是国内耐火材料龙头企业，技术优势突出，产品种类齐全品质优，涵盖下游各主要应用领域，拥有从矿山、原材料、制品、整包服务和技术服务等全产业链服务，国内海外齐头并进，综合竞争力强，得益于行业变化和环保、一带一路和行业政策春风进入快速发展阶段，公司立足耐材通过技术创新拓展和升级占领下游新需求、收购兼并、原材料业务以及海外发展等，未来打造世界前 3 耐材龙头目标。

全产业链和企业生态圈模式助力公司快速发展。公司收购琳丽矿业、新疆秦翔和 2019 年公司收购西藏高纯度菱镁矿，分别年开采能力为 10 万吨、140 万吨和 100 万吨，以及公司建设配套的高纯度和电熔氧化镁项目，使得公司高性能原材料的生产能力不断增强，不但自用抗风险更能外销实现业绩高增的双轮驱动。公司已经形成了完整耐火材料的产业链条。

2020 年公司提出企业生态圈模式，和市场的中小企业合作，变竞争对手为协作伙伴，利用公司市场的核心竞争力在整包模式下将订单拆解和合作伙伴分享。嫁接中小企业的低成本和公司的技术和服务，提升公司的市场占有率和综合竞争力。

技术服务优势突出，综合竞争力强。公司是技术起家的，通过技术创新提高产品性能，做到产品性价比最优，像公司的钢包自动造衬技术能够提高钢包耐材的使用寿命，降低耐材的用量，能够很大的降低公司的整包模式下的综合成本，提升公司的竞争力。这种技术服务的优势提升客户的粘性。公司作为行业龙头有着多项的技术储备，拥有国家认定的企业技术中心、博士后工作站、国家（CNAS）认可的高温陶瓷材料试验检测中心等具备技术提升的后劲和实力。

公司盈利预测及投资评级：预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 3.43 亿元、4.87 亿元和 5.79 亿元，对应的 EPS 分别为 0.33 元、0.47 元和 0.56 元，对应的动态 PE 分别为 15、10 和 9 倍，考虑到公司作为行业龙头矿山等资产进入业绩释放阶段，公司形成完善的产业链条，降低公司的生产成本。同时公司企业生态圈的建设助力公司市占率的提升和公司技术优势带来的综合竞争力和发展后劲，维持公司为“强烈推荐”的投资评级

风险提示：新模式转变速度低于预期、美元贬值和新冠疫情发展情况超出预期。。

《濮耐股份（002225）深度报告：天时地利人和，技术发力龙头进快车道》，赵军胜，2018 年 9 月 7 日

2.6 淳中科技（603516）：业内领先的显控系统提供商，充分受益高清视频产业加速发展

公司是业内领先的显示控制系统设备及解决方案提供商，2019 年公司实现营业收入 3.71 亿元，同比增长 34.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.14 亿元；同比增长 34.45%。公司积累了丰富的行业实施经验，拥有针对各行业不同需求提供成熟的行业解决方案能力。公司行业拓展和产品线扩充的发展战略，预计将使公司进一步巩固先发优势，丰富产品线，完善产品结构，有望大幅提升公司营收规模。同时，2019 年公司加速专业音视频芯片设计项目投入，布局上游芯片研发，提高产品竞争力，有望通过把握国产替代机遇结合丰富的行业经验基础进一步扩大市场份额。

5G 加速视频产业发展，显控行业迎来发展机遇。《超高清视频产业发展行动计划》发布，推动整个视频行业加速向高清升级换代，5G 商用加速助推产业发展。到 2022 年，我国超高清视频产业总体规模预计超过 4 万亿元，显控系统在超高清产业链中如同沙漏和哑铃结构的中间点，牢牢掌控全局应用的“调度”，淳中科技作为业内领先的专业显控产品及解决方案提供商，在该计划的项目系统中，发挥着连接显示单元和信号资源之间的核心传输、处理、控制的重要作用，未来有望充分受益于超高清视频产业的高速发展。

公司盈利预测及投资评级：公司是行业领先的显控产品及解决方案提供商，看好国产替代和公司产品线扩充带来的业绩增长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.59/2.20/2.98 亿元，对应 EPS 分别为 1.22/1.68/2.28 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 29/21/16 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：显控市场需求发展不及预期；行业竞争格局的不确定性；公司新产品开发不及预期。

《淳中科技（603516.SH）：视频领域迎来新发展，显控龙头正逢新机遇》，2019-07-26，王健辉,陈晓博

2.7 珀莱雅（603605）：线上渠道缓解业绩压力，新品牌孵化加速

A 股国货化妆品行业领军企业，双十一大促下有望优先受益。珀莱雅是中国本土知名化妆品研发、生产和销售公司。近年来化妆品行业发展迅速，消费升级和美妆消费群体年轻化趋势为品牌升级和业务增长带来了机会，公司快速发展壮大，已逐渐成为内地化妆品的领军企业。公司自 19 年将重心转移至线上后，线上渠道持续双位数增长，其中 20 年前三季度增速约 40%，成为拉动营收增长的主要来源，20 年上半年占比达六成以上。双十一大促在即，消费需求大幅释放，公司作为美妆行业龙头将显著受益。

品牌矩阵生态化扩容，研发加持产品结构持续优化。公司降低“珀莱雅”的品牌依赖，完善品牌分层，品牌矩阵持续构建。珀莱雅产品矩阵生态化扩容体现在：一方面珀莱雅的产品矩阵复购品得到扩充，另一方面

“YNM”、“彩棠”等子品牌的成功营销也逐渐扩展了珀莱雅的产品生态边界。公司彩妆类增长迅猛，Q3 营收占比达 14.6%，环比提升 4.68pct，有望成为新业务增长点。公司面膜品类销售占比下降，精华品类占比上升，产品结构持续优化。7 月公司与阿里联合打造“新品牌孵化基地”，包含护肤、彩妆等多品类，助力新品牌的孵化。公司持续加大研发投入，2020 年前三季度研发费用率达 2.34%，较同期+0.07pct。公司以研发推动产品力提升，并计划成立生物科技研发中心，预计将为品牌和产品的培育创新持续赋能。

建立多渠道的销售体系生态网，扁平化架构助力各品牌整合公司资源。除线下日化专营店、商超、单品店等，公司同时也布局了淘宝、京东、唯品会、聚美优品、小红书等主流电商，考拉、云集等新锐电商，且与众多新兴互联网渠道进行了广泛的合作。与此同时，公司营销团队年轻化，积极拥抱新营销模式，由传统的广告模式转变为网红直播+短视频模式，品牌影响力不断增强。公司推进平台化战略，扁平化管理建立财务、人力、供应链、研发的内部平台，协助珀莱雅团队创造利润，复制珀莱雅模式赋能子品牌发展，提升管理效率。全产业链和企业生态圈模式助力公司快速发展。

公司盈利预测及投资评级：公司渠道销售体系完善、灵活的平台化管理等优势领先行业水平，未来有望通过新品孵化完善产品、品牌矩阵。我们预计公司 20/21/22 年实现收入 38.29/48.58/59.05 亿，增速 22.58%/26.88%/21.56%，同期实现归母净利 4.86/6.17/7.64 亿，同比增速 23.69%/26.94%/23.91%，EPS 为 2.41/3.06/3.80，对应 PE 为 71.73、56.51、45.60，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：线上业务发展不及预期，新品牌孵化不及预期。

《珀莱雅（603605）2020 年半年报点评：线上渠道缓解业绩压力，新品牌孵化加速》，张凯琳、赵莹，2020 年 8 月 27 日

2.8 滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，持续数字化打造领先优势

滔搏是国内目前最大的运动服饰分销商，作为渠道商与品牌商、作为线下零售商与电商都存在着博弈和竞合。滔搏的核心资产在于广阔的线下连锁业务，核心竞争力在于采购、供应链和管理方面的能力，长期看仍有提升份额的空间和保持优秀自由现金流的经营表现。牢固的上下游合作关系保证滔搏的营运资本可控且稳定，稳健的拓店进度使得公司的资本支出也稳定在 7-10 亿之间，资本回报率持续在 20%以上。公司优秀的自由现金流有助为长期持久战做好充足准备，也是公司长期投资价值所在。

采购端：依靠消费者行为分析和运营能力，与优质品牌深度合作。滔搏作为零售商能取得现在的成功，很大程度要归功于运动鞋服这个品类：运动鞋服在服装里是一个相对高价、品牌集中度高、重消费体验的品类，这个领域也成长出像滔搏和宝胜这样规模体量较大的零售商。滔搏合作的运动品牌包括 2 个主力品牌+9 个其他品牌，公司与品牌的关系、渠道开拓和消费者维系是一个合格的零售商所必备的核心能力组成。

供应链：直营+下沉，规模效应已建立。滔搏的的直营门店是中国覆盖范围最广的运动鞋服产品直营零售网络。公司的零售销售收入占比为 86.6%，门店穿透一二线及低线城市。作为零售商，滔搏发展定位始终是最大程度地发挥供应链的优势，持续追求最大化销售和最快化周转。

管理：数字化是与电商渠道抗衡之刃。滔搏已经建立了科技赋能的系统化零售运营方案，其数字化的零售方案主要带来了库存管理和消费者管理两方面的提升，最终实现提升店效和降低获客成本。

盈利预测及投资建议：预计公司 FY2021-FY2023 实现营业收入 364.30、432.89、484.62 亿元人民币，归母净利润分别为 25.55、31.11、34.80 亿元，对应 EPS 分别为 0.41、0.50、0.56 元，对应 PE 分别为 23.4、19.1、16.2 倍。维持推荐评级。

《滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价值》 张凯琳,刘田田 2020-06-12

2.9 伊利股份（600887.SH）：核心单品持续增长，线上线下渠道共发力

伊利股份 2020 年 1-6 月的具体销售额为：液体乳 354.43 亿元（同比增长 1.9%），奶粉及奶制品 66.41 亿元（+51.51%），冷饮产品 48.66 亿元（+13.18%），其他产品 1.33 亿元，合计 470.85 亿元（+5.03%）。

除奶粉外公司产品市占率提升，其中核心大单品贡献大部分增长。常温液奶渗透率继续提升 0.3pct 至 84.2%，零售市场份额同比增加 0.8pct 达到 38.8%，其中常温酸奶、常温纯牛奶、常温有机液奶均有所增长；低温奶事业部战略位置仅次于常温奶，上半年份额逆转下降趋势，同比增长 0.3pct 达到 15.3%。公司 Q2 收入高增仍受益于核心大单品的增长、新品营收占比较 2019 年下滑。产品上，核心大单品贡献主要增量，上半年“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”等重点产品销售收入同比增长 3.6%，新品销售占比 15.3%。

疫情过后随着消费者健康的重视以及消费能力的恢复，液奶动销恢复正增长。公司 Q2 营收增速恢复较好，实现营收 268.75 亿元，同比增长 22%，归母净利润 25.92 亿元，同比增长 72%。疫情过后随着消费者健康的重视以及消费能力的恢复，液奶动销恢复正增长，促销力度略有下降，20H1 销售费用率 23.81%，同比减少 0.82pct，我们认为销售费用率的减少主要系促销费用减少所致。

渠道方面，公司线下渠道继续下沉，线上渠道保持高增长。截至 2020Q2，公司共有 1.27 万家经销商，同比增加 444 家。公司常温液态类乳品的市场渗透率为 84.2%，比上年同期提升了 0.3pct。电商业务收入同比增加 49%，线上渠道未来或将成为公司新的增长驱动点。

盈利预测与评级：我们预计 2020-2022 年实现营收 983.7、1104.2、1222.9 亿元，同比增长 9.04%/12.25%/10.75%，实现归母净利润 68.67、83.44、95.28 亿元，同比增长-0.95%/21.50%/14.19%，EPS 为 1.13、1.37、1.57 元。2020 年行业平均估值水平为 32XPE，给予公司 2020 年 40XPE，对应目标价 45.28 元，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：产品营销不如预期，食品安全问题，双寡头竞争进一步恶化。

《伊利股份（600887.SH）：费用回落利润高增，长期发展逻辑不变》，刘畅,张东雪，2019 年 10 月 31 日

2.10 城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀

公司实际控制人为河南国资委,背靠控股股东河南投资集团,公司在河南省内拥有绝对的业务拓展优势,2018、2019、2020H1 公司中标的垃圾焚烧项目产能在河南省内市占率分别为 17%、43%、100%，随着公司对省内项目的把控能力正逐年增强，假设公司未来在垃圾焚烧招投标市场维持 50%的市占率，远期公司的垃圾焚烧省内产能有望达到 3 万吨/日。同时背靠股东背景优势，公司在做大垃圾焚烧体量后，未来产业链有望向前端环卫服务延伸，以打通清扫保洁-垃圾清运-焚烧发电产业链，从源头保障垃圾供应量，实现产业规模集约、上下游有效协同。截止 2020 年 6 月，公司在手 18 个垃圾焚烧发电项目，总设计产能规模达到 1.94 万吨。集团旗下火电板块多年电厂运营管理经验也为公司的垃圾焚烧项目精细化运营保驾护航。

高速业务做压舱石提供稳健现金流，以支持公司在垃圾焚烧行业集中度提升大趋势下的市占率提升。公司目前管理经营许平南高速、安林高速及林长高速等三条高速公路，现辖高速路总长度约 255 公里，加权平均剩余有效期限约 14 年，在建 G312 公路。公司高速业务经营稳定，能为公司提供每年 12 亿的经营现金流。目前垃圾焚烧行业随着环保监管的趋严与获国补难度的增加，行业内企业的洗牌期即将开启。由于大多纯垃圾焚烧企业现阶段面临较大的资本开支压力，外延拓展受自身现金储备制约，公司有望抓住未来行业集中度的趋势，通过招投标或外延并购等方式收获自身市占率的加速提升。

盈利预测：我们分业务对公司 2 年后的股权价值进行评估，高速业务采用 DCFF 折现法，计算得出 2 年后高速部分股权价值为 40.8 亿。垃圾焚烧运营业务预计 2 年后将贡献 3.4 亿以上的净利润体量，运营板块给予

20 倍 PE 估值，工程板块给予 10 倍 PE 估值，不考虑环卫服务和水务业务的价值，2022 年公司目标总市值为 125 亿。预测公司 20-22 年营业收入为 29.66/37.68/43.94 亿元，净利润为 4.43/8.44/10.82 亿元，净利润增速为-28.99%/90.32%/28.26%，EPS 为 0.89/1.70/2.18 元，对应 PE 为 16X/8X/6X，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”评级

风险提示：行业市场竞争加剧；补贴政策发生变化。

《城发环境（000885）：高速业务稳定压舱，垃圾焚烧后起之秀》，洪一，2020 年 07 月 23 日

3. 金股汇总

表 1：11 月金股汇总

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
邮储银行	邮储银行具有独特的“自营+代理”模式。公司与邮政集团订立委托代理银行业务协议，网点、客群、存款优势显著。1）代理网点低成本存款优势显著：公司网点数量远超国有大行，代理网点占比近八成；个人存款贡献高。2）代理网点资产业务潜能巨大：随着辅助小额贷款业务的推广，代理网点有望直接产生营收贡献。3）渠道下沉，深耕县域、中西部地区：低成本存款来源稳定，涉农贷款占比高于大行平均，受益税收优惠政策。 零售业务优势显著，资产负债结构持续优化。负债端，低成本存款优势显著：存款占比和规模同比增速均高于五大行平均；其中个人存款占比高于可比同业，存款高稳定性、低成本优势显著。资产端，结构优化空间较大：公司贷款业务虽起步晚，但增速高于同业，贷款占比不断提高；得益于更高的个贷占比，其贷款收益率高于大行平均，价格优势明显。综合两端来看，邮储银行息差显著高于大行平均；且贷存比较低，代理网点资产业务潜能巨大。 受益于息差降幅收窄及中收回暖，3Q20 单季度利润恢复正增长。前三季度营收、PPOP、净利润增速分别为 2.7%、-1.3%、-2.7%，单季度来看，3Q20 营收增速较	0.71	0.74	0.82	6.52	6.19	5.58

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	2Q20 提升 0.2pct 至 1.5%，3Q20 单季净利润增速由 2Q20 的-28.1%大幅提升至 13.5%。主要受益于息差降幅收窄及中收回暖。息差方面：前三季度息差较上半年仅下降 2BP 至 2.4%，降幅有所收窄。主要得益于资产端收益率逐步企稳，负债端存款成本上升压力缓解。手续费收入方面：3Q20 单季手续费及佣金净收入同比增 27.1%，较二季度单季增速提高 20pct，银行卡、理财、代销等业务显著回暖。 资产质量持续优异，拨备计提充足。邮储银行各项资产质量指标优于同业，不良贷款率长期维持在 1%以内，3Q20 不良率为 0.88%，环比下降 1BP；测算单季年化不良净生成率为 0.14%，环比下降 32BP。资产质量前瞻指标“关注贷款率、逾期贷款率”均较低，潜在不良担忧较小。不良认定标准较严格，风险暴露充分。3Q20 拨备覆盖率 403.21%，拨贷比 3.55%，环比均有提高，风险抵补能力进一步夯实。优异资产质量得益于低风险的资产结构，且具有可持续性。 投资建议：邮储银行是一家零售特色鲜明，具有差异化特色的国有大行。我们认为，公司负债端低成本优势可持续，零售业务优势将支撑其较高贷款收益率水平，息差有望保持平稳；规模平稳增长，净利息收入增速平稳；中收增长潜力巨大。不良生成压力较小，拨备反补盈利空间较大。看好公司未来机制改善带来的 ROE 提升空间，预计 20/21 年净利润增速为 -0.1%/5.3%，给予公司 1.0 倍 20 年 PB 目标估值，对应股价 5.75 元/股，维持“强烈推荐”评级。 风险提示：代理网点资产业务开展不及预期、经济下滑影响资产质量						
广汽集团	广汽集团 2020 年前三季度的具体销量为：广汽本田 55.1 万辆（累计同比-5.7%），广汽丰田 54.3 万辆（9.5%），广汽乘用车 23.7 万辆（-14.6%），汽车合计 141 万辆（-6.7%）。 旗下日系品牌 HEV 混动车的用车成本优势明显。HEV（全混动车，不能插电）是各种传统燃油车的替代者中，全生命周期使用成本较低的一种。新能源车在经历了多年的快速发展后，市场逐渐回归到以需求为核心，即只有能帮助消费者节省成本的车，才能取得较好的销量。广汽丰田是国内 HEV 车型龙头，雷凌与凯美瑞 HEV 版本积累了较好的口碑，广汽本田近期也发布了雅阁、皓影等多款车型的 HEV 版本。在低成本、	0.66	0.82	0.95	10.27	8.27	7.13

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	高可靠性车辆占优的消费环境中，我们认为广汽旗下两田的销量将持续增长。 合资品牌总体稳中有增，广本广丰中报单车利润录得增长。公司 2020Q1-Q3 财务投资净收益 76.6 亿元，同比增长 2.1%。广本广丰 2020H1 单车利润分别为 1.1/1.8 万元，同比分别增长 3%/19%，单车利润率分别为 8%/12%。2020H1 广本广丰的产能利用率分别为 87%/107%。根据公司规划，未来年产能（包括新能源）将分别达到 94/100 万辆。我们预计未来 2 年日系仍将保持逆周期优势，广本广丰需求提升叠加产能释放，利润率将进一步提升。 自主品牌有望减亏。广汽新能源近年连续推出 Aion LX/S/V 等纯电动车，主打大空间和高续航，取得了不错的销量，但 811 电池的成本较高。未来随着消费者对高续航的偏好有望减弱，广汽新能源作为已经打开销路的品牌，零部件成本有望进一步压缩。 盈利预测与评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业总收入分别为 599、653 和 689 亿元，归母净利润分别为 67.6、84.3 和 96.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.66、0.82 和 0.95 元，0.76、0.94 和 1.09 港币。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 10.3、8.3、7.1 倍。我们看好公司日系品牌的持续逆势增长和自主品牌的减亏，维持“推荐”评级。 风险提示：乘用车需求不及预期；原材料价格大幅上涨。						
龙蟒佰利	**公司氯化法持续放量。**公司产销增长能够与行业出口数据、海外大厂产销数据能够相互印证，公司低价氯化法产品同时蚕食海外大厂与国内小厂份额，凭借低成本与氯化法技术突破市占率加速提升的逻辑持续演绎，预计无论是量还是价今年 q2 均为未来几年的单季低点，看好公司 2021~2022 年产销量跃居全球第一。 **行业库存紧张、涨价兑现。**近期行业厂家库存收紧、供应紧张，主要源于 6 月份以来外需持续边际好转，而国内小厂现金亏损下降负、海外大厂控量保价，7 月中旬以来国内普涨三轮，年初疫情以来累积库存基本消化完毕，成本端钛矿今年经受住压力测试、供需面强于钛白粉、无需担心成本端坍塌，10 月份大概率维持涨势。 **行业变革推动龙头市占率加速提升。**在硫酸法受限、氯化法高壁垒背景下，国内钛白粉的工艺路线面临变	1.44	1.84	2.24	16,70	13.10	10.7

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	迁拐点，行业整体壁垒提高是未来中长期产业趋势，可预见具备成熟氯化法技术的龙头份额将加速提升。公司是国内唯一一家能够同时实现全流程、大型化与稳定化生产的氯化法企业，未来几年在焦作、新立和攀枝花基地预计仍有氯化法产能持续投放。 **收购兼并，钛锆两翼发展。**2019 年 5 月，公司收购云南新立钛业，高钛渣、海绵钛、钛白粉顺利副产，形成一体化的低成本联产体系。2019 年 11 月，公司收购东方锆业 15.66%股权，未来公司利用自身以及东方锆业产业链和资本市场优势，加大开发澳洲锆钛共生矿、向下游新兴锆制品领域拓展以及整合国内锆产业值得期待						
星源材质	**1、客户优质，全球化供应即将加速。**公司客户已涵盖韩国 LG 化学、宁德时代、比亚迪、国轩高科、亿纬锂能、天津力神、孚能科技等国内外知名锂离子电池厂商。公司是比亚迪刀片电池主要供应商，与国轩高科通过合资公司形式实现绑定，有望随客户进入大众等车企供应链，其他客户孚能科技、亿纬锂能等企业均与欧洲传统车企建立了合作关系，是率先进入欧洲本土动力电池企业 Northvolt 的中国隔膜供应商。 **2、单线投资成本大幅降低，成本优势有望建立。**从最新产线投资成本看，公司拟建设的年产 2 亿平方米锂离子电池湿法隔膜项目单位产能投资额为 2.5 元/平方米，单位产能理论投资额已经降至行业最低水平。 **3、湿法隔膜产能利用率提升，对宁德时代销售取得突破。**湿法隔膜已经成为出货主力，2020 年上半年湿法隔膜产量 1.87 亿平方米，销量 1.15 平方米，湿法隔膜产量占比 68.17%，销量占比 51.83%，湿法隔膜已经成为主要产品。上半年公司对宁德时代销售额为 0.19 亿元，以 5.50%销售额占比位居公司第三大客户，如按照公司披露的湿法 1.24 元/平方米的均价计算，上半年公司对宁德时代销量约为 0.15 亿平方米。2019 年公司与其交易额未超过 0.194 亿元，预计全年增长明显。	0.31	0.41	0.51	85.3	63.67	51.69

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
濮耐股份	耐火材料行业空间巨大，集中度水平极低。中国耐火材料行业 2000 多亿的规模，其中制品就有 1000 多亿。但是行业内集中度水平极低，像龙头公司濮耐股份国内市场占比仅为 3%左右，全球占比仅为更小。而国外龙头的全球市占率高达 15%（除中国外）。中国耐火材料 CR10 为 10%左右，这比工业部以前的要求 2020 年达到 45%的目标差距巨大。 行业竞争激烈，结构进一步优化。耐火材料行业产能过剩，随着市场竞争的加剧、环保趋严，以及下游钢铁行业集中度提升趋势下整包模式对于耐火材料企业综合能力的要求提升，在行业多年低景气度、原材料涨价、环保政策趋严、行业政策引导以及整包模式推广下，中小企业逐步被淘汰。行业结构得到优化。龙头公司的发展环境变得更加友好。 耐材龙头综合优势领先。濮耐股份成立于 2002 年，6 年后公司于 2008 年上市。2006 年公司营业收入仅为 3.96 亿元，归母净利润仅为 2803 万元。2019 年营业收入达到 41 亿元，归母净利润达到 2.52 亿元，年复合增长率约 19%左右。 公司是国内耐火材料龙头企业，技术优势突出，产品种类齐全品质优，涵盖下游各主要应用领域，拥有从矿山、原材料、制品、整包服务和技术服务等全产业链服务，国内海外齐头并进，综合竞争力强，得益于行业变化和环保、一带一路和行业政策春风进入快速发展阶段，公司立足耐材通过技术创新拓展和升级占领下游新需求、收购兼并、原材料业务以及海外发展等，未来打造世界前 3 耐材龙头目标。 全产业链和企业生态圈模式助力公司快速发展。公司收购琳丽矿业、新疆秦翔和 2019 年公司收购西藏高纯度菱镁矿，分别年开采能力为 10 万吨、140 万吨和 100 万吨，以及公司建设配套的高纯度和电熔氧化镁项目，使得公司高性能原材料的生产能力不断增强，不但自用抗风险更能外销实现业绩高增的双轮驱动。公司已经形成了完整耐火材料的产业链条。 2020 年公司提出企业生态圈模式，和市场的中小企业合作，变竞争对手为协作伙伴，利用公司市场的核心竞争力在整包模式下将订单拆解和合作伙伴分享。嫁接中小企业的低成本和公司的技术和服务，提升公司的市场占有率和综合竞争力。 技术服务优势突出，综合竞争力强。公司是技术起家	0.33	0.47	0.56	15.00	10.53	8.84

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	的，通过技术创新提高产品性能，做到产品性价比最优，像公司的钢包自动造衬技术能够提高钢包耐材的使用寿命，降低耐材的用量，能够很大的降低公司的整包模式下的综合成本，提升公司的竞争力。这种技术服务的优势提升客户的粘性。公司作为行业龙头有着多项的技术储备，拥有国家认定的企业技术中心、博士后工作站、国家（CNAS）认可的高温陶瓷材料试验检测中心等具备技术提升的后劲和实力。 公司盈利预测及投资评级：预计公司 2020-2022 年公司归属于母公司的净利润为 3.43 亿元、4.87 亿元和 5.79 亿元，对应的EPS 分别为0.33 元、0.47 元和0.56 元，对应的动态 PE 分别为 15、10 和 9 倍，考虑到公司作为行业龙头矿山等资产进入业绩释放阶段，公司形成完善的产业链条，降低公司的生产成本。同时公司企业生态圈的建设助力公司市占率的提升和公司技术优势带来的综合竞争力和发展后劲，维持公司为“强烈推荐”的投资评级 风险提示：新模式转变速度低于预期、美元贬值和新冠疫情发展情况超出预期。						
淳中科技	公司是业内领先的显示控制系统设备及解决方案提供商，2019 年实现营业收入 3.71 亿元，同比增长34.73%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.14 亿元；同比增长 34.45%。积累了丰富的行业实施经验，拥有针对各行业不同需求提供成熟的行业解决方案能力。公司行业拓展和产品线扩充的发展战略，预计将使公司进一步巩固先发优势，丰富产品线，完善产品结构，有望大幅提升公司营收规模。同时，2019 年公司加速专业音视频芯片设计项目投入，布局上游芯片研发，提高产品竞争力，有望通过把握国产替代机遇结合丰富的行业经验基础进一步扩大市场份额。 5G 加速视频产业发展，显控行业迎来发展机遇。《超高清视频产业发展行动计划》发布，推动整个视频行业加速向高清升级换代，5G 商用加速助推产业发展。到 2022 年，我国超高清视频产业总体规模预计超过 4 万亿元，显控系统在超高清产业链中如同沙漏和哑铃结构的中间点，牢牢掌控全局应用的“调度”，未来有望充分受益于超高清视频产业的高速发展。	1.22	1.68	2.28	29.07	21.22	15.55
珀莱雅	A 股国货化妆品行业领军企业，双十一大促下有望优先受益。珀莱雅是中国本土知名化妆品研发、生产和	2.41	3.06	3.80	71.73	56.51	45.60

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	销售公司，经过了 14 年的发展，公司在扩大主品牌“珀莱雅”的影响力的同时，发展了涵盖护肤、美妆、美容等差异化定位的多个子品牌。近年来化妆品行业发展迅速，消费升级和美妆消费群体年轻化趋势为品牌升级和业务增长带来了机会，公司快速发展壮大，已逐渐成为内地化妆品的领军企业。公司自 19 年将重心转移至线上后，线上渠道持续双位数增长，其中 20 年前三季度增速约 40%，成为拉动营收增长的主要来源，20 年上半年占比达六成以上。双十一大促在即，消费需求大幅释放，公司作为美妆行业龙头将显著受益。 品牌矩阵生态化扩容，研发加持产品结构持续优化。珀莱雅产品矩阵生态化扩容体现在：一方面珀莱雅的产品矩阵复购品得到扩充，另一方面 “YNM”、“彩棠”等子品牌的成功营销也逐渐扩展了珀莱雅的产品生态边界。公司梳理品牌结构，降低“珀莱雅”的品牌依赖，完善品牌分层，品牌矩阵持续构建。新锐品牌表现突出，其中彩棠和印彩巴哈等新品牌表现亮眼，带动彩妆类增长迅猛，Q3 营收占比达 14.6%，环比提升 4.68pct，有望成为新业务增长点。公司面膜品类销售占比下降，精华品类占比上升，三季度新开发的洁肤类和彩妆类产品售价提高，产品结构持续优化。7 月公司与阿里联合打造“新品牌孵化基地”，包含护肤、彩妆等多品类，助力新品牌的孵化。公司持续加大研发投入，2020 年前三季度研发费用率达 2.34%，较同期+0.07pct。公司以研发推动产品力提升，并计划成立生物科技研发中心，预计将为品牌和产品的培育创新持续赋能。 线上为主，线下为辅，多渠道的销售体系生态网。除线下日化专营店、商超、单品店等，公司同时也布局了淘宝、京东、唯品会、聚美优品、小红书等主流电商，考拉、云集等新锐电商，且与众多新兴互联网渠道进行了广泛的合作。公司整合外部研发资源提升新产品在市场上的竞争力，加大营销力度，营销年轻化，通过内部建立年轻化营销内容团队，精准把控营销内容，多管齐下提升营销质量。与此同时，公司积极拥抱新营销模式，由传统的广告模式转变为网红直播+短视频模式，品牌影响力不断增强。 内部能力平台化，助力各品牌整合公司资源。为提升品牌孵化、运营效率，公司推动组织架构扁平化、网						

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	络化调整。公司推进平台化战略，扁平化管理建立财务、人力、供应链、研发的内部平台，协助珀莱雅团队创造利润，复制珀莱雅模式赋能子品牌发展，提升管理效率。全产业链和企业生态圈模式助力公司快速发展。 公司盈利预测及投资评级：公司渠道销售体系完善、灵活的平台化管理等优势领先行业水平，未来有望通过新品孵化完善产品、品牌矩阵。我们预计公司20/21/22年实现收入38.29/48.58/59.05亿，增速22.58%/26.88%/21.56%，同期实现归母净利4.86/6.17/7.64亿，同比增速23.69%/26.94%/23.91%，EPS为2.41/3.06/3.80，对应PE为71.73、56.51、45.60，维持“强烈推荐”评级。 风险提示：线上业务发展不及预期，新品牌孵化不及预期。						
滔搏	滔搏是国内目前最大的运动服饰分销商，作为渠道商与品牌商、作为线下零售商与电商都存在着博弈和竞合，其核心资产在于广阔的线下连锁业务，核心竞争力在于采购、供应链和管理方面的能力，长期看仍有提升份额的空间和保持优秀自由现金流的经营表现。 采购端：依靠消费者行为分析和运营能力，与优质品牌深度合作。 供应链：直营+下沉，规模效应已建立。 管理：数字化是与电商渠道抗衡之刃。	0.41	0.50	0.56	18.17	16.24	14.50
伊利股份	公司Q2营收增速恢复较好，实现营收268.75亿元，同比增长22%，归母净利润25.92亿元，同比增长72%。疫情过后随着消费者健康的重视以及消费能力的恢复，液奶动销恢复正增长，促销力度略有下降，20H1销售费用率23.81%，同比减少0.82pct，我们认为销售费用率的减少主要系促销费用减少所致。公司奶粉及奶制品营收增长快速，Q2季度营收达到34.01亿元，同比增长85.66%。一部分原因是收购Westland导致的并表，另一部分原因是公司奶酪业务快速增长带动奶粉及奶制品业务快速增长。 渠道方面，公司线下渠道继续下沉，线上渠道保持高增长。截至2020Q2，公司共有1.27万家经销商，同比增加444家。公司常温液态类乳品的市场渗透率为84.2%，比上年同期提升了0.3pct。电商业务收入同	1.13	1.37	1.57	38.08	31.34	27.45

股票	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
	比增加 49%，线上渠道成为公司新的增长驱动点。产品结构方面，公司 Q2 收入的高增长仍就受益于核心大单品的增长，新品营收占比相比同期有一定下降，上半年“金典”“安慕希”“畅轻”“金领冠”“巧乐兹”等重点产品销售收入同比增加 3.6%，新品销售占比 15.3%。						
城发环境	公司实际控制人为河南国资委，背靠控股股东河南投资集团，公司在河南省内拥有绝对的业务拓展优势，2018、2019、2020H1 公司中标的垃圾焚烧项目产能在河南省内市占率分别为 17%、43%、100%，随着公司对省内项目的把控能力正逐年增强，假设公司未来在垃圾焚烧招投标市场维持 50%的市占率，远期公司的垃圾焚烧省内产能有望达到 3 万吨/日。同时背靠股东背景优势，公司在做大垃圾焚烧体量后，未来产业链有望向前端环卫服务延伸，以打通清扫保洁-垃圾清运-焚烧发电产业链，从源头保障垃圾供应量，实现产业规模集约、上下游有效协同。截止 2020 年 6 月，公司在手 18 个垃圾焚烧发电项目，总设计产能规模达到 1.94 万吨。集团旗下火电板块多年电厂运营管理经验也为公司的垃圾焚烧项目精细化运营保驾护航。 高速业务做压舱石提供稳健现金流，以支持公司在垃圾焚烧行业集中度提升大趋势下的市占率提升。公司目前管理经营许平南高速、安林高速及林长高速等三条高速公路，现辖高速路总长度约 255 公里，加权平均剩余有效期限约 14 年，在建 G312 公路。公司高速业务经营稳定，能为公司提供每年 12 亿的经营现金流。目前垃圾焚烧行业随着环保监管的趋严与获国补难度的增加，行业内企业的洗牌期即将开启。由于大多纯垃圾焚烧企业现阶段面临较大的资本开支压力，外延拓展受自身现金储备制约，公司有望抓住未来行业集中度的趋势，通过招投标或外延并购等方式收获自身市占率的加速提升。	0.89	1.70	2.18	15.33	7.99	6.22

资料来源：东兴证券研究所

4. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

分析师简介

杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

王健辉

计算机互联网行业首席分析师，博士，2015 年新财富第二名，2018 年万得金牌分析师第一，2019 年加盟东兴证券计算机团队，组织团队专注研究：云计算、信创网安、医疗信息化、工业软件、AI 大数据、车联网、5G 应用、金融科技及数字货币等领域，奉行产业研究创造价值理念。

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

孟斯硕

工商管理硕士，曾任职太平洋证券、民生证券等，6 年食品饮料行业研究经验，2020 年 6 月加入东兴证券。

郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA（金融方向），2019 年 5 月加入东兴证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师，此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。曾于多项外部评选中上榜，如：金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师（电气设备行业）评选，今日投资 2018“天眼”中国最佳证券分析师（电气设备行业）评选，《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师（电气设备行业）评选，第一财经 2016 最佳卖方分析师（电气设备行业）评选，以及中国证券业 2013 年金牛分析师（高端装备行业）评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版；受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

张明烨

分析师简介：化工行业资深分析师。清华大学化学工程学士、硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工

行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所，从业以来获得 2017 年水晶球总榜第二名、公募榜第一名，2018 年水晶球公募榜入围，2019 年新浪金麒麟新锐分析师、东方财富化工行业前三甲第二名。

赵军胜

中央财经大学硕士，首席分析师，2011 年加盟东兴证券，从事建材、建筑等行业研究。金融界慧眼识券商行业最佳分析师 2014 和 2015 年第 4 和第 3 名。东方财富中国最佳分析师 2015 年、2016 年和 2017 年上半年建材第 3 名、建材第 1 名和建材第 3 名和建筑装饰第 1 名。卖方分析师水晶球奖 2016 和 2017 年公募基金榜连续入围。2018 年今日投资“天眼”唯一 3 年五星级分析师，2014、2016、2017 和 2018 年获最佳分析师，选股第 3 和第 1 名、盈利预测最准确分析师等。2019 年“金翼奖”第 1 名。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

洪一

中山大学金融硕士，CPA、CIIA，4 年投资研究经验，2016 年加盟东兴证券研究所。

联系人简介

林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，曾就任于买方机构覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维，2019 年 1 月加入东兴证券研究所，从事纺织服装行业研究。

陈晓博

中国人民大学会计硕士，2019 年加入东兴证券研究所，从事计算机行业研究。

田馨宇

南开大学金融学硕士。2019 年加入东兴证券研究所，从事银行行业研究。

张觉尹

西安交通大学学士，复旦大学金融硕士，2019 年加入东兴证券，从事汽车行业研究。

张阳

中国人民大学经济学硕士，2019 年加入东兴证券，从事电力设备与新能源行业研究，主要负责新能源汽车产业链方向。

张东雪

南开大学金融学硕士，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，主要覆盖乳制品、食品、部分白酒板块。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526