

晨会聚焦-20201102

■重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.11.01）：美国三季度复苏强劲，但疫情或拖累四季度增速*朱启兵。美国三季度实际 GDP 环比折年率（括号中为前值）为 33.1%(-31.4%)，高于预期 30.0%；同比增长-2.9%(-9.0%)，高于预期-3.5%。消费仍是 GDP 增长主要拉动项，不过私人投资增速极为亮眼。

【宏观】大类资产配置周报(2020.11.1)：谋划供给，深挖需求*张晓娇 朱启兵。十九届五中全会闭幕；9 月企业经营继续好转，关注年底补库存的情况。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

【策略】A 股市场月报：布局周期正当时*王君。风险冲击尚存，复苏趋势下静候海外不确定因素落地。

【固收】油价下跌、金属价格增长乏力拖累 CRB 走弱：高频数据扫描*肖成哲 王开。以铜为代表的原材料价格涨幅快速收窄，农产品带动 CPI 下行趋势依旧。

【银行】建设银行：拨备计提拖累利润负增，不良率环比上行*熊颖 林颖颖。建行综合化布局领先同业，大型客户和政府资源丰富，盈利能力长期在可比大行中处于领先水平，但考虑到建行作为国有大行，在扶持实体经济、减费让利方面仍将发挥“雁头”作用，对公司资产端收益率、手续费收入增长都将暂时带来一定影响，下调公司评级至增持。

【非银】国泰君安：投行与经纪业务收入大增，股权激励促长期发展*王军。公司 2020 年前三季度实现总营收 257.37 亿元，同比增长 24.98%；归母净利润 89.52 亿元，同比增长 36.75%；20E EPS 1.15 元，BVPS 14.20 元。

【化工】新宙邦：三季报业绩持续高增长*沈成 张咪。公司发布 2020 年三季报，前三季度实现盈利 3.74 亿元，同比增长 56.21%符合预期；维持公司买入评级。

【机械】中科电气：新建产能释放，业绩持续回暖*沈成 朱凯。公司发布 2020 年三季报，前三季度实现盈利 1.12 亿元，同比下滑 7.81%符合预期；公司负极材料产能持续释放，维持买入评级。

【汽车】福耀玻璃：Q3 业绩超预期，价值及份额提升前景看好*朱朋。公司发布 2020 年三季报，前三季度共实现营业收入 137.8 亿元，同比下降 11.9%；归母净利润 17.2 亿元，同比下降 26.6%；第三季度共实现营业收入 56.6 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 7.6 亿元，同比下降 9.8%。第三季度国内外车市复苏，公司收入增速转正，业绩略超预期。国内外市场回暖，后续业绩有望恢复增长。高附加值占比提升，产品价值有望持续增长。疫情凸显公司竞争力，国内外市场份额有望提升。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.18 元、1.48 元和 1.68 元，维持增持评级。

【电新】正泰电器：业绩稳健，盈利能力保持向好*沈成 李可伦。公司发布 2020 年三季报，盈利增长 6.42%。公司低压电器与光伏业务双轮驱动，业绩稳健增长；我们看好公司未来发展，维持买入评级。

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	3224.53	(1.47)
深证成指	13236.60	(2.09)
沪深 300	4695.33	(1.63)
中小板指	8967.11	(2.25)
创业板指	2655.86	(1.63)

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
休闲服务	(0.24)	纺织服装	(3.37)
电气设备	(0.40)	建筑材料	(2.92)
汽车	(0.76)	食品饮料	(2.75)
银行	(0.85)	传媒	(2.67)
采掘	(1.36)	非银金融	(2.66)

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

重点关注

【宏观】海外宏观周报（2020.11.01）：美国三季度复苏强劲，但疫情或拖累四季度增速

朱启兵

海外宏观数据跟踪：美国三季度实际 GDP 环比折年率（括号中为前值）为 33.1%(-31.4%)，高于预期 30.0%；同比增长-2.9%(-9.0%)，高于预期-3.5%。其中个人消费支出环比增长年率为 40.7%(-33.2%)，私人投资环比增长年率为 83.0%(-46.6%)，出口环比增长年率 59.7%(-64.4%)，进口环比增长年率为 91.1%(-54.1%)，**消费仍是 GDP 增长主要拉动项，不过私人投资增速极为亮眼。在个人消费中**，商品复苏更佳，耐用品消费环比年率为 82.2%(-1.7%)，非耐用品消费环比年率 28.8%(-15.0%)，受刺激政策影响两者的消费量均高于疫情前；但服务复苏相对缓慢，环比年率为 38.4%(-41.8%)，服务消费水平离疫情前尚有差距。**私人投资中**，住宅、设备和固定资产投资相对亮眼，环比年率分别为 59.3%(-35.6%)，70.1%(-35.9%)和 28.5%(-29.2%)，**设备与固定资产投资的高速反弹或预示企业风险偏好的回升。进出口方面，进口要优于出口，而商品贸易要优于服务贸易**，商品和服务出口环比年率分别为 104.5%(-66.8%)与-0.6%(59.6%)，而商品服务进口环比年率分别为 107.9%(-49.6%)和 24.2%(-69.9%)。美国三季度复苏强劲，制造业反弹优于服务业，私人投资亮眼，但需看到从 10 月份开始第三波疫情开始急剧恶化，尽管目前美国的复苏主要归功于解禁且我们认为即使第三波疫情继续恶化美国也不会大规模重回封锁，不过需要注意地区性封锁对四季度经济复苏带来的影响，我们预计随着新增高峰带来死亡率的小幅上升，美国四季度复苏强度或小幅低于预期。

央行与流动性跟踪：10 月欧央行货币政策决议按兵不动，符合市场预期。主要内容有 4 点：**1. 重新阐述保持关键利率不变；2. 继续推进总量为 1.35 万亿欧元的 PPEP（大流行资产购买紧急计划）**，截至 10 月 23 日，欧央行资产负债表上 PPEP 持仓为 6169 亿欧元，平均每月净头寸增加 600 亿欧元左右，是目前欧央行扩表的最主要来源，以目前速度在明年 6 月份之前都很难用完 1.35 万亿额度；**3. APP（资产购买计划）将以每月 200 亿欧元的速度推进，且年底前可额外追加 1200 亿欧元的暂时购买计划；4. 继续通过再融资操作提供充足流动性。10 月日本央行维持-0.1%基准利率不变，10 年期国债收益率目标在 0%不变，但将把 5 年及以下期限债券的购买频次在 10 月份的基础上减少一次，并将 2020 年 GDP 预期从-4.7%下调到-5.5%，核心通胀预期从-0.5%下调到-0.6%。**

疫情数据跟踪：截至 10 月 31 日，据约翰霍普金斯大学统计，新冠疫情全球累计确诊 45,866,380 例，其中全球有 9 个国家确诊超 100 万例，英国进入百万感染行列，美国累计破 900 万。确诊人数前三的国家分别是美国(9,098,300 例)、印度(8,137,119 例)和巴西(5,516,658 例)；印度疫情有所稳定，最近每天新增从之前的 5.5 万例下降至 5 万例以下；**从 9 月份开始美国每日新增数量反弹，开启第三波疫情，特别是 10 月 30 日美国新增 103530 例，为疫情以来最高，美国疫情目前正处不受控制阶段，需密切留意**；欧元区第二波疫情自 8 月初开始，目前未见好转，其中法国 10 月 25 日新增更是达到 52010 例；而英国九月初开启第二波疫情后每日新增确诊迅速飙升。**目前德法英均将在 11 月开始“封国”，封锁措施均类似，包括：关闭非必需品商店与娱乐机构、必需品商店、学校等保持开放、限制社交聚会与交往人数、企业不停工等。**

风险提示：全球经济复苏不及预期，全球疫情控制不及预期，全球刺激政策不及预期。

【宏观】大类资产配置周报(2020.11.1)：谋划供给，深挖需求

张晓娇 朱启兵

十九届五中全会闭幕；9 月企业经营继续好转，关注年底补库存的情况。大类资产配置顺序：股票>大宗>债券>货币。

宏观要闻回顾

经济数据：9 月工业企业利润同比增长 10.1%；10 月制造业 PMI 为 51.4，非制造业 PMI 为 56.2。

要闻：十九届五中全会闭幕并发布公报；发改委等十四部门联合印发《近期扩内需促消费的工作方案》；中国人民银行法将迎十七年来首次大修；人民币对美元中间价报价行调整报价模型；欧洲疫情扩大。

资产表现回顾

股市继续小幅下调。本周沪深 300 指数下跌-0.49%，沪深 300 股指期货下跌-0.62%；焦煤期货本周下跌 0%，铁矿石主力合约本周下跌-0.06%；股份制银行理财预期收益率下跌-4BP 至 3.78%，余额宝 7 天年化收益率上涨 5BP 至 1.8%；十年国债收益率下行-1BP 至 3.18%，活跃十年国债期货本周上涨 0.14%。

资产配置建议

资产配置排序：股票>大宗>债券>货币。我们解读十九届五中全会《公报》内容，认为未来五年国内高质量发展的重点，应该围绕供给端的科技和产业，以及需求端的内需释放来落实。但是考虑到需求释放要依靠居民收入和消费偏好上升，不确定性较大，因此政策短期应该更多从供给端入手，以提高研发投入和制造业转型升级投资为目的，有倾向性的安排财政和货币政策。预计 2021 年货币政策空间将进一步扩大，财政政策以稳为主，关注财政支出是否会出现结构调整。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；美国大选期间政策的不确定性。

【策略】A 股市场月报：布局周期正当时

王君

风险冲击尚存，复苏趋势下静候海外不确定因素落地。

10 月市场回顾：海外风险冲击，全球风险资产走弱。发达国家风险资产遭遇回调。10 月大类资产表现上，避险资产整体占优，风险资产内部存在分化，新兴市场权益资产、农产品幅居前，能化、发达国家权益资产跌幅较大。美国大选结果及欧洲疫情的反复成为影响本月大类资产表现的主要因素。10 月 A 股市场先涨后跌，上证综指全月上涨 0.20%，海外风险频发，经济预期趋弱使得本月 A 股涨幅趋弱。行业方面，汽车、家电、银行为代表的顺周期板块涨幅居前，高景气的电气设备行业维持相对强势，前期估值提升幅度较大的社服、农林牧渔及 TMT 板块跌幅居前。10 月市场在风格表现上进一步呈现对于业绩确定性的追逐，大市值行业龙头优势更为明显。

11 月市场展望：静候不确定因素落地。盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。1）盈利方面，11 月国内复苏趋势延续，海外节奏或有趋缓。2）流动性方面，资金面冲击有望得到阶段性缓和。3）风险偏好方面，11 月海外风险冲击尚存，静候不确定因素落地。

11 月市场配置建议：布局周期正当时。市场驱动因素从分母端转向分子端的逻辑已经形成较为一致的预期，高估值价值和成长板块均要面临业绩的考验。除了流动性角度的支撑力弱化以外，短期内海外疫情、股市波动等因素也会从情绪面对估值形成冲击。结合我们对于当前周期定位及全 A 年内盈利估值分析，当前 A 股尚处于盈利修复早期，分子端上行趋势确定，经历了前期估值回调，配置价值增加。风格方面，依然看好低估值顺周期板块，行业方面，继续看好大金融和传统周期的补涨行情：扩张晚期，顺周期板块大概率获得超额收益。经济回暖趋势叠加补充资本金需要使得银行利润回暖成为必然。对于传统周期而言，明年在美国房地产高景气和欧洲财政刺激政策施行这两个变量的影响下，需求端有望趋势性好转；过去 5 年内产能集中度逐步提升和资本开支增速持续下行，也使得商品价格向上弹性强于以往。成长股中把握业绩与估值匹配度较高的行业，推荐关注光伏、面板和消费电子。

风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

【固收】油价下跌、金属价格增长乏力拖累 CRB 走弱：高频数据扫描

肖成哲 王开

以铜为代表的原材料价格涨幅快速收窄，农产品带动 CPI 下行趋势依旧。

1. CPI 相关高频指标延续走弱态势。续受到去年高基数影响，食用农产品价格同比继续下跌至-10.20%。分项来看，猪肉价格同比继续下跌至-24.35%，蔬菜批发价格同比企稳。

2. PPI 相关指标，国内外综合类指数均走弱，黑色金属和有色金属价格走向分化：

（1）国内价格综合指数方向由背离转为同向，大宗商品价格指数同比降速扩大至 2.55%；南华综合指数同比也由正转负，下跌至-1.17%，中国铁矿石价格指数同比增幅收窄至 31.55%；受金属和油价影响，海外方面 CRB 指数同比跌幅扩大；

（2）本周工业金属价格增速不及前一周，铜价同比增速收窄至 13.77%，铝价同比降至 3.77%，LME 金属价格指数同比回落至 6.88%；

（3）黑色系价格跌速企稳，螺纹钢价格指数同比降幅收窄至-0.44%，线材价格同比降速收窄至-1.33%。中国铁矿石价格指数同比增幅收窄至 31.55%；

（4）其他重要材料价格方面，水泥价格同比降幅本期扩大至-1.21%，LLDPE 价格同比增幅扩大至 10.58%，PVC 价格同比增幅扩大至 4.27%。

3.房地产市场表现为土地冷，住房暖。100 大中城市成交土地溢价率较上一期回落至 7.61%。金九银十最后一周房屋销售余温未消，30 大中城市商品房成交面积本周同比依旧上升到 14.42%。

4.波罗的海干散货指数进一步大幅下跌至-26.42%。布伦特原油期货价格也进一步大幅下跌至-37.67%。

风险提示：欧美疫情快速反弹，全球经济未来形式依旧不明朗。

【银行】建设银行：拨备计提拖累利润负增，不良率环比上行

熊颖 林颖颖

建行综合化布局领先同业，大型客户和政府资源丰富，盈利能力长期在可比大行中处于领先水平，但考虑到建行作为国有大行，在扶持实体经济、减费让利方面仍将发挥“雁头”作用，对公司资产端收益率、手续费收入增长都将暂时带来一定影响，下调公司评级至增持。

支撑评级的要点

净利息收入稳中有增，拨备计提拖累利润下行

建设银行前三季度营收同比增 5.89%，增速较上半年小幅下降 1.76 个百分点，主要是利率市场波动带来的公允价值损失使得非息收入增速放缓，同比增 4.08%（vs10.43%,2020H），拖累营收表现。拆分来看非息收入中净手续费收入总体实现平稳增长，同比增 4.17%（vs4.34%,2020H）。净利息收入方面，得益于规模增速的进一步提升，前三季度同比增 6.66%，增速较上半年提升 0.25 个百分点。3 季度公司继续维持较大的拨备计提力度，信贷成本同比提升 24BP，拖累公司净利润增速从拨备前的 6.0%，下降至-8.66%。

息差总体稳定，存款增长良好

建设银行 3 季度总资产环比增 2.3%，其中信贷资产环比增 1.4%，公司作为国有大行积极支持地方政府债发行，3 季度证券投资类资产环比增 5%。负债端，建设银行存款实现良好增长，3 季末同环比分别增 13.4%/2.6%，在总负债中的占比为 80.7%，基本保持稳定。3 季度建设银行净息差 2.13%，环比仅下行 1BP，降幅较上半年环比变化（-5BP）明显收窄，息差的下行预计主要还是贷款定价下行使得资产端下降所致。

不良环比上行，不良生成稳定

受疫情和经济下行影响，建设银行 3 季末不良率 1.53%，环比上行 4BP。根据我们测算，公司 3 季度加回核销的不良生成率为 1.28%，较 2 季度下降 4BP。公司 3 季末拨备覆盖率 217.5%，环比下行 5.96 个百分点，拨贷比 3.33%，环比降 1BP，拨备水平处于行业中游。

估值

我们下调公司 2020/2021 年 EPS 至 0.97/1.04 元/股（原为 1.12/1.17 元/股），对应净利润增速为-9.5%/8.0%，目前股价对应市净率为 0.70x/0.65x。

评级面临的主要风险：

经济下行导致资产质量恶化超预期。

【非银】国泰君安：投行与经纪业务收入大增，股权激励促长期发展

王军

公司 2020 年前三季度实现总营收 257.37 亿元，同比增长 24.98%；归母净利润 89.52 亿元，同比增长 36.75%；20E EPS 1.15 元，BVPS 14.20 元。

三季度单季业绩亮眼，盈利水平有所提升：(1)公司 2020 年 1-9 月营业收入与归母净利润同比分别增长 24.98%和 36.75%；其中第三季度实现归母净利润 34.98 亿元，同比增长 129.24%，单季增幅亮眼。（2）年化 ROE8.75%，同比上升 2 个百分点；净利润率 34.78%，同比上升 3 个百分点。（3）经纪、自营、信用、投行、资管业务收入占比分别为 25%、25%、18%、10%、5%，分别变化+3、-2、-2、+2、-1 个百分点。

IPO 份额大幅提升，投行与经纪业务增幅显著：（1）1-9 月投行业务收入 25.42 亿元，同比增长 50.38%。股债承销总额 5,563.79 亿元，同比增加 39.73%，高于行业增速（30.74%），市场份额小幅提升至 7.10%，排名行业第三。IPO 承销金额 231.55 亿元，市场份额由上年同期的 3.31%大幅提升至 6.51%。（2）1-9 月市场日均股基成交额 9,175.30 亿元，同比增长 58.16%。受益于交投活跃度高涨，经纪业务收入 64.96 亿元，同比增长 44.61%。（3）资管业务收入 11.81 亿元，同比下降 3.30%。（4）其他业务收入 45.94 亿元，同比增长 24.28%，主要由于大宗商品交易规模扩大。

自营与信用业务稳步增长，股权激励计划落地促进公司长期发展：（1）公司上半年自营业务净收入同比下滑 9.10%，第三季度自营业务回暖收入 23.42 亿元，1-9 月共实现自营业务收入 64.07 亿元，同比增长 17.24%。（2）截至 9 月末全市场两融余额为 1.49 万亿元，较年初大幅增加 46.22%，公司融出资金增加 31.20%至 945.80 亿元，带动信用业务收入增长 12.14%至 45.17 亿元。信用减值损失同比减少 57.81%。（3）9 月公司首次授予执行董事、高管和核心骨干共 440 名激励对象 7,930 万股 A 股限制性股票，授予价格为 7.64 元/股，有助于建立长效激励约束机制，提升核心竞争力。

估值

将 20/21/22 年的归母净利润预测值由 103/121/137 亿元上调至 112/126/143。公司作为行业龙头，综合实力强劲，业务无短板，将充分受益于政策面的开放与改革，维持**增持**评级。

风险提示

政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响。

【化工】新宙邦：三季报业绩持续高增长

沈成 张咪

公司发布 2020 年三季报，前三季度实现盈利 3.74 亿元，同比增长 56.21%符合预期；维持公司买入评级。

支撑评级的要点

公司前三季度盈利同比增长 56.21%符合预期：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 20.06 亿元，同比增长 18.19%，实现盈利 3.74 亿元，同比增长 56.21%，实现扣非盈利 3.45 亿元，同比增长 49.65%；其中三季度单季实现营业收入 8.12 亿元，同比增长 26.84%，环比增长 20.83%，实现盈利 1.36 亿元，同比增长 29.34%，环比下降 2.16%，实现扣非盈利 1.24 亿元，同比增长 19.82%，环比下降 0.80%；公司业绩符合预期。

盈利能力同比提升，费用控制表现较好：公司前三季度毛利率 39.37%，同比提升 3.50 个百分点，净利率 18.85%，同比提升 4.50 个百分点；其中三季度单季毛利率 38.67%，同比提升 2.38 个百分点，环比下降 1.64 个百分点，净利率 17.10%，同比提升 0.56 个百分点，环比下降 3.79 个百分点。前三季度公司期间费用率 17.38%，同比下降 1.95 个百分点。

经营活动现金流良好：公司前三季度经营活动现金流量净额 4.18 亿元，同比增长 7.60%，其中三季度单季经营活动现金流量净额 0.91 亿元，同比增长 156.92%，环比下降 64.39%。

加码高端氟精细化学品项目，增强综合竞争力：公司公告拟投资 5.25 亿元建设海斯福高端氟精细化学品项目（二期），包括年产高端氟精细化学品 1.59 万吨和电解液 3 万吨，预计 2024 年投产，有望增强综合竞争力。

估值

根据公司 2020 年三年报与行业供需情况，我们将公司 2020-2022 年预测每股收益调整至 1.27/1.56/1.95 元（原预测数据 1.20/1.48/1.79 元），对应市盈率 58.6/47.8/38.3 倍，维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；新能源汽车产业政策风险；新能源汽车需求不达预期；价格竞争超预期；应收账款风险。

【机械】中科电气：新建产能释放，业绩持续回暖

沈成 朱凯

公司发布 2020 年三季报，前三季度实现盈利 1.12 亿元，同比下滑 7.81%符合预期；公司负极材料产能持续释放，维持买入评级。

公司 2020 年前三季度盈利同比下滑 7.81%符合预期：公司前三季度实现营业收入 6.40 亿元，同比增长 2.93%；归属上市公司股东净利润 1.12 亿元，同比下滑 7.81%；扣非后盈利 1.04 亿元，同比下滑 13.04%。第三季度实现营业收入 2.76 亿元，同比增长 24.75%，环比增长 38.98%；实现盈利 5,267 万元，同比增长 34.95%，环比增长 55.14%；实现扣非后盈利 4,898 万元，环比增长 57.55%。公司三季报业绩符合预期。

毛利率有所下滑，期间费用率小幅降低：公司前三季度毛利率为 37.71%，同比下降 6.05 个百分点。第三季度公司毛利率为 36.99%，同比、环比分别下滑 4.77、2.13 个百分点，主要是由于负极材料降价导致利润率小幅下滑。前三季度期间费用率为 20.05%，同比下降 1.88 个百分点，其中管理费用率 6.25%，降低了 0.86 个百分点，研发费用率 7.08%，提高了 1.16 个百分点。公司前三季度其他收益为 1,458 万元，同比增长 39.51%，主要是政府补助增加；计提信用减值损失为 126 万元，同比减少 158.63%，主要是销售货款回升所致。公司前三季度经营活动产生的现金流净额为 1.13 亿元，同比增长 950.21%。

负极材料新建产能持续释放，有望增厚公司业绩：公司在加大海外客户开拓力度的同时，持续开发国内市场新客户和新产品。未来随着新建项目的达产、石墨化自给率的提升与规模优势的显现，成本有望显著下降，负极业务盈利有望持续高增长。

估值

在当前股本下，结合公司三季报与行业近况，我们将公司 2020-2022 年每股收益调整为 0.27/0.42/0.49 元。（原预测每股收益为 0.27/0.42/0.50 元），对应市盈率为 42.6/27.3/23.5 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期，产业政策风险，全球新能车需求不达预期，价格竞争超预期，新建产能释放进度不达预期。

【汽车】福耀玻璃：Q3 业绩超预期，价值及份额提升前景看好

朱朋

公司发布 2020 年三季报，前三季度共实现营业收入 137.8 亿元，同比下降 11.9%；归母净利润 17.2 亿元，同比下降 26.6%；第三季度共实现营业收入 56.6 亿元，同比增长 5.8%；归母净利润 7.6 亿元，同比下降 9.8%。第三季度国内外车市复苏，公司收入增速转正，业绩略超预期。国内外市场回暖，后续业绩有望恢复增长。高附加值占比提升，产品价值有望持续增长。疫情凸显公司竞争力，国内外市场份额有望提升。我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.18 元、1.48 元和 1.68 元，维持增持评级。

支撑评级的要点

Q3 收入增速转正，业绩超预期。2020 年前三季度受疫情影响国内外汽车销量下滑，公司收入下降 11.9%；毛利率提升 0.6pct，预计受益于产品结构改善及降本增效。销售费用下降 6.3%，主要是收入规模减少所致。管理费用增加 0.3%，预计折旧摊销、修理费用等增加所致。研发费用下降 5.4%，主要是公司加强费用管控。财务费用增长 296.9%，主要是汇兑损失同比增加 4.4 亿所致；前三季度四项费用率同比上升 4.2pct。扣非净利润下降 29.0%，若剔除德国 SAM 亏损（0.86 亿）、美国公司疫情亏损（2.56 亿）及汇兑损失（4.35 亿）等非常规因素影响，前三季度利润总额仅下降 0.36%。Q3 国内汽车销量回暖，海外恢复较好，公司收入增长 5.8%；德国 SAM 亏损减少、美国浮法外售、降本增效等推动毛利率提升 4.1pct；汇兑损失同比增加 5.3 亿导致财务费用增长 274.1%，四项费用率同比上升 8.7pct；实现扣非净利润 7.2 亿（-8.6%），业绩超预期。若加回汇兑损失影响，Q3 业绩将实现高速增长。

国内外市场回暖，后续业绩有望恢复增长。国内乘用车销量自 5 月以来持续增长，并有望迎来持续 2-3 年上行周期，公司国内收入有望继续增长。美国业务三季度恢复良好，预计 2021 年有望恢复至 2019 年相当水平。德国 SAM 三季度亏损减少毛利率转正，预计四季度有望实现单月盈亏平衡。国内外业务发展势头向上，后续业绩有望恢复增长。

产品价值有望持续提升。若剔除国内外销售结构变化，前三季度 ASP 提升约 2.7%，预计主要得益于前三季度高附加值产品占比增加 2.6pct。伴随汽车配置提升及新能源汽车推广，HUD、大天窗等渗透率有望持续增长，带来公司产品结构及价格持续提升，推动公司业绩增长。

国内外市场份额有望提升。前三季度国内汽车产量下降 6.7%，但公司国内汽车玻璃前三季度收入仅下降 2.3%，第三季度增长约 17.8%，表现优于行业，显示国内份额在提升。受疫情影响，海外供应商在交付、管控上存在竞争劣势，公司有望借机扩大海外市场份额，目前在法国等市场已取得突破，未来前景可期。

估值

我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.18 元、1.48 元和 1.68 元，公司产品均价及市场份额持续提升，维持**增持**评级。

评级面临的主要风险

1） 全球疫情再次爆发；2）汽车销量不及预期；3）原材料等成本上涨。

【电新】正泰电器：业绩稳健，盈利能力保持向好

沈成 李可伦

公司发布 2020 年三季报，盈利增长 6.42%。公司低压电器与光伏业务双轮驱动，业绩稳健增长；我们看好公司未来发展，维持买入评级。

支撑评级的要点

前三季度盈利增长 6.42%：公司发布 2020 年三季报，前三季度实现营业收入 232.47 亿元，同比增长 3.43%；实现盈利 30.48 亿元，同比增长 6.42%；扣非后盈利 29.72 亿元，同比增长 6.21%，其中三季度单季实现营业收入 86.38 亿元，同比增长 7.31%，环比下降 3.06%；实现盈利 12.37 亿元，同比增长 14.56%，环比下降 15.76%。

盈利能力稳步提升，经营净现金流略降：前三季度公司销售毛利率 32.15%，同比提升 2.74 个百分点，相比于半年报 31.33%的毛利率提升 0.82 个百分点。三季度单季毛利率为 33.53%，同比提升 1.83 个百分点，环比基本持平。现金流方面，前三季度公司经营现金流净额为 28.19 亿元，同比略降 4.58%，其中三季度 18.45 亿元，同比略降 6.11%。

低压电器筑牢渠道优势：低压电器业务方面，公司巩固完善一级渠道网络布局，重点强化二级渠道网络布局与建设；在行业市场深入拓展并实现突破，与众多国企央企大客户建立战略合作关系，在各大细分行业绑定占有优势地位的标杆客户。今年上半年公司低压电器业务实现收入 81.82 亿元，毛利率 33.89%，同比保持稳定，我们预计低压电器业务三季度延续整体稳健的趋势。

运营装机容量快速提升，分布式电费收入大增：年内公司积极开展户用光伏业务模式创新、完善渠道生态建设，保持户用分布式的国内领先地位；积极参与竞价、平价项目建设，新获项目容量超过 1GW。截至三季度末，公司存量在手光伏电站总装机容量 5.12GW，同比提升 61.01%；其中集中式 1.61GW，同比增加 0.46GW，分布式 3.51GW，同比增加 1.48GW。分布式电站电费收入 15.04 亿元，同比大幅增长 70.54%。

估值

我们预计公司 2020-2022 年每股收益分别为 1.97、2.31、2.66 元，对应市盈率分别为 14.9、12.7、11.0 倍；维持**买入**评级。

评级面临的主要风险

新冠疫情影响超预期；光伏政策风险；光伏电站补贴拖欠与限电风险；国内固定资产投资不达预期；海外市场拓展不达预期。

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

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，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