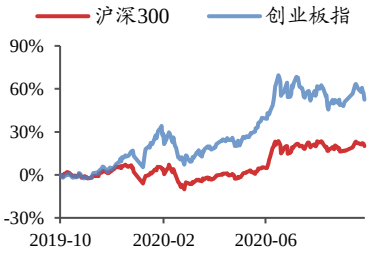
2020 年 10 月 26 日

开源晨会 1026

——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(%)
银行	0.62
房地产	-0.24
建筑装饰	-0.33
钢铁	-0.36
非银金融	-0.57

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
医药生物	-3.02
农林牧渔	-2.51
纺织服装	-2.43
机械设备	-2.41
食品饮料	-2.38

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

【策略】金融成为当下市场的最优解——投资策略周报-20201025
【宏观】美国大选倒计时——宏观经济专题-20201025
【金融工程】开源金工市场情绪周报——金融工程定期报告-20201024
【固定收益】利率债的反弹行情不必给予过多期待——固收专题-20201025
【中小盘专题】次新股说：史上最大 IPO 蚂蚁集团来袭，打新最高获配近千万

行业公司

【计算机】周观点：数字货币时代加速到来——行业周报-20201025
【非银金融】负债和资产两端驱动，继续看好保险股投资机会
【石油化工】油价维持震荡&天然气需求向好，长丝价差维持高位
【食品饮料】9 月社零数据改善，食饮三季报分化明显
【轻工制造】家具零售增速显著回暖，继续推荐定制家居龙头
【化工】昊华气体有限公司揭牌成立，4600 吨电子气体项目奠基开工
【化工】万华化学 Q3 业绩大幅改善，MDI 延续景气上行
【非银金融】金融科技巨头之间的角逐
【商业贸易】各大平台双十一预售火爆开启，直播占据 C 位
【农林牧渔】种植链系列一：玉米价格上涨后其他粮食的替代情况
【煤炭开采】兖州煤业跻身高分红俱乐部，三季报看好煤企业绩环比改善
【非银金融】寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期
【通信：光迅科技(002281.SZ)】25G 光芯片量产，光模块高景气得到验证并延续
【通信：天孚通信(300394.SZ)】光器件龙头业绩再超预期，高良率铸造护城河
【机械设备：科沃斯(603486.SH)】2020Q3 业绩超预期：自有品牌均实现高增长
【纺织服装：南极电商(002127.SZ)】Q3 净利润超市场预期，货币化率降幅收窄
【电子：生益科技(600183.SH)】Q3 盈利增速放缓，看好覆铜板产品结构优化
【电子：通富微电(002156.SZ)】国内半导体封测巨头，受益优质客户及行业景气
【计算机：航天宏图(688066.SH)】卫星应用服务领军，遥感 SaaS 高速增长
【煤炭开采：神火股份(000933.SZ)】扣非后业绩同比大幅改善，集团增持信心
【农林牧渔：大北农(002385.SZ)】生猪产业链持续向好，三季度保持高盈利
【轻工制造：顾家家居(603816.SH)】家具龙头峥嵘已现，大家居战略引领未来
【电子：歌尔股份(002241.SZ)】声学龙头布局“零件+成品”，迎终端革新浪潮
【化工：万润股份(002643.SZ)】Q3 业绩环比改善显著，静待沸石业务放量
【农林牧渔：海底捞(06862.HK)】壁垒高筑，火锅龙头加速飞奔
【电子：柏楚电子(688188.SH)】业绩高速增长，引领并深度受益高功率系统发展
【食品饮料：桃李面包(603866.SH)】业绩符合预告，增速有所改善
【通信：中国铁塔(00788.HK)】业绩持续稳健增长，“一体两翼”释放更多活力
【机械军工：江苏神通(002438.SZ)】Q3 营收与业绩大增，核电设备有效驱动增长

研报摘要

总量研究

【策略】金融成为当下市场的最优解——投资策略周报-20201025

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044| 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033

进入盈利验证期，估值驱动转弱

本周（2020 年 10 月 19 日至 2010 年 10 月 23 日），仅银行及汽车实现涨幅，几个重要的市场指数均下跌，且估值越高的指数跌幅更大。我们复盘了 10 月 23 日当天公募基金重仓前 100 中下跌幅度超过 5%或本周跌幅超过 10%的股票，发现核心原因在于：进入三季报发布期后，盈利预期存在被证伪的风险，投资者有动机卖出已经出现证伪迹象的股票；对于未出现证伪迹象的股票，由于将面临业绩真空期，兑现浮盈成为重要因素，此类股票往往是公募与北上共同重仓。这意味着并非所有“闪崩”个股都会继续调整，我们对于其中“周期成长股”并不悲观。

复苏进一步推进，上行风险概率性存在

经济随疫情修复过程中，市场担心的就是出现“逆周期退出，但内生动能不足”的情形，这种担忧在近期的宏观数据中得到了部分的支持，例如三季度的经济增速减慢，不及预期。就宏观数据来看，制造业投资和消费、出口数据持续强势，但在复苏前期起到主要作用的基建投资和房地产开发投资逐渐转弱，背后是逆周期向内生动能的切换正在发生，也意味着投资向消费、出口的切换变得可能。全球疫情后的复苏可能会对中国以制造业为主的产业链形成支撑，甚至形成“上行风险”。这种概率事件需要被投资者考虑到对于未来的情形假设中。

复苏推进，价值深化

10 月 23 日部分基金重仓股调整幅度较大，但在大量顺周期行业中公募基金重仓股表现却好于所在行业非重仓股（建筑、银行、基础化工、房地产、非银等）这意味着：低配置比例板块的机构重仓股正在形成抱团的新方向。从更具有绝对收益特征的南下资金来看，近期也对港股金融板块大幅流入，说明“防御”也不是金融上涨的唯一逻辑。根据我们风格切换与行业轮动框架的系列研究，这符合随着经济复苏的推进，深度价值品种迎来明显价格弹性的历史规律。同时，海外市场逐步走出疫情，我们此前提示的全球风格切换共振的情形可能正在发生。

无论对经济持有何种观点，金融都是当下最优选择

以金融为代表的周期价值股与成长（科技、消费）并不形成宏观上的对立，当下可能的未来是：（1）全球复苏，信贷数据大幅扩张，经济持续修复，金融领涨，后期需要转向与通胀交易更加相关的顺周期品种；（2）信贷数据如预期的在 4 季度回落高位震荡，但经济修复持续性逐步被认可，以银行为代表的金融板块资产质量逐级改善，修复估值带来股价弹性，周期成长股同样具有机会；（3）信贷数据不及预期，向下拐点型回落，出现类似 2018 年的“杀估值”行情，金融板块由于低估值具有防御属性。当下的宏观状态下，并不存在经济弱买科技消费，经济强买周期的选择题，金融股是应该是当下对经济持有不同观点投资者的共同选择：第一顺位推荐当下宏观不确定性下的期权品种：银行、保险、房地产；第二顺位推荐行业景气度上行的：化工（大炼化、钛白粉等）、汽车、集运。

风险提示：疫情导致经济再次大面积封锁，宏观政策超预期收紧

【宏观】美国大选倒计时——宏观经济专题-20201025

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008| 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

2020 年美国大选辩论正式落下帷幕，特朗普和拜登进入到最后的决战时刻。

美国大选现场投票日前，一般有 3 场总统辩论。因特朗普感染新冠病毒，2020 年大选的总统辩论缩减至 2 场。随着终场辩论于 10 月 22 日结束，特朗普和拜登的同台交锋落下帷幕。接下来，他们将前往各州路演、拉票，为大选做最后冲刺。

前后 2 场总统辩论，特朗普和拜登的政策主张阐述，与各自执政纲领基本保持一致。首场和终场总统辩论，均围绕新冠疫情、种族问题、经济、移民等议题展开。总结来看，特朗普与拜登主要是在国家安全、移民及气候变化等议题上相互攻击。双方在经济、移民等政策主张的细节阐述上，与此前公布的施政纲领保持一致。

2 场总统辩论后，拜登选情持续占优；但考虑到民调统计误差及取样局限等，大选依然存在不确定性。美国民调统计误差阈值在 4 个百分点左右。2 场总统辩论后，拜登民调支持率持续领先，但在多个关键摇摆州的优势小于 4 个百分点。同时，因不使用电子产品，众多支持特朗普的避世教徒的意见，无法体现在民调中。

投票情况方面，美国大部分州已自 9 月起启动提前投票；截至 10 月 23 日，有 5400 多万选民完成提前投票，刷新历史新高。受疫情影响，美国大部分州较以往更早开放了提前投票。目前，提前投票选民数超过 5400 万，接近 2016 年提前投票总数、创历史新高。州层面，多个州提前投票数超过 2016 总投票数的一半。

提前投票中，现场投票方面，两党选民数量相当；邮寄投票方面，民主党选民占据绝对多数。美国有 17 个州公布了提前投票选民的分党派数据。从已披露的数据来看，提前现场投票中，民主党、共和党选民分别达到 177 万、181 万；邮寄投票中，民主党选民寄回的选票数达到 1058 万张，远超共和党选民的 489 万张。

未来一段时间，两党可能就邮寄选票的合法性问题展开激烈斗争；若无法达成一致，美国大选的不确定性或进一步抬升。随着民主党选民更青睐邮寄投票，特朗普近期频频暗示可能拒绝承认邮寄选票，而拜登强调将仅承认所有邮寄选票确认完毕之后的结果。接下来，双方预计将就邮寄选票展开激烈斗争。若无法达成一致，或需美国最高法院介入。目前，传统上支持共和党的保守派大法官人数更多。

风险提示：美国邮寄选票之争愈演愈烈，引发最高法院介入。

【金融工程】开源金工市场情绪周报（2020 年 10 月 25 日）——金融工程定期报告-20201024

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（联系人）证书编号：S0790120030040

市场普遍下跌，沪深 300 指数跌幅最小

本周（2020.10.19-2020.10.23），相比上周（2020.10.11-2020.10.16）指数表现，市场延续上周（2020.10.11-2020.10.16）三以来的下跌趋势，本周出现较大幅度的回调。所选市场指数中，创业板指数的跌幅最大，本周累计下跌 4.54%；沪深 300 指数本周跌幅最小，累计下跌 1.53%。风格层面，低估值的大盘股表现整体相对稳健，而中小盘股表现则要偏弱。

市场指数出现较为明显的回落，震荡调整是当前主旋律。估值方面，以上证指数滚动市盈率为例，截至本周五（2020.10.23），其市盈率（TTM）水平为 15.68 倍。

本周（2020.10.19-2020.10.23）沪深两市成交额相比上周（2020.10.11-2020.10.16）有较为明显的回落。市场整体日均成交金额为 6928.34 亿元，相比上周（2020.10.11-2020.10.16）减少 1284.81 亿元。

市场情绪消极，尾部风险担忧有所增加

本周（2020.10.19-2020.10.23）全市场上涨家数少于下跌家数，周度均值分别为 1424 家和 2454 家，上涨家数占比为 35.14%。本周跌停家数为平均 7 家，涨停家数平均为 33 家，跌停涨停比为 22.7%，相比上周（2020.10.11-2020.10.16）增加了 7.13%，尾部风险担忧小幅上升。

本周（2020.10.19-2020.10.23）市场以震荡下行为主，行情整体表现较弱。从价格趋势上看，收盘价向上突破 20 日均线个股占比小幅上升后逐渐走弱，截至本周五（2020.10.23）的最新值为 33.54%，相比上周（2020.10.11-

2020.10.16）降低约 19.9%，市场上涨动力不足。

本周（2020.10.19-2020.10.23）市场的收益表现较上周（2020.10.11-2020.10.16）有明显的弱化，“赚钱效应”于上周（2020.10.11-2020.10.16）末以及本周初（2020.10.19）有所回复，但后续并未持续改善。

短端利率抬升明显，期限利差维持低位震荡

本周（2020.10.19-2020.10.23）市场资金成本水平延续上周（2020.10.11-2020.10.16）趋势，作为短期利率水平的代理变量，本周 3 个月的 Shibor 利率最新值收为 2.89%，同比增加约 10bp；长期利率水平代理变量十年期国债收益率最新值为 3.20%，基本与上周（2020.10.11-2020.10.16）持平。

期限利差（国债 10Y-1Y）小幅下降，最新值为 51bp，同比下降 1bp。信用利差（企业债 AA-AAA）小幅降低，最新值为 55bp，同比下降 1bp。

北上资金本周（2020.10.19-2020.10.23）持续流出，融资余额小幅增长

本周北向资金持续净流出 140.26 亿元。从个股层面来看，北向资金本周（2020.10.19-2020.10.23）继续加码格力电器，近 7 日累计净买入 27.22 亿元；立讯精密则遭持续卖出，近 7 日累计净流出 13.6 亿元。

沪深两市融资融券余额本周（截至 2020.10.23）小幅增加，融资融券余额相比上周（2020.10.11-2020.10.16）五增加 81.96 亿元，其中融资余额增加 54.18 亿元，融券余额增加 27.78 亿元。北向资金流出明显，杠杆资金的入场速度也有所减慢，市场资金面整体偏弱。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【固定收益】利率债的反弹行情不必给予过多期待——固收专题-20201025

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

历史上值得参与的利率债反弹往往存在共性

1）在历史上四次利率债的显著反弹中，有三次行情是伴随着货币政策的阶段性宽松而出现的（除了 2009 年 5 月那次）。从该规律去看，货币政策所提供流动性的多寡至少是反弹幅度的决定者之一。

2）偏大的利率债反弹幅度还需要有利的季节性的配合，利率债的反弹如果出现在 4-5 月或 8 月，反弹的幅度才容易被季节性放大。当有利的季节与货币政策反复的需求重叠后，利率债的反弹才容易变得可参与。

当前有利的是货币政策边际上变得稍微宽松一些

当前有利的是：货币政策的确可能边际上变得宽松一些，但不利的是：季节性仍然是反弹幅度的主要制约。

1）一般来说，市场往往会通过 M2 所代表的货币派生速度去预测基本面的变化，在 M2 接近见顶或已经开始走低之后，货币政策往往会做出一些向宽的反复，去对冲这种边际走弱的预期。从历史上货币政策在收紧通道中的反复时点看，基本都可以验证这一判断。

2）当前的季节性是偏不利的。进入四季度之后，往往交易量会出于流动性偏紧及临近年终等原因明显下滑，此时即使货币政策出现短时的边际宽松，其所释放的流动性对行情的影响也会被部分消磨掉。因此，通过历史复盘不难发现，利率债即使在四季度出现反弹行情，其反弹幅度也不会太大。

利率债在 2021 年二季度可能会出现一轮更加值得参与的反弹行情

1）2021 年 1 季度的 GDP 同比增长到达高点后，注定会因基数的增加而大幅下滑，利率及情绪可能因此而做出顺势调整，货币政策也存在阶段性宽松的可能；2）此外，二季度在季节性上通常是一个容易发生反弹的季节，

无论是机构配置需求的季节性旺盛还是流动性的季节性宽松，都可能会增加利率债的反弹稳定性。

短时来看，利率债建议延续短久期、低杠杆的避险策略

无论是出于偏弱的季节性还是对 2021 年基本面数据的避险预期，利率债难以出现显著的反弹行情，即使反弹出现，也很可能因其不稳定且幅度偏窄等原因，可参与性并不充足。至少在 2021 年 2 月之前，利率债走势的概率分布图仍然会显示出偏谨慎的信息，建议利率债配置延续避险策略：短久期、低杠杆。

风险提示：人民币升值、货币政策紧缩。

【中小盘专题】次新股说：史上最大 IPO 蚂蚁集团来袭，打新最高获配近千万（2020 批次 40、41）——中小盘 IPO 专题-20201024

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

本批核发新股 2 家，科创板和创业板注册 7 家，宝丽迪等值得重点跟踪

证监会本批核发新股 2 家（上批 4 家），科创板和创业板注册 7 家（上批 6 家），核发速度减慢但注册速度加快。主板和中小板：五洲特纸、金富科技。科创板：步科股份、中控技术、金达莱、豪森股份。创业板：宝丽迪、狄耐克、日月明。

2020 年 10 月 21 日，证监会同意蚂蚁集团科创板 IPO 注册，同时港交所通过蚂蚁集团聆讯。10 月 23 日，蚂蚁集团完成初步询价并将于 10 月 29 日开启申购。此次蚂蚁集团计划在 A 股和 H 股初始发行各不超过 16.71 亿股，另外分别授予不超过 A、H 股初始发行股份数量 15%的超额配售选择权。此次 A 股初始发行的 16.71 亿股中，战略配售数量为 13.37 亿股，占比 80%。扣除战略配售后，本次 A 股初始发行股数为 3.34 亿股，其中网下初始发行数量为 2.67 亿股，占比 80%，网上初始发行数量为 0.67 亿股，占比 20%。

预计本次蚂蚁集团 A+H 股同步发行募资规模达 350 亿美元左右，将取代沙特阿美的 290 亿美元成为史上最大规模 IPO。庞大的融资规模有望为投资者创造丰厚的打新收益。根据我们的测算，预计蚂蚁集团科创板初步询价中，A 类机构投资者中签率为 0.47%-0.53%，C 类机构投资者中签率为 0.42%-0.48%，顶格申购（预计 20 亿元）情况下单账户获配金额可达近一千万。假设蚂蚁集团上市首日涨幅为 30%-80%,则预计为 A 类、C 类顶格申购账户创造 0.14%-0.42%以及 0.13%-0.38%的打新收益率。

本期（2020.10.19-2020.10.23）科创板和创业板上会 21 家，主板和中小板上会 11 家，过会率均为 100%

本期（2020.10.19-2020.10.23）科创板和创业板上会 21 家，较上期（2020.10.11-2020.10.16）18 家有所增加，过会率为 100%。主板和中小板上会 11 家，较上期（2020.10.11-2020.10.16）3 家有所增加，过会率为 100%。剔除金融股后，本期（2020.10.19-2020.10.23）科创板与创业板平均募资约 6.38 亿元，低于上期（2020.10.11-2020.10.16）的 7.26 亿元。本期（2020.10.19-2020.10.23）主板和中小板平均募资约 31.07 亿元，高于上期（2020.10.11-2020.10.16）的 9.59 亿元。本期（2020.10.19-2020.10.23）科创板上市首日平均涨幅 109.2%，低于上期（2020.10.11-2020.10.16）的 228.2%。本期（2020.10.19-2020.10.23）创业板上市首日平均涨幅 271.2%，高于上期（2020.10.11-2020.10.16）的 131.2%。主板和中小板本期（2020.10.19-2020.10.23）开板新股 7 只，开板平均涨幅为 289.1%，高于上期（2020.10.11-2020.10.16）100.7%。

开源中小盘次新股重点跟踪组合

三只松鼠（电商渠道休闲零食龙头，向全国化、全品类、全渠道的综合平台迈进）、良品铺子（国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头）、万泰生物（首个本土二价 HPV 疫苗，化学发光试剂高速放量）、新产业（化学发光龙头，有望充分受益体外诊断领域国产替代）、康华生物（人二倍体狂犬病疫苗优势明显，渗透率提升空间大）、青鸟消防（消防电子龙头，新技术、新市场、新产品三轮驱动快速成长）、豪悦护理（个人卫生护理用品 ODM

龙头，客户资源优质）。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

行业公司

【计算机】周观点：数字货币时代加速到来——行业周报-20201025

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

一周市场回顾：本周（2020.10.19-2020.10.23），沪深 300 指数下跌 1.53%，计算机指数下跌 3.44%。

周观点：数字货币时代加速到来

1）银行法修订，为数字货币发行提供法律依据

10 月 23 日，根据《中国经济网》报道，中国人民银行就《中华人民共和国中国人民银行法(修订草案征求意见稿)》公开征求意见，《征求意见稿》规定，人民币包括实物形式和数字形式；为防范虚拟货币风险，明确任何单位和个人禁止制作和发售数字代币，为发行数字货币提供法律依据。

2）国内数字货币研发和测试明显加速

2019 年 8 月，时任央行支付结算司副司长的穆长春公开表示央行数字货币 DC/EP 的研究已经进行五年，即将呼之欲出。而 2020 年 5 月，苏州部分单位将员工工资中的交通补贴的 50%通过央行数字货币的形式发放，应用场景真正开始落地。10 月，深圳开展“数字人民币红包”试点活动，此次测试涵盖数字人民币发行、投放、流通环境建设、个人账户开通以及消费场景等多个环节。目前数字人民币已在深圳、苏州、雄安新区、成都及未来的冬奥场景进行内部封闭试点测试，为未来推广应用奠定基础。

3）多国积极表态，加速推进数字货币的落地

数字货币未来或将改变现有的国际支付体系，具备重大的战略意义，多国均在研究数字货币相关技术。4 月，韩国央行宣布将在 2021 年对央行数字货币进行试点；10 月，俄罗斯中央银行行长 Elvira Nabiullina 表示俄罗斯央行将于 2021 年底试点数字货币。在落地层面，10 月 22 日据国外媒体报道，全球数字支付平台 PayPal 正在推出自己的加密货币服务，允许人们在其网站和应用程序上购买、持有和出售数字货币。同时从 2021 年初开始，其用户还能使用数字加密货币在其网络上的 2600 万商户进行购物。

投资建议：

一方面，银行法修订，为数字货币发行提供法律依据；另一方面，国内数字货币的研发和测试也正在加速，数字货币产业大势已经到来。数字货币涉及到银行相关系统的改造，建议关注神州信息、长亮科技、宇信科技、高伟达、广电运通等；涉及到支付设备的改造，建议关注新大陆、新国都、拉卡拉等；数字货币涉及加密算法，建议关注卫士通、格尔软件、数字认证等。

此外，重点推荐国联股份、淳中科技、中科曙光。同时推荐：

1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、宝信软件、鼎捷软件；关注浪潮信息、致远互联、新开普、泛微网络、福昕软件、石基信息。

2）网络安全：推荐深信服、绿盟科技、奇安信、启明星辰、安恒信息、迪普科技；关注南洋股份（天融信）、美亚柏科、拓尔思、中新赛克。

3）信创行业：推荐中科曙光、金山办公、华宇软件；关注中孚信息、神州数码、中国长城、中国软件、诚迈科技、北信源、太极股份、东华软件、东方通等

4）金融 IT：关注恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺

5）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康，关注思创医惠、久远银海、万达信息。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【非银金融】负债和资产两端驱动，继续看好保险股投资机会——非银金融行业周报-20201025

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：负债端和资产端共振，继续看好保险股投资机会

上市险企积极备战开门红，目前预售情况良好，我们预计 2021 年开门红保费增速有望超预期，国债收益率持续上行，保险负债端和资产端双轮驱动，继续看好保险板块投资机会。本周证监会副主席李超表态全市场推行注册制条件已经逐步具备，我们预计后续全面注册制进程以及配套制度落地时间有望超预期，证券行业全面受益，看好 3 季报高增长标的投资机会。

保险：看好开门红超预期，负债和资产两端共振驱动估值修复

1）上市险企积极备战 2021 年开门红，中国太保和中国人寿先后于 10 月开售开门红主打产品，我们预计产品销售情况超预期，中国平安预计在 11 月 1 日开售开门红产品。整体看，上市险企提早积极布局开门红，对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。2）经济复苏持续，央行表态货币政策稳健中性，长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，开门红保费增速有望超预期，继续看好保险股投资机会。受益标的中国太保、新华保险和中国平安。

券商：全面推行注册制进度或超预期，关注政策催化

1）证监会副主席李超 10 月 22 日在 2020 金融街论坛年会上表示：“全市场推行注册制条件已经逐步具备，下一步证监会将保持定力、循序渐进、扎实稳妥办好注册制改革这件大事，研究制定全市场推行注册制的实施方案”。我们预计全面注册制推行进程有望超预期，后续包括中长期资金引入、两融标的扩容、交易制度改善等配套制度优化方案也有望加快落地，券商经纪、投行、直投、资金型业务全面受益。2）券商 3 季报临近，我们预计上市券商前 3 季度净利润同比+41%，年化 ROE 升至 9.5%，头部券商及差异化优势明显券商 3 季报有望超预期。3）目前券商板块估值已回落至历史中枢，后续政策利好有望超预期，看好券商板块中盈利高增长标的投资机会。推荐国金证券和东方财富，受益标的华泰证券、中信证券、中金公司(港股)和招商证券。

受益标的组合：

保险：中国太保，新华保险，中国平安。

券商：国金证券，东方财富，华泰证券，中信证券，中金公司(港股)，招商证券；

风险提示：海外不确定性造成权益市场风险偏好下降；长端利率走低带来保险利差损担忧。

【石油化工】油价维持震荡&天然气需求向好，长丝价差维持高位——行业周报-20201025

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价维持震荡&天然气需求向好，长丝价差维持高位

截止本周五（10 月 23 日），Brent 油价为 41.95 美元/桶，较上周（2020.10.11-2020.10.16）下跌 1.26 美元/桶。新冠病例数据激增及油品库存数据表现欠佳加重市场担忧情绪，财政刺激法案预计大选前陷于僵局，油价维持震荡格局；天然气方面，内蒙、新疆及东北部分地区已逐步开始供暖，持续提振天然气需求，但与往年不同的是 2020 年国家管网公司运行后的调峰统筹能力明显提升，冬季旺季的成本端压力有望明显优于过往年度，拥有 LNG 气源和进口能力的上市公司或将受益。聚酯方面，本周（2020.10.19-2020.10.23）江浙化纤织造综合开机率为 81.20%，环

比上升 8.47%。根据百川资讯，下游工厂在临近双十一加足马力，日夜备货，目前工厂订单多维持到 11 月上旬，短期内开机率难以下滑，助推长丝价差维持相对高位。受益标的：1）民营大炼化：桐昆股份、荣盛石化、恒逸石化；2）轻烃裂解龙头：卫星石化；3）油服龙头：中海油服；4）煤制烯烃龙头：宝丰能源；5）民营加油站：和顺石油；6）受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

原油去库存持续&需求承压，OPEC+有望推迟增产计划

原油产量下降&钻井数增加：根据 EIA 最新数据，10 月 16 日当周美国原油产量为 990 万桶/天，周环比减少 60 万桶/天；根据 Baker Hughes 最新数据，10 月 16 日当周美国活跃钻井数 287 台，周环比增加 5 台；原油去库持续：10 月 16 日当周美国商业原油库存为 4.88 亿桶，周环比减少 100.2 万桶，自 7 月 3 日来已出现明显去库趋势；汽油库存为 2.27 亿桶，周环比增加 189.5 万桶，超预期上涨，创 6 月 5 日以来的最大增幅；需求短暂承压：10 月 16 日当周美国炼厂原油加工能力为 1862 万桶/天，与上周（2020.10.11-2020.10.16）持平；炼厂开工率为 73%，周环比下降 2.2%；美国油品消费量为 1811 万桶/天，周环比减少 136 万桶/天。本周（2020.10.19-2020.10.23）OPEC+产油国部长级会议重申，所有参与国需在 12 月前提交补偿减产计划，各国在 2020 年 9 月补偿减产了 24.9 万桶/日，以弥补此前生产过剩。俄罗斯总统普京表示，俄罗斯不排除将 OPEC+增产计划推迟的可能性，这表明 OPEC+可能在更长时间内限制产油量，后续需关注 OPEC+产油国的补偿减产计划及 12 月 1 日的会议结果。

供需错配国际气价上涨，供暖季来临提振需求

截止本周五（10 月 23 日），NYMEX 天然气价格为 2.94 美元/百万英热，周环比上涨 0.25 美元/百万英热。美国 NOAA 于 10 月 8 日发布报告称，2020 年发生拉尼娜现象的概率达 85%，“冷冬”预期推动全球需求；从供给端来看，受国际油价暴跌及疫情下需求疲软影响，2020 年全球已有 13 个 LNG 液化项目延迟，受影响产能超过 1.4 亿吨/年，供需错配推动国际天然气价上涨。我国供暖旺季来临提振需求：内蒙、新疆及东北部分地区已经逐步开始供暖，11 月北方将进入全面供暖旺季，将持续提振天然气需求，与往年不同的是 2020 年国家管网公司运行后的调峰统筹能力明显提升，冬季旺季的成本端压力有望明显优于过往年度，拥有 LNG 气源和进口能力的上市公司或将受益，如：新奥股份。

终端纺服需求支撑，长丝价差维持 2020 年高位

本周（2020.10.19-2020.10.23）江浙地区化纤织造综合开机率为 81.20%，环比上升 8.47%。根据百川资讯，下游工厂在临近双十一加足马力，日夜备货，目前工厂订单多维持到 11 月上旬附近，推动了上游原料价格的不断上涨。短期内终端织造开机率难以下滑，仍维持相对高位。价差方面：本周（2020.10.19-2020.10.23）PX-石脑油价差扩大 19.92%；PTA-PX 价差缩小 0.27%；周涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差小幅缩小 1.89%，维持 2020 年高位。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【食品饮料】9 月社零数据改善，食饮三季报分化明显——行业周报-20201025

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

核心观点：洋河股份底部趋势确立，涪陵榨菜短期承压前景看好

2020 年 9 月社会消费品零售总额增长 3.3%，增速环比 8 月份提升 2.8pct，疫情得到控制，经济全面回暖；节日消费需求改善，备货增长是主要原因。9 月餐饮及限额以上餐饮收入分别-2.9%与+1.9%，增速环比大幅改善，其中限额以上餐饮增速首次回正，原因在于疫情防控到位，多数餐饮门店限制开放，需求逐渐恢复。从细分子行业来看，9 月粮油食品类、饮料类、烟酒类分别增 7.8%、22.0%、17.6%，环比提升 3.6pct、9.1pct 与 14.5pct，我们认为增速回暖原因在于：一是 8 月是消费淡季，增速本来不快；二是 9 月临近中秋国庆双节，消费预热，厂家备货增加。虽然疫情局部地区略有反弹，但整体回暖趋势不变。我们预计受益于节日消费气氛浓厚，10 月社会消费品零售总额增速大概率持续回暖。

洋河股份已披露三季报，从报表情况与产业调研结合来看，我们可以判断公司底部趋势已经确立。依靠缩减冗余经销销、改变费用投放方式、产品结构升级替代等措施，公司三季度实现了调整以来首次正增长。目前海之蓝、天之蓝库存低位，价格有序回升，2021 年将进入恢复增长期。随着 M6+站位成功及渠道利益理顺，公司品牌力和发展赛道将再上新台阶，成长空间打开，经营拐点渐行渐近。同时内部激励有望落地，保障未来进一步增长。涪陵榨菜三季度业绩低于预期，主因在于投资收益减少 0.17 亿、毛利率下降 1.0pct，以及销售费用率提升 2.1pct。公司已公告定增预案，大股东与董事长参与，彰显公司发展信心。发行价格尚未确定，市场价格可能有波动，但公司未来发展节奏清晰，短期看公司渠道红利带来榨菜持续增长，长期看泡菜、酱腌菜的品类扩张，未来趋势向好，前景可期。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率加速增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，确保全年目标达成。目前公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，估计全年可顺利达成目标。（4）海天味业动销良性发展，考虑三季度进入淡季，预计营收增速可能略有回落。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘

10 月 19 日- 10 月 23 日，食品饮料指数下跌 0.5%，子行业中排名第 4，高于沪深 300 1.0pct，子行业中葡萄酒（5.4%）、黄酒（3.2%）及啤酒（3.0%）涨幅较大。三季报披露期间，市场风险偏好下降，倾向于选择业绩稳定的食品饮料板块。个股方面，金徽酒、惠泉啤酒、ST 舍得等涨幅领先；盐津铺子、嘉必优、甘源食品等跌幅居前。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

【轻工制造】家具零售增速显著回暖，继续推荐定制家居龙头——行业双周报-20201025

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：索菲亚、欧派家居、志邦家居、顾家家居、晨光文具、中顺洁柔

家居复苏组合：索菲亚、欧派家居，志邦家居、顾家家居

消费成长组合：晨光文具、中顺洁柔

造纸涨价组合：太阳纸业；白卡纸涨价受益组合：博汇纸业

新型烟草组合：思摩尔国际

（文中“本周”指 2020.10.19—10.23，“上周（2020.10.11-2020.10.16）”指 2020.10.12—10.16。）

2020 年 9 月社零数据回暖略超预期，家具类零售额当月同比增速显著修复

1）2020 年 9 月社零总额当月同比上升 3.3%（Wind 一致预期为+2.25%），增速环比提升 2.8pct。其中，家具类零售额当月同比增速显著修复，建议重点关注。2020 年 9 月家具类零售额当月同比下降 0.6%，降幅环比缩小 3.6pct。此外，对于竣工数据的短期回落，我们认为竣工缺口的回补是刚需，可能会有所延后但不会消失。

2）必选消费品类当月同比增速维持高位，其中文化办公用品类增速有所提升。2020 年 9 月，日用品类零售额当月同比增加 10.7%，增速环比回落 0.7pct。2020 年 9 月，文化办公用品类零售额当月同比增加 12.2%，增速环比提升 2.8pct。

推荐布局一：景气度仍有持续提升预期，重点推荐家居内需和出口两条主线

1）家居内需复苏：我们继续维持前期判断，2020H2 家居内需零售的性价比好于工程，零售中持续推荐前期市场预期较低的定制家居板块。近期，定制家居龙头的价值已逐步被市场认知，近两月涨幅处于行业前列。但我们认为定制家居龙头业绩真正释放的阶段从 2020Q3 才刚开始且预计具有较好的持续性，因此仍有空间。从业绩反转的弹性角度，推荐索菲亚（业绩前瞻指标大幅改善，工程扩品类）；行业龙头角度，推荐欧派家居；扩品类弹性，推荐志邦家居（2020Q3 超预期）。

2）家居外需复苏：外需复苏的关注点或可有所变化。前期外需受益弹性更大的是因疫情影响下带来居家办公需求，这块的需求我们预计仍有望持续。但此外，美国房地产销售火热带来的潜在后续家居需求市场预期还不太充分，建议关注出口占比较高的软体家具板块，本周新增推荐标的顾家家居（受益海内外需求催化）。

推荐布局二：行业竞争格局优化且具有长期逻辑的成长性标的

1）推荐文具行业龙头晨光文具：疫情负面冲击逐渐过去，公司 2020Q3 传统业务预计将显著回暖。同时，需要重点关注的是疫情带来的行业集中度提升。我们认为疫情间公司对门店排面市占率的提升和线上渠道突破是疫情后长期可持续的。

2）推荐电子烟雾化龙头思摩尔国际：PMTA 按计划推进，有望带动中小品牌退出，继续看好思摩尔在技术研发、客户积累和供应链上的壁垒，建议长期关注。

3）推荐生活用纸龙头中顺洁柔：伴随体量提升，周期性正逐渐弱化。太阳、个护品类拓展空间大，线上、母婴等渠道后劲足。估值已接近合理区间，建议关注。

4）推荐文化纸龙头太阳纸业：文化纸涨价落地幅度虽还不大，但后续仍有党建需求的催化。公司产能投放以及原材料成本端优势带来的长期成长属性不变。

风险提示：行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

【化工】昊华气体有限公司揭牌成立，4600 吨电子气体项目奠基开工——新材料行业周报-20201025

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

本周（2020.10.19—10.23）行情回顾

截至本周五（10 月 23 日），上证综指收于 3278 点，较上周五（10 月 16 日）的 3336.36 点下跌 1.75%；创业板指报 2600.84 点，较上周五（10 月 16 日）下跌 4.54%。新材料指数报 3223.64 点，较上周五（10 月 16 日）下跌 4.1%，跑赢创业板指 0.44%；半导体材料指数报 1671.08 点，较上周五（10 月 16 日）下跌 4.47%，跑赢创业板指 0.07%；液晶显示指数报 10170.04 点，较上周五（10 月 16 日）下跌 2.78%，跑赢创业板指 1.76%；OLED 指数报 2774.96 点，较上周五（10 月 16 日）下跌 3.32%，跑赢创业板指 1.22%；尾气治理指数报 1983.69 点，较上周五（10 月 16 日）下跌 5.55%，跑输创业板指 1.02%。

本周（2020.10.19-2020.10.23）新材料板块的 100 只个股中，有 20 只周度上涨（占比 20%），有 79 只周度下跌（占比 79%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：多氟多、石大胜华、三环集团、银禧科技、诚志股份；7 日跌幅前五名的个股分别是：科思股份、南京聚隆、南大光电、雅克科技、容大感光。

开源化工新材料周观察：六氟化钨——晶圆制造 CVD 环节的重要气体材料

随着集成电路集成度的日益提高，器件日益微型化、线宽日益减小，钨成为集成电路的栅极和布线的首选材料。在微电子领域，高纯钨是指纯度在 99.999%（5N）以上的钨。六氟化钨（WF6）是唯一能稳定存在的钨的氟化物，晶圆制造中一般也是用电子级六氟化钨特种气体来制备高纯钨，目前普遍采用的方法是气相沉积法（CVD）。在全球范围内，半导体产业对六氟化钨的消费占比在 75%以上，所以半导体行业的发展是拉动六氟化钨需求增长最主要的因素。据恒州博智资讯网数据，六氟化钨的全球消费量预计到 2025 年将达 9975.15 吨。中船重工 718 所现有电

子级六氟化钨产能 800 吨/年，计划将于 2020 年扩产至 1300 吨/年。昊华科技黎明院拟投资 9 亿元建设的 4600 吨/年电子特气项目正式奠基开工，其中包括 600 吨/年的六氟化钨产能，预计将于 2021 年建成投产。

重要公司公告及行业资讯

【彤程新材】公司 2020 年前三季度实现归母净利润 3.29 亿元，同比增长 0.29%；期中 Q3 单季度实现归母净利润 1.49 亿元，同比增长 56.84%。

【万润股份】公司 2020 年前三季度实现归母净利润 3.48 亿元，同比减少 4.88%；期中 Q3 单季度实现归母净利润 1.32 亿元，同比减少 2.62%。

【昊华科技】10 月 22 日，中国化工集团昊华气体有限公司在洛阳揭牌成立，年产 4600 吨特种含氟电子气体项目同步奠基开工。项目计划投资 9 亿元，预计建设周期 18 个月，包括 3000 吨三氟化氮、1000 吨四氟化碳及 600 吨六氟化钨。

受益标的

我们看好 OLED 材料、军工材料近三年的高确定性成长，看好 2020 年尾气催化材料、医药 CDMO 进入加速增长元年，看好半导体材料的国家战略高度。受益标的：昊华科技、彤程新材、瑞联新材、万润股份、濮阳惠成等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【化工】万华化学 Q3 业绩大幅改善，MDI 延续景气上行——化工行业周报-20201025

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

本周（2020.10.19—10.23）行业观点：万华化学 Q3 业绩大幅改善，MDI 延续景气上行

10 月 22 日，万华化学发布《2020 年第三季度报告》，前三季度公司实现营收 492.32 亿元（同比+1.43%），归母净利润 53.49 亿元（同比-32.28%）；Q3 单季度公司实现营收 183.25 亿元（环比+17.74%），归母净利润 25.14 亿元（环比+72.43%）。Q3 公司聚氨酯、石化、新材料板块产销两旺、量价齐升，各板块销量均已超越 2019 年同期水平，总营收实现同比增长，盈利能力环比改善显著。得益于公司产品价格强势抬升，Q3 毛利率和净利率分别为 26.83%、14.15%，环比提升 6.81、4.30 个百分点。其中，聚氨酯板块实现营收 84.02 亿元（同比+10.97%，环比+19.20%），受益于海外 MDI 和 TDI 生产装置不可抗力频发，以及下游需求强势复苏，据百川盈孚统计，7 月末至今，聚合 MDI 价格已上涨 82%，纯 MDI 上涨 159%，TDI 上涨 59%，带动公司盈利能力显著增强。Q3 石化和新材料板块也全面开花，营收分别同比增长 7.39%、23.56%，板块均价分别达到 3475 元/吨（环比+7.18%）、14131 元/吨（环比+3.54%），进一步增厚公司利润。

MDI 价格依旧强势，延续景气上行。据百川盈孚数据，截至本周五（10 月 23 日），纯 MDI 价格为 34333 元/吨，7 日涨幅为 27.16%；聚合 MDI 价格为 21683 元/吨，7 日涨幅为 6.2%。纯 MDI 方面，本周（10 月 19 日-10 月 23 日）国内纯 MDI 市场高位大幅上扬。供应方无库存压力，挺市态度坚决，且韩国锦湖装置也开始检修，进口货源有限。聚合 MDI 方面，本周（2020.10.19—10.23）国内聚合 MDI 市场延续强势上涨。据百川盈孚消息，上海巴斯夫聚合 MDI 货源供应紧张，分销渠道暂不接单；上海科思创本周暂不报价；东曹瑞安和万华化学也宣布至 10 月底对分销市场暂不报价，停止接新单，供应方挺市态度明显。叠加国外装置不可抗力频发，国内外利好消息不断提振市场气氛，行业景气度延续上行。

当前时点，我们建议继续重点关注化工子行业龙头，受益标的：【化工龙头】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、新和成、扬农化工；【弹性标的】金石资源、华峰氨纶、鲁西化工、海利得、三友化工、新凤鸣、利民股份。

本周行业要闻：新凤鸣独山能源二期年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项目投产

【石化行业】新凤鸣 10 月 19 日发布公告称，公司全资子公司独山能源二期年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项

目于 2020 年 10 月 19 日投产。项目投产后，新凤鸣 PTA 产能达 500 万吨，跃居行业第三位。该项目引进行业领先的英国 BP 公司最新的绿色化、智能化 PTA 生产工艺技术，具有节能降耗、三废排放少、生产成本低、装置投资节约、自动化程度高等特点，将 PTA 行业绿色、低碳、安全、环保和节能降耗的目标有机统一。同时，该项目的建成投产有助于进一步优化公司产业结构，保障公司 PTA 原料的供应，若项目全面达产，将能满足现阶段 PTA 原料的自给自足。我们认为，二期年产 220 万吨绿色智能化 PTA 项目有助于公司优化各项资源配置，向上游延伸产业链，完成 PTA 自给自足，有效降低主营业务成本，是提升公司综合实力、进一步巩固行业地位的一项重大举措。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行。

【非银金融】金融科技巨头之间的角逐——蚂蚁集团、京东数科和陆金所比较分析-20201025

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

蚂蚁集团平台属性较强，京东数科聚焦数字科技，陆金所偏向金融服务

蚂蚁集团以支付宝为流量入口，利用借贷业务、理财业务及保险业务实现变现，平台属性较强。京东数科聚焦数字科技，为金融机构、商户与企业、政府提供数字化解决方案。陆金所聚焦零售信贷与财富管理两大业务，整体偏向金融服务，三家公司商业模式存在差异。业务方面，三家公司均提供信贷、理财服务，以信贷业务为主要收入来源。蚂蚁集团数字金融服务领先，京东数科更重 视研发投入，聚焦数字科技。

信贷业务：均为轻资产运营模式，产品聚焦有所差异

三家公司信贷业务均采用轻资本运营模式，主要资金来源为银行、信托等金融机构。蚂蚁集团和京东数科聚焦消费信贷，陆金所专注小微经营贷，三者在获客途径、客群、风险承担方式等方面均存在一定差异。蚂蚁集团占据流量优势，借款人数和贷款余额远超京东数科和陆金所，收入和市场份额占优；陆金所以小微贷为主，包含抵押贷款，具有高利率、大件均、长久期等特点；京东白条以赊销模式为主，京东数科背靠京东集团，京东金条和白条活跃人数远超陆金所，近两年业务规模发展较快。

理财、保险及支付业务：业务模式略有差异

三家公司理财业务有所区别，蚂蚁集团和陆金所主要为产品代销，京东数科理财业务主要针对机构客户，打造“JT2 智管有方”平台。蚂蚁集团通过支付宝 APP 获客，优势明显，用户数已超 5 亿，规模远超陆金所，整体代销费率较高；陆金所依靠平安生态、线上营销和用户推荐三大方式获客，客均资产远高于蚂蚁集团，费率较低。三家均有保险代销业务，陆金所代销规模较小，蚂蚁集团业务规模为京东数科数十倍，京东数科费率更高，同时以线下代销为主。支付业务方面，蚂蚁集团以账户侧为主，通过支付引流打造综合生态体系；而京东数科在商户侧发力，为商户提供增值金融服务。

IPO 有所差异，三家公司未来发展潜力较大

蚂蚁集团在港股和 A 股上市，京东数科和陆金所分别在 A 股和美股上市，三家公司募资用途有所差异，蚂蚁集团主要用于加大技术研发和创新、进一步支持服务业数字化升级；京东数科主要用于补充流动资金、数字技术中心扩建项目、金融机构数字化解决方案升级建设项目等；陆金所募资主要用于产品开发、营销活动、技术基础设施建设等。未来受益于居民资产不断入市、消费升级等红利，行业增长空间充足，三家公司作为行业龙头，未来发展潜力较大。

风险提示：宏观经济波动造成信贷危机，对信贷业务造成不利影响；受监管影响，信贷业务规模增长受限；新一代信息技术变化较快，公司技术更新速度无法满足客户需求。

【商业贸易】各大平台双十一预售火爆开启，直播占据 C 位——商贸零售行业周报-20201025

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

各大平台双十一预售火爆开启，直播占据 C 位

10 月 21 日，天猫、京东等平台 2020 年双十一预售正式开启，销售火爆。天猫预售开始 1 小时参与人数即较去年翻 1 倍，超 300 个品牌 1 小时成交额超过 2019 年全天，京东亦于同日开启双十一预售，腾讯于 10 月 20 日官宣了“11·11 加油站-万元好礼”活动，首次入局双十一。总体来看，各大平台纷纷采取丰富多彩的活动，布局双十一。此外，从双十一各大平台玩法和预售情况中，我们还注意到以下趋势：1）活动战线更长：天猫、京东本次活动时长为 21 天（天猫较 2019 年多 3 天），天猫还首次推出“两次爆发、双份快乐”玩法；苏宁本次双十一也采取了双轮模式，在中秋国庆双节即开启了第一轮双十一活动。2）直播占据 C 位：淘宝直播预售开启 10 分钟后，引导成交量就超过去年全天，10 月 21 日全天，薇娅、李佳琦作为超头部主播，成交 GMV 均超 30 亿，场面火爆；京东则加大了对商家直播的扶持力度，双十一期间京东直播带货扣点降至 1%。3）全渠道融合，线上线下联动深入：天猫本次双十一首开城市生活服务主会场，10.21-11.11 双十一 21 天活动期间，在全国数百城市覆盖吃喝玩乐各类生活服务，餐饮 5 折、高星级酒店“随心住”、以及生鲜品类大力度入局等；京东开启“全渠道万店嘉年华”，线上线下参与活动、联动发券、同款同价、线上下单线下门店发货/自提。除此之外，从品类角度看，美妆品类优惠力度大，部分海外品牌低至 3 折，国货新锐品牌完美日记、花西子表现优异。

行业关键词：每日优鲜、自有品牌、莴屋书店、美团团节社、零售 SaaS 等

【每日优鲜】每日优鲜未来五年将重仓供应链。

【自有品牌】蚂蚁商联自有品牌发布报告。

【莴屋书店】披露在华最新开店计划，将在上海、南京、西安等地拓展门店。

【美团团节社】美团即将推出“美团团节社”，布局社交电商。

【零售 SaaS】有赞与小红书达成合作，实现系统互通。

板块行情回顾

本周（10 月 19 日-10 月 23 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3665.35 点，下跌 1.07%，跑赢上证综指（本周下跌 1.75%）0.68 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 7 位。各细分板块中，本周（10 月 19 日-10 月 23 日）多业态零售、专业市场涨幅靠前，2020 年年初至今多业态零售板块表现最好。个股方面，本周（10 月 19 日-10 月 23 日）浙商中拓（+10.8%）、北京城乡（+8.8%）、重庆百货（+8.1%）等涨幅靠前。

投资建议：关注化妆品、黄金珠宝和跨境电商板块，重点推荐吉宏股份

投资主线一：消费复苏进行时、电商购物节临近，关注持续高景气的化妆品板块和终端需求改善明显的黄金珠宝板块（重点推荐周大生）；

投资主线二：政策和需求共振驱动的跨境电商板块，重点推荐吉宏股份（三季报预告延续高增长，拟股权转让激励核心骨干）。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【农林牧渔】种植链系列一：玉米价格上涨后其他粮食的替代情况——行业周报-20201024

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：玉米价格上涨，其他粮食如何替代？

饲用玉米需求强劲，玉米价格创新高。2020 年随着猪价高位运行，生猪养殖行业补栏积极性增加，饲用玉米需求大幅增长，国内玉米供需格局偏紧，2020 年 10 月农业农村部预测 2020/21 年度玉米供给缺口约 1648 万吨。价格方面，玉米期货及现货价格持续走高，期货价格创 2014 年以来新高，预计未来饲料需求强劲，玉米缺口较难快速

补充，价格或将持续上行。

玉米是能量饲料，营养价值层面小麦替代可能高。从营养价值角度来看，与玉米相比，小麦的粗蛋白质含量较高，粗脂肪和粗纤维的含量均低于玉米，而高粱的淀粉含量高于玉米。综合来看，小麦在用作饲料替代时，可一定程度降低豆粕的使用量，在营养价值和养殖效率层面对玉米的替代性高。

玉米与小麦价差缩小到 100 元/吨左右，小麦替代玉米有优势。玉米和小麦都是优质饲料。以表 2 数据为例，小麦的蛋白含量是 13.4%，优质高蛋白玉米的蛋白质含量是 9.0%，即 1 单位小麦比 1 单位玉米蛋白含量高 4.4%。由于能量饲料能量价值主要来源于粗蛋白，在其余粗脂肪、粗纤维及淀粉含量差别不大。通过粗蛋白含量差异简单换算，玉米和小麦价差如果缩小到 100 元/吨左右的时候，小麦替代玉米可以产生经济效益优势，从而短期内降低玉米价格上涨风险。

高粱与玉米蛋白含量相近，基本实现等比例替代。高粱与玉米在能量物质上比较接近，高粱粗蛋白含量为 8.7%，玉米 1 级的粗蛋白含量也为 8.7%。在饲料替代中基本可以实现等比例替代，但由于高粱含有抗营养因子单宁，研究表现使用高粱型日粮时添加酶制剂来降低单宁对动物的影响。在高粱价格不高于玉米价格时，均可以采用高粱对玉米进行替代。部分公司通过配方调整，在禽料中已广泛应用进口高粱替代玉米，从而降低饲料成本。

周观点：能繁母猪存栏量改善，补栏期继续推荐动保板块

据农业农村部数据，2020 年三季度能繁母猪和生猪存栏继续回升，8 月份能繁母猪存栏环比增长 3.5%，连续 11 个月增长，同比增长 37%，生猪存栏环比增长 4.7%，同比增长 31.3%。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖。展望未来，一方面猪价仍将保持较高水平运行，刺激行业补栏积极性提高，另一方面，国家政策层面不断出台扶持政策，保障生猪供给有效恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐普莱柯、科前生物。

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【煤炭开采】兖州煤业跻身高分红俱乐部，三季报看好煤企业绩环比改善——行业周报-20201024

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

兖州煤业跻身高分红俱乐部，三季报看好煤企业绩环比改善

本周（10 月 19 日-10 月 23 日）动力煤价格高位回调，秦港动力煤现货平仓价小跌至 598 元/吨，已脱离红色区间。本轮煤价涨势基本告一段落，或主因保供发力产能快速释放，供给趋于宽松煤价承压。本周（10 月 19 日-10 月 23 日）基本面呈现弱需求、宽供给格局：需求方面，重点电厂日耗低于上年同期，可用天数较高，同时前期补库致库存高位，采购需求减弱；供给方面，以内蒙鄂尔多斯为主的产地保供工作有序开展，前期产能限制逐渐放宽，产能加速释放。进口煤方面除东北由于冬季保供增加配额以外，南方沿海等地进口限制仍然严格，加之澳煤禁令更是加剧这一限制。后期判断，需求方面，北方地区临近冬季供暖用煤高峰期，电厂进入冬储周期，今冬预计受拉尼娜现象影响将迎来“冷冬”，供暖耗煤将成为未来三个月的需求支撑；供给方面，前期供给整体收紧已造成东北等部分地区供煤缺口，预计产地保供政策将在短期内持续，考虑到需求或将阶段性增长，供给面宽松程度有限，同时澳煤禁令也为进口煤政策定下基调，国内保供或主要以产地为主，进口端将持续严格。基本面中长期来看，在各项经济政策刺激下，基建投资力度加大、地产韧性犹存推动内需增长，煤炭需求仍有空间，“十三五”末至“十四五”期间供改将持续深化，各地去产能力度加大，产能集中度提升，优质产能释放，供给格局将趋于合理稳定。总体来看，短期内煤价或在供给宽松趋势下回调，长期在供需趋于稳定基本面下，煤价波动性将进一步减弱，或将稳于合理区间。本周（10 月 19 日-10 月 23 日）开始煤企三季报陆续发布，其中不乏亮点：平煤股份、神火股份业绩明显改善；兖州煤业提高分红率至 50%，凸显长期投资价值。下半年煤价中枢的上移进一步增强了煤企盈利环比改善的确定性，我们持续看好煤企业绩改善及估值修复。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国

际；煤焦产业链延伸布局烯烃标的：宝丰能源、金能科技；积极推动债务重组标的：*ST 永泰。

煤电产业链：本周（10 月 19 日-10 月 23 日）港口煤价小幅回调，产地保供发力煤价承压

本周（2020 年 10 月 19 日-10 月 23 日）港口动力煤价小跌至 598 元/吨，主要体现为保供政策发力，供给偏向宽松煤价承压。基本面来看，本周需求端略显弱势，电厂日耗处于低位，可用天数较高，同时高库存也放缓了电厂采购节奏。但北方电厂进入冬储阶段，拉尼娜现象或带来冷冬激发冬季供暖旺季需求；供给端呈宽松趋势，内蒙限产政策放宽，产能积极释放，进口煤除东北新增配额外限制仍然严格，保供主要以产地增产为主。

煤焦钢产业链：本周（10 月 19 日-10 月 23 日）焦炭强&焦煤稳，限产发力促成焦炭再提价

焦炭方面，本周（10 月 19 日-10 月 23 日）第五轮提涨再次落实，需求端钢厂开工率高位稳定，库存保持低位，对焦炭存在较强补库预期；供给端偏紧，下半年各主产地去产能力度加强，“蓝天保卫战”收官之际焦化限产深化，紧供给叠加下游补库预期促成焦价持续强势。焦煤方面，焦价提涨致焦企获利丰厚，对焦煤压价意愿减弱，同时焦钢企开工率高位稳定，开始阶段性补库，支撑焦煤需求；同时澳煤进口禁令或造成炼焦煤供给缺口，结合产地限产因素，供给进一步收紧，对焦煤价格形成强烈支撑。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【非银金融】寿险代理人迈向质、量时代，开门红有望超预期——行业深度报告-20201023

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

寿险队伍经营策略已经由快速提升规模转变为质量并重专业优先的阶段

我们认为，我国寿险队伍经营策略已经由粗放式发展，快速上量转化为质、量并重，专业赋能。原因有以下三点：1）监管政策催化：监管政策的长期利益导向及相关监管政策加大了寿险代理人队伍的专业化及销售技能需求；2）候选人质量降低：队伍的快速上量透支了候选人的质量且新兴行业的崛起对于保险行业增员产生冲击；3）边际成本提升：职场费用、培训投入、内勤配置等业务管理费用支出未能随队伍规模提升产生规模效应。

扎实上量、提质增效是各家寿险队伍经营策略的基本方向

多家上市险企在队伍经营战略中，已将队伍质量置于队伍数量之前。目前中国人寿策略为“提质扩量”，月均有效销售人力维持高增长态势；中国平安贯彻“渠道+产品”双轮驱动策略，打造数字寿险，预计 2020 年底完成改革试点；中国太保围绕“三支队伍”推动转型升级，自上而下打造核心队伍、新生代队伍与超绩优队伍；新华保险量质并举，选择规模价值同步增长，自 2019 年开始意图通过大幅提升保险营销员队伍规模拉动业绩增长。中长期看，寿险队伍经营策略质在量前，产能提升将成为未来寿险业务增量的主要拉动点。

低基数效应叠加队伍经营战略转型效果，上市险企开门红有望超预期

由于 2020 年疫情带来的影响，各家上市险企均比往年重视开门红，提前布局备战 2021 年开门红。开门红主力产品形态已出，万能险账户结算利率高于银信发行理财产品预期收益率，保险产品具有相对竞争优势。代理人队伍经营策略转型局面已定，代理人数量见底，稳定险企保费基本盘，助力开门红新业务保费上量。国内疫情已得到有效控制，复杂高价值产品销售难度下降，新业务价值率有望提升。

投资结论：

上市险企提早积极布局开门红，主销产品对标银行理财类产品收益率优势提升，叠加转型见效和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望超预期。近期十年期国债收益率升至 3.2%上方，央行表态货币政策稳健中性，保险资产端改善有望持续。负债和资产双轮驱动，继续看好保险股投资机会。

受益标的：新华保险、中国平安、中国人寿和中国太保。

风险提示：新冠疫情反复造成寿险保费增速不及预期；经济复苏超预期受阻。

【通信：光迅科技(002281.SZ)】25G 光芯片陆续量产，光模块高景气得到验证并延续——公司信息更新报告-20201025

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

三季报业绩超预期，光模块量价齐升得到验证并延续，维持“增持”评级

公司公告 2020 年三季度业绩，前三季度实现归母净利润为 1.80 亿元，同比上升 47.53%；扣非后实现归母净利润为 1.60 亿元，同比上升 50.10%，公司预计 2020 年全年净利润约为 4.65 亿元~6.08 亿元，同比增长 30.0%~70.0%。在电信和数通市场高景气背景下，公司数通产品陆续突破北美重点客户，收获 25G、100G、400G 等产品样品订单；电信产品相继中标运营商集采，5G 产品出货量创新高，25G 前传产品收入超亿元，有源重点高端产品中标金额过亿，在光模块量价齐升的背景下，公司市场份额有望明显提升，全年业绩有望再超预期，我们上调预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 5.53/7.40/9.55（此前为 4.74/5.88/6.72）亿元，同比增长为 54.6%/33.8%/29.0%（此前为 32.5%/24.0%/14.3%），EPS 为 0.79/1.06/1.37(此前为 0.68/0.84/0.96)元，当前股价对应 PE 分别为 39.9/29.8/23.1 倍，具有一定估值优势，维持“增持”评级。

25G 光芯片量产提升毛利率，全产业链覆盖抢占光模块高景气红利，全年业绩有望再超预期

凭借“内生+外延”的研发和产线拓展，公司 25G DFB 芯片已实现量产，并交付内部产品线，成功实现从芯片到器件、模块、子系统全产业链布局，并调整产品结构，逐步向高端升级，高端光模块、无源和子系统产品的收入占比提升，公司整体毛利率水平走高，2020 年前三季度，公司总体销售毛利率为 23.29%，同比上升 3.45%，三季度单季销售毛利率为 22.56%，同比上升 1.98%。

光模块行业市场竞争激烈，但近年来市场逐渐向国内倾斜，国内厂商市场份额明显提升，随着国际形势趋紧，核心器件国产替代成必然趋势，公司全产业链布局的相对优势将逐渐显现，做好充足准备争夺 5G 规模建设和云计算流量增长带动的光模块市场红利，未来经营业绩增长可期。

风险提示：芯片自给程度不及预期；5G 建设不及预期

【通信: 天孚通信(300394.SZ)】光器件龙头业绩再超预期，高良率铸造护城河——公司信息更新报告-20201025

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

业绩再超预期，技术壁垒叠加大客户积累造就高毛利，维持“买入”评级

公司近日公告 2020 年前三季度业绩，2020 年前三季度实现归母净利润为 2.14 亿元，同比增长 69.90%；若扣除 0.15 亿元左右的非经常性损益，实现扣非后归母净利润为 1.99 亿元，同比增长 75.33%。2020 年 Q3 实现归母净利润为 2.64 亿元，同比增长 95.56%。我们看好公司作在高端无源器件和高速率光器件封装 OEM 两大业务上的技术优势和客户资源积累，毛利率由 H1 的 51.64%增至 52.77%，随着公司 Q4 的高速光引擎定增项目落地，光模块市场供不应求，上游光器件持续受益，公司全年业绩有望延续三季度业绩的高增长再超预期，我们上调预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 2.87/4.02/5.48（此前为 2.26/3.02/3.92）亿元，同增 72.3%/40.1%/36.3%（此前为 35.4%/33.9%/29.8%），EPS 为 1.45/2.03/2.76（此前为 1.13/1.52/1.97）元，当前股价对应 PE 分别为 39.8/28.4/20.8 倍，存在一定市场低估，维持“买入”评级。

光模块高景气持续，光器件龙头高良率及高可靠铸造护城河，全年业绩可期

作为光模块上游，光器件的良率和可靠性直接决定了光模块性能，公司多年工艺积累和熟练工人操作保证产品高良率。光器件进入供应商名单至少需要 2 年周期，一旦进入则保持相对稳定，公司积极调整客户结构，与大客户合作稳定。公司围绕电信和数据中心，将产品线扩展至 17 条，面向 5G 及数据中心的高速光引擎建设项目的非公开定增有望近期落地，预计公司产能将有质的提升。5G 和数据中心对光通信提出了更高的速率要求，带来光器

件低速向高速锐变，随着 5G 应用的普及以及数据流量的高增长，将进一步拉动整个光通信产业繁荣，作为光通信领域的上游产业光器件将持续受益，公司全年经营业绩有望再超预期。

催化剂：中国移动与广电 5G 合作不断推进；新基建不断加码带动流量激增

风险提示：中美贸易摩擦致 5G 建设不及预期；北美新冠疫情不确定性风险。

【机械设备：科沃斯(603486.SH)】2020Q3 业绩超预期：自有品牌均实现高增长，盈利能力如期提升——公司信息更新报告-20201024

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002 | 孟昕（联系人）证书编号：S0790120040004

2020Q3 公司业绩超预期，自有品牌业务增长显著

2020 年前三季度，公司实现营收 41.42 亿元（+20.25%），归母净利润 2.50 亿元（+147.17%），扣非归母净利润 1.64 亿元（+88.84%），EPS 为 0.18 元（+150.00%）。2020Q3 单季度，公司实现营收 17.40 亿元（+71.07%），归母净利润 1.18 亿元（+488.20%）。2020Q3 公司业绩高速增长主要系科沃斯、添可自有品牌业务收入较快增长，同比分别+67.1%、+297.4%，自有品牌业务高增长拉动整体业绩提升。

考虑公司自主品牌业务推动业绩继续增长，上调 2020-2022 年净利润预测为 4.88/7.03/10.15 亿元（原值 3.89/6.29/8.29 亿元），对应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.87/1.25/1.80 元，当前股价对应 PE 为 57.8/40.1/27.8 倍。考虑公司调整期后收入有望继续增长及净利率仍有提升空间，维持“买入”评级。

2020Q3 公司毛利率净利率持续提升，盈利能力增强

1）毛利率：公司 2020Q3 毛利率为 41.53%，同比+4.30pct。主要系自有品牌毛利率同比+5.0pct 至 51.6%及高毛利全局规划类高端产品占比+24.09pct 至 82.10%。2）净利率：公司战略调整后净利率继续提升。公司 2020Q3 净利率为 6.07%，同比+3.13pct。随着公司规模效应显现，2020Q3 销售费用率同比-2.6pct，未来净利率仍有提升空间。3）现金流：2020Q3 经营性现金流净额为 2.66 亿元改善显著。

扫地机器人行业稳定增长，科沃斯、添可品牌双十一预售表现优秀

1）行业稳增：根据奥维云网数据，2020 年前三季度扫地机器人行业销量为 308.27 万台（+10.10%），其中科沃斯品牌销量 109.88 万台，市占率达 35.77%。2）双十一预售表现亮眼：截至 2020 年 10 月 22 日，科沃斯扫地机天猫双十一预售额约 1.77 亿元，预售量约 5.7 万件，位居类目第一。公司自主品牌双十一预售实力强劲，2020Q4 收入有望维持高速增长。3）新任代言人助力品牌营销：2020 年 10 月，科沃斯官宣代言人张雨绮，助力品牌营销提升品牌形象，或将拉动销售增长。

风险提示：国外疫情需求的抑制；行业竞争加剧风险；原材料价格波动风险等。

【纺织服装：南极电商(002127.SZ)】Q3 净利润超市场预期，货币化率降幅收窄——公司信息更新报告-20201024

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

本部业务推动 Q3 业绩超市场预期，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度营收 27.72 亿元（+4.73%），实现归母净利润 7.22 亿元（+19.90%）。其中 2020Q3 实现营收 11.46 亿元（+13.14%），实现归母净利润 2.91 亿元（+34.90%）。本部业务净利润保持较快增长，带动整体净利润增速提升，Q3 业绩超市场预期。预计公司完成全年激励目标的概率较高，维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 15.5/19.9/25.0 亿元，对应 EPS 分别为 0.63/0.81/1.02 元，当前股价对应 PE 分别为 31/24/19 倍，维持“买入”评级。

盈利能力持续改善，三季度现金流转正

2020 年前三季度公司毛利率为 31.49%（+2.31pct），净利率 26.01%（+3.26pct），主要系高利润率的本部业务占比提升所致。营运能力方面，2020 年前三季度应收账款 12.46 亿（+27.66%），主要系小袋客户通常在年末回款，且三季度末存在部分小袋业务应收款所致。2020 年前三季度经营性现金流净额为 7,284.80 万元，同比减少 75.05%。其中 2020Q3 单季度经营性现金流净额为 9,867.04 万元，同比减少 30.41%，主要系因疫情影响，客户回款节奏放缓，同时小袋净放款增加导致。三季度现金流转正，预计在电商旺季，2020Q4 经营性现金流将进一步改善。

GMV 继续保持高速增长，预计 Q4 电商旺季货币化率将进一步改善

2020 年前三季度公司 GMV 共计 228.53 亿元（+36%），其中 2020Q3 单季 GMV 为 84.76 亿元（+45.43%）。分渠道看，2020 年前三季度阿里渠道实现 GMV 为 136.31 亿（+22.40%），仍是核心渠道，社交电商、京东、唯品会 GMV 同比分别为 112.77%、14.07%、5.08%。分品牌看，2020 年前三季度南极人品牌 GMV 为 203.29 亿元（+40%），卡帝乐鳄鱼 GMV 为 21.53 亿元（+7.19%），精典泰迪 GMV2.32 亿元（+55.61%）。2020Q3 公司货币化率为 3.75%，同比降幅 0.24pct，相较二季度 0.54pct 的降幅显著收窄。我们预计随着疫情影响减淡，公司与供应商利润分配恢复正常、Q4 电商旺季到来，公司货币化率有望进一步提升。

风险提示：新品类与渠道扩张速度不及预期，服务费率下降，平台规则变化等。

【电子：生益科技(600183.SH)】Q3 单季度盈利增速放缓，看好覆铜板产品结构优化——公司信息更新报告-20201024

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

公司 Q3 业绩增速放缓，看好公司中长期盈利提升，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度营业收入达到 106.9 亿元，YoY+12.9%，归母净利润实现 13.0 亿元，YoY+25.0%。其中，2020Q3 单季度营业收入实现 38.1 亿元，YoY+9.0%，归母净利润达到 4.8 亿元，YoY+15.4%，QoQ-2.1%。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 18.1/22.4/25.7 亿元，对应 EPS 为 0.79/0.98/1.13 元，当前股价对应 PE 为 29.4/23.7/20.6 倍。我们认为公司是内资覆铜板的行业龙头厂商，高速高频覆铜板短期受到下游招标的节奏略有波动，但是 5G 应用带来流量增加倒逼高速高频覆铜板产品结构升级是行业的发展趋势，看好公司产品结构优化带来的盈利能力提升，维持“买入”评级。

灵活调整经营策略，2020Q3 传统订单饱满

2020Q3 环比 2020Q2 单季度毛利率下降 2.6pct，一方面，通讯类需求疲软，高毛利率的高频高速开工率不足，占营业收入环比下降，导致毛利率下降；另一方面，铜箔价格处在自去年 Q4 以来的高位，因下游需求未呈现整体复苏，公司仅对部分传统 FR-4 产品调价。从出货量来看，自 2020Q2-Q3 以来，因消费电子呈现报复式增长、汽车产品的需求逐步恢复，分厂订单饱满，公司开始恢复原规划逐步关停产能的万江老厂，吉安工厂产线拉通，加大提升力度，整体来看，2020Q3 覆铜板出货量环比 2020Q2 提升两成以上。

高频高速需求修复，2020Q4 有望淡季不淡

展望 2020Q4，高频高速产品结构占比有望提振，下游核心设备商的方案已初步敲定并进入打样阶段，通讯类产品有望于 2020Q4 恢复，高频高速出货量占比将重新恢复增长。公司部分产品价格结构性调整将消化上游原材料涨价，我们预计四季度毛利率有望实现稳中有升。

风险提示：下游基站建设节奏放缓；IDC 建设速度不及预期；下游需求疲软；原材料价格上涨；公司新品研发进度不及预期

【电子：通富微电(002156.SZ)】国内半导体封测巨头，受益优质客户及行业景气——公司首次覆盖报告-20201024

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043

国内半导体封测巨头，核心竞争力强大，首次覆盖给予“买入”评级

公司为国内封测龙头，大客户业务进展顺利，市场份额提升，同时国产 DRAM 逐渐放量，半导体行业景气度回升，公司作为 CPU、GPU 等芯片国产替代的重要封测环节，积极扩产，前景可期。我们预计 2020-2022 年公司可分别实现 EPS 0.28/0.44/0.56 元，当前股价对应 PE 85/55/44 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

封测行业规模稳定增长，先进封装重要性逐渐提升

封测是半导体产业链的中下游。封装应用领域广泛，半导体下游终端产品种类众多，不同类型的产品适用于不同的封装形式。全球半导体行业景气度回升，全球封测市场规模稳定增长，而中国封测市场规模增速较高。近年封测行业并购频发，市场集中度持续提升，2019 年全球 CR10 达 81%，大陆封测厂也通过并购迅速提升自身技术实力和市场规模。摩尔定律发展受限下，先进封装因能同时提高产品功能和降低成本是主流发展方向，预计 2018-2024 年 CAGR 达 8%，到 2024 年达 440 亿美元。国内大陆封测厂技术平台已经基本和海外厂商同步，中国先进封装市场产值全球占比较低，但是占比稳步提升。

大客户业务进展顺利+积极扩产，双管齐下助增长

先进架构+先进制程，AMD 产品逐渐领先，Ryzen（锐龙）和 EPYC（霄龙）产品受市场认可，AMD 的 CPU 全球市占率稳定提升，叠加下游行业景气，业绩持续增长，AMD 封测占公司收入 49%，公司将受益其成长。MTK 领先发布旗舰 5G SOC，5G 时代高中低端全面布局，市占率逐渐提升，叠加未来 5G 手机出货量迅速增长，MTK 封测占公司收入的 9%，将助力公司成长。 DRAM 规模快速扩张，且存储芯片对于我国半导体产业发展意义重大，合肥长鑫是中国 DRAM 产业的希望，公司与合肥长鑫密切合作，有望受益 DRAM 国产化。公司定增 40 亿元已获证监会核准，主要用于提高产能，未来将进一步释放利润，前景可期。

风险提示：海外疫情恶化；新产品研发进度不及预期；客户拓展不及预期。

【计算机：航天宏图(688066.SH)】卫星应用服务领军，遥感 SaaS 高速增长——公司首次覆盖报告-20201024

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

遥感与北斗导航卫星应用服务领军企业，首次覆盖并给予“买入”评级

公司是遥感与北斗导航卫星应用服务领军企业，下游需求旺盛，在手订单饱满，有望实现高速增长。同时遥感 SaaS 平台业务，有望驱动商业模式创新。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.28、1.92、2.72 亿元，EPS 为 0.77、1.16、1.64 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 57、38、27 倍，公司 PE 及 PEG 估值低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

卫星应用产业逐渐从专用市场向消费市场转型过渡，市场规模快速扩大

通过近十年来高分专项、空间基础设施规划等重大专项不断推动，我国基本建立了业务卫星发展模式和服务机制，形成了持续稳定、自主可靠卫星数据源，气象、海洋、应急、自然资源等政府部委、省级遥感应用部门等有关单位都逐步在业务中利用国产遥感数据，开展规模化应用，行业应用呈现出爆发式增长态势。

PIE 平台构筑核心竞争壁垒，行业应用打开广阔成长空间

目前公司已经形成稳定的平台型业务模式和研发体系，核心基础软件平台 PIE 和 PIE-MAP 也已更新至第六代版本。公司利用自身 PIE 软件优势和参与部委级平台顶层建设优势，一方面，不断巩固在气象、海洋等优势行业的领先地位，另一方面，抓住自然资源部和应急管理部信息化建设的机遇，将自然资源数据中心建设和灾害风险普查业务作为重点开拓方向，成长空间广阔。

建立遥感 SaaS 平台，推动数据服务功能与模式创新

公司依托云计算技术对 PIE 进行云化改造，构建了遥感云服务平台。公司发布并上线了多款行业云产品，如农业大数据服务平台、火情卫星遥感监测平台、生态环保监测平台和气象服务平台。同时，公司上线了全新的 PIE 遥感云平台公测版，依托遥感、导航、物联网等多种数据源，可为客户提供监测、预测、分析一体化服务，云服务能力进一步提升。遥感云服务将进一步拓展公司的成长空间，也有望推动公司商业模式创新。

风险提示：市场竞争加剧；经营性现金流较差的风险。

【煤炭开采：神火股份(000933.SZ)】扣非后业绩同比大幅改善，集团增持彰显未来信心——公司三季报点评报告-20201024

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：公司发布 2020 年三季报，2020Q1-Q3 实现扣非后归母净利润 2.99 亿元，较 2019 年同期（调整前，亏损 2.91 亿元）增加 5.91 亿元，增幅达 203%；实现归母净利润 4.93 亿元，较 2019 年同期（调整前）减少 80.4%。

2020Q3 单季业绩大幅改善，云南神火并表驱动未来成长

2020 年前三季度公司归母净利同比降幅明显，主因 2019Q3 回收高家庄煤矿 24.6 亿元转让款确认大额资产处置收益，抬高基数。扣非后来看，2020Q3 单季扣非后归母净利润为 1.52 亿元，在 2019 年同期-0.42 亿元基础上增加 1.99 亿元，且超过上半年扣非业绩总和，公司近年来积极优化产业结构成效显著，煤铝主业经营均明显改善。未来梁北矿扩产有序推进；云南神火预计 2021 年初完全通电后将贡献全年业绩。考虑到云南神火通电后盈利超预期，且公司权益比例提升，我们上调盈利预测，预计 2020/2021/2022 年归母净利润 7.3(+0.5)/12.8(+2.9)/ 15.9(+3.1)亿元，同比-45.8%/75.4%/23.8%；EPS 为 0.38(+0.02)/0.67(+0.15)/ 0.83(+0.16)元，对应当前股价 PE 分别为 13.9x/7.9x/6.4x。维持“买入”评级。

煤、铝主业经营状况明显改善，新疆神火、泉店煤矿大幅增利

受益原材料价格下降，新疆神火同比增利 3 亿元。前三季度新疆神火实现利润 7.75 亿元，同比增加 3.95 亿元，其中三季度实现 3.84 亿元，环比增加 1.88 亿元。氧化铝、阳极炭块价格下降致吨铝完全成本同比减少 760 元/吨。煤价走强，泉店矿增利 0.63 亿元。泉店矿是公司产能最大的在产煤矿，前三季度吨煤价格同比+73.7 元/吨，吨煤成本同比-23.3 元/吨。本部氧化铝产能出清，汇源铝业关停业绩减亏 1.92 亿元。公司于 2019 年底关停汇源铝业 80 万吨亏损产能，经营利润同比减亏 2.59 亿元。总体来看，煤铝主业经营状况明显改善。

云南神火完成并表满产在即，集团增持股份彰显信心

公司 9 月对云南神火完成并表，持股比例由 32.2%增至 43.4%，权益增加将增厚项目业绩贡献。一系列 45 万吨已于 9 月初完全通电，年内可贡献约 30 万吨产量，二系列 45 万吨预计 2021Q1 完全通电，可几乎贡献全年业绩。煤炭方面，梁北矿技改扩产预计年底试运营，产能将新增 150 万吨。同时，集团拟在半年内增持不超过 1.5%股份，凸显了对公司未来业绩前景的信心与对投资价值的认可。

风险提示：煤、铝价格下跌超预期；煤矿停减产风险；云南项目进展不及预期。

【农林牧渔：大北农(002385.SZ)】生猪产业链持续向好，三季度保持高盈利——公司信息更新报告-20201024

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

公司主营业务持续向好，三季度业绩高增速，维持“买入”评级

大北农发布 2020 年三季度报告：第三季度公司实现营业收入 62.75 亿元（+53.74%），归母净利润 5.90 亿元（+119.66%），前三季度实现营业收入 152.66 亿元（+24.89%），归母净利润 14.83 亿元（+390.88%）。公司前三季度业绩受高猪价及高养殖积极性影响，同比仍实现较大幅度增长。饲料业务整体发展态势良好，能繁母猪环比连续转正，公司高毛利率的前端料占比增加，三季度饲料单月销量环比实现增长。生猪养殖业务量价齐升，三季度公司参控股平台合计出栏生猪 45.82 万头（+23.14%），销售均价为 35.49 元/公斤，环比上涨 14.72%。考虑生猪价格已进

入下行阶段，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 21.81/24.05/24.18 亿元（此前预测 2020-2022 年归母净利润为 24.86/27.17/24.37 亿元），其中生猪养殖利润为 9.90/8.64/8.64 亿元，对应 EPS 分别为 0.52/0.57/0.58 元，当前股价对应 PE 为 16.2/14.7/14.6 倍，公司出栏量逐步恢复，同时下游补栏需求增长，饲料业务稳定增长，维持“买入”评级。

生猪出栏量稳步增长，出栏量完成有保障

公司三季度生猪养殖规模不断扩大，在建工程与生产性生物资产较年初分别增长 165.83%及 256.71%。截至 9 月底，公司存栏母猪逐月增加，能繁母猪 19 万头，后备母猪 20 万头（含 GP、GGP），2020 年出栏量 200 万头目标有望实现。

粮食价格上涨，国内种业或迎来变革

2020 年国内玉米供需偏紧，价格上行，政策层面不断强调粮食安全重要性。转基因作物拥有良好的生产性能，可大幅提高农作物产量弥补缺口。2020 年四季度转基因相关政策或持续出台。公司生物育种技术领先，将充分受益转基因商业化。

风险提示：自然灾害及疫病风险，生猪出栏量不及预期，转基因推进不及预期。

【轻工制造：顾家家居(603816.SH)】软体家具龙头峥嵘已现，大家居战略引领未来——公司首次覆盖报告-20201024

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

公司品类拓展红利持续释放、工程渠道发力，首次覆盖给予“买入”评级

公司以沙发起家，逐步成长为国内软体家居龙头,并在此基础上向全屋延伸，迈向大家居巨头。我们认为软体家具属于家居行业中的优质赛道，并且短期有望受到国内外需求催化，长期看产品、渠道、管理、供应链构筑稳固护城河。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 13.17/15.77/18.44 亿元，对应 EPS 为 2.08/2.49/2.92 元，当前股价对应 PE 分别为 30.6/25.6/21.9 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

行业：软体家具属于家居行业中的优质赛道，短期海内外均有需求催化

2017 年中国已跃居软体家具世界第一大产销国，国内沙发和床垫市场规模均呈稳步增长趋势。未来，消费升级有望带动市场规模继续稳步提升，包括单价、更新频率、功能性品类份额提升等。同时，我国软体家具行业龙头竞争格局基本稳定，但集中度提升仍有较大空间。功能性品类占比提升，龙头品类、渠道优势进一步显现都有望带动行业集中度继续提升。短期看，国内竣工缺口具有较强的回补需求，美国在降息等刺激政策的带动下地产市场火热，有望带动家居后续增长。

产品品类和定位不断延伸，拓宽受众群；渠道改革提升效率，并且继续下沉

公司近年通过品类和定位延伸的战略，为沙发业务的发展注入持续增长的活力。一方面功能沙发、布艺沙发不断发展，另一方面推出惠尚、千禧等高性价比系列。此外，公司在沙发的优势基础上向全屋延伸，发展床类产品、定制家居等。渠道方面，公司采用“1+n+x”战略，通过大店提升坪效的同时继续向低线城市下沉。同时，推进区域零售中心和信息化建设等渠道改革策略，提升渠道运营的效率。

采用职业经理人制管理效率领先；产能逐步扩张，供应链优势显著

公司采用职业经理人制度，从家电行业引入了包括李东来在内的优秀高管。公司大股东充分放权，并且激励充分，从而使公司管理效率领先。供应链方面，公司产能稳步扩张，国内嘉兴、黄冈、定制智能工厂均按计划推进中，海外越南、马来西亚、墨西哥均已有产能落地，未来有望进一步提升交付能力并带来业绩弹性。

风险提示：家居行业需求回暖不及预期，原材料大幅上涨，汇率大幅波动

【电子：歌尔股份(002241.SZ)】声学龙头布局“零件+成品”，迎电子终端革新浪潮——公司首次覆盖报告-

20201024

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

声学龙头，转向“零件+成品”垂直一体化

公司早年起家于声学，进入苹果产业链供应声学马达 MEMS 等产品。公司步入“零件+成品”发展战略落地期，形成精密零组件业务、智能声学整机业务、智能硬件业务三大板块，2019 年公司受益于核心客户的无线耳机组装业务重回增长轨迹，固定资产周转率等经营指标向好。未来消费电子 TWS、AR/VR 等产品的终端持续创新将是公司营业收入高速成长的重要驱动力，我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 516.7/714.7/890.6 亿元，2022 年归母净利润分别实现 28.9/37.9/47.2 亿元，同比增长 125.3%/31.5%/24.5%，对应 EPS 为 0.89/1.17/1.46 元，当前股价对应 PE 为 47.9/36.4/29.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

TWS 引领消费电子终端革新，声学制造龙头厚积薄发

TWS 耳机处于高速渗透阶段，全球手机活跃用户接近 80 亿，根据 Counterpoint 及艾瑞咨询的预测数据，TWS 累积出货量相对手机活跃用户配套的渗透率仅为 9.8%。苹果是主力阵营，我们预计未来 2-3 年 AirPods 产品仍能维持 25%的年复合增长率。公司在声学领域配套布局完善，目前已实现声学零件全品类供应，受益于核心客户 AirPods 放量，积极扩大生产规模，2020 年 6 月公司公开发行可转债募集资金中 23.5 亿元用于 TWS 双耳真无线智能耳机项目，份额有望提升。

AR/VR 承接消费电子创新，公司先发卡位核心客户

全球 AR/VR 市场有望回暖，VR 市场率先成熟。公司是全球 AR/VR 产品的核心供应商，考虑到索尼、Oculus 两家厂商的终端出货量合计超过 65%，我们测算公司 VR 组装业务在终端市场占有率超过 50%。公司以成品+零件的产品路线协同发展，从整机业务入手，目前零件自给率已经达到 15%。公司未来有望零部件自给率持续提升至 30%，带动整体成本下行。

风险提示：下游需求不及预期、TWS 耳机行业竞争格局恶化、VR/AR 产品导入节奏放缓、汇兑损益风险

【化工：万润股份(002643.SZ)】Q3 业绩环比改善显著，静待沸石业务放量——公司信息更新报告-20201023

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

公司 Q3 业绩环比+43.43%，我们看好 2021 年沸石放量，维持“买入”评级

公司 2020 年前三季度实现营业收入 19.5 亿元，同比+0.36%，归母净利润为 3.48 亿元，同比-4.88%。2020Q3 单季度营收 7.03 亿元，同比+8.22%，环比+21.64%；单季度归母净利润 1.32 亿元，同比-2.62%，环比+43.43%。2020 年疫情以来，公司及下游客户复工复产顺利推进，同时公司在国内市场的布局不断完善。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.38、7.48、8.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.59、0.82、0.95 元/股，当前股价对应 PE 分别为 27.7、19.9、17.3 倍。我们预计需求最差的阶段已经过去，公司海外业务风险将逐渐降低，2021 年公司沸石业务将充分受益重型车国六标准的全面执行，维持“买入”评级。

国六升级带动国内沸石需求高增，公司产能陆续投放迎接行业机遇

2021 年 7 月 1 日起，国内重型柴油车将全面执行国六 a 标准。受益柴油车排放升级，沸石分子筛将替代钒基成为高标准尾气催化剂的涂层材料，我们测算国内车用沸石需求将由 2019 年的 875 吨增长至 2021 年的 6875 吨。公司沸石产品主要供应全球领先的催化剂生产商庄信万丰，为满足国六带来的市场需求，公司“沸石系列环保材料二期扩建项目”的最后一个车间已于 2019 年完成建设，2018 年启动了“沸石系列环保材料建设项目”，其中计划新增年产能 4000 吨的车用 ZB 系列沸石。我们预计，随着国六标准的推进、公司产能的释放，公司沸石业务有望在 2021 年迎来大幅增长。

三月科技引入投资者增资扩股，加速 OLED 自主成品材料发展

公司、公司控股子公司三月科技及其原股东李崇拟与中节能资本在内的 4 名投资人签订《增资协议》，中节能资本、嘉兴农银凤凰商泽股权投资、上海为奇投资、江苏⾛泉太湖国联新兴成长产业投资拟分别认购 600、500、300、300 万元，原股东李崇计划出资 300 万元。本次增资完成后万润股份仍为三月科技的控股股东，力争将三月科技打造成业内领先的自主知识产权电子化学材料平台企业。

风险提示：产能建设进度不及预期、疫情导致需求下滑、国六推广不及预期。

【农林牧渔：海底捞(06862.HK)】壁垒高筑，火锅龙头加速飞奔——港股公司首次覆盖报告-20201023

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

壁垒高筑，火锅龙头加速飞奔，首次覆盖，给予“增持”评级

海底捞为全球领先的火锅餐饮品牌，自 1994 年成立以来从四川简阳逐步走向全球。卓越的品牌力、标准化扩张能力、领先的门店经营效率铸就公司宽广的护城河，近几年持续加密策略下公司仍维持稳定的翻台率指标及运营效率，模型稳定性极佳。得益于疫情期间小规模独立运营店铺的关店潮，公司在 2020 年加快展店节奏，并有望在未来两年维持较高新开店速度，带来利润水平的大幅提升。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 12.25/49.30/62.79 亿元，EPS 为 0.23/0.93/1.18 元，当前股价对应 PE 为 202/50/39 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

火锅行业：空间大增速快，高度分散下亟待整合

火锅行业 2017 年规模达 4362 亿元，CR5 仅 5.5%。近年随着餐饮业收支透明化加速资本介入，融资浪潮有望助力集中度提升；同时餐饮业供应链基础设施的日益完善也为连锁火锅品牌加速扩张奠定基础。

“连住利益，锁住管理”理念打造出公司高壁垒

公司核心竞争优势在于卓越的品牌力、标准化扩张能力、门店经营效率领先。品牌力源于海底捞超预期服务带来的极致就餐体验；标准化扩张能力源于扁平化管理体系及深厚的供应链积累；公司门店经营效率领先同行，2019 年客单价、翻台率分别为 105 元、4.8 次/天，均处于行业领先水平。

行业景气低谷已过，展店与餐饮业态拓展打开公司成长空间

短期来看随着国内疫情得到控制，餐饮行业恢复势头较好，公司翻台率有望持续修复，2020H1 翻台率已修复至 3.3 次/天；中期来看有望继续保持高速展店节奏，一、二线城市门店预计持续加密，预计未来 5 年展店空间为 298/733 家；随着城镇化的推进和消费升级，三线及以下城市潜力较大，预计 5 年维度空间为 1027 家；长期来看多餐饮业态预计持续拓展。

风险提示：疫情风险、新开餐厅数量不及预期风险、持续加密政策下翻台率等指标恶化风险、食品安全风险、同业竞争加剧风险等。

【电子：柏楚电子(688188.SH)】业绩高速增长，引领并深度受益高功率系统发展——公司信息更新报告-20201023

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051

公司 2020Q3 业绩延续快速增长。

受益制造行业复苏，公司 2020 年 1-9 月实现营收 3.85 亿元，同比增长 38.57%，扣非归母净利润 2.16 亿元，同比增长 18.96%。单季度看，公司在 2020Q3 业绩大幅增长，实现营收 1.65 亿元，同比增长 59.42%，扣非归母净利润 9456 万元，同比增长 42.68%。一方面，公司 Q3 主营业务快速成长，另一方面，Q3 收到理财产品收益显著增厚公司投资收益，我们上调公司利润预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 3.61/4.49/5.89 亿元（前值分别为

3.07/3.91/5.15 亿元），对应 EPS 为 3.61/4.49/5.89 元，当前股价对应 PE 为 67.6/54.4/41.5 倍，维持“增持”评级。

股权激励摊销费用致管理费用率上升，理财收益化解净利润压力。

公司 2020 前三季度股票激励计划计提费用 3143 万元，叠加上海波刺自动化并表影响，前三季度管理费用率达 13.88%，同比提升 7.25 个 pct。根据公司股票激励计划，股权激励摊销费用高点在 2020 年，预计全年摊销费用为 6032 万元，2021-2022 年摊销压力将大幅减轻。公司毛利率由 2019 年同期 81.57%上升至 81.97%，盈利能力持续提升。公司强大的盈利能力造就稳定增长的正经营性现金流，闲置资金投入理财产品，2020 前三季度收到理财收益 5478 万元，化解净利润压力。

高功率系统“国产化替代+总线化发展”，公司正显著受益。

激光器和激光设备的国产高功率发展，对激光切割控制系统的性能要求日益提升，总线化发展趋势明显。公司高功率总线控制系统的技术和性能居国内领先水平，国内市场占有率已逾 10%，居国产品牌首位，有望复制公司在中低功率产品领域的国产替代进程，引领并深度受益国产化替代趋势。

上拓云端，下延硬件，公司主动打造内生成长动能。

公司搭建设备健康云及 MES 系统数据平台，提升激光加工设备的智能化水平，从而提升设备的运行效率，减少设备维修和停机时间，为终端用户创造价值。同时，公司开发智能硬件/配件项目，将与现有控制系统形成协同，以进一步提升加工质量。由此，公司产品附加值将不断提升，为公司增长带来新动能。

风险提示：高功率系统国产替代不及预期；超快激光下游需求增速不及预期。

【食品饮料：桃李面包(603866.SH)】业绩符合预告，增速有所改善——公司信息更新报告-20201023

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

2020Q3 业绩符合预期

公司 2020 年前三季度收入 43.7 亿、增 6.1%，归母净利润 6.9 亿、增 36.4%。2020Q3 单季收入 16.3 亿、增 4.4%，归母净利润 2.7 亿元、增 34.6%。预计 2020-2022 年归母净利分别 8.84、10.01、12.13 亿，因可转债转股导致股本增加，调整 EPS 为 1.30、1.47、1.78 元（前次 1.31、1.49、1.83 元），当前股价对应 PE 分别为 50、44、36 倍，维持“买入”评级。

增速有所改善，华南、西南市场表现较好

公司 2020Q3 单季面包业务增 5.8%、月饼下滑 14.6%，面包增速环比 2020Q2 有所改善，主因大中院校陆续开学，学校渠道逐渐恢复。分区域来看，单三季度新兴的成长性市场表现或恢复较好，其中华南、西南地区增速较快，分别增 17.9%、13.1%，2020 年以来基本上保持较快增长；华东市场增 8%、增速改善明显，上半年新开发的经销商逐渐发力；华北市场增 1.9%、东北基地市场基本持平，华北与东北市场增速仍有待改善，华北地区经销商调整对华北市场增速有拖累。

2020Q3 单季净利率继续改善

2020Q3 单季净利率升 3.68pct 至 16.3%，其中毛利率升 3.69pct 至 43.3%，主因阶段性减免社保及 2019 年调整固定资产折旧年限所致，销售费用率及管理费用率继续分别下降 0.42pct、0.37pct，三季度仍处于控费状态，预计广告及宣传费用投入相对较少。

长期格局有望改善

展望 2020Q4 我们预计华东、华南、西南市场将继续发力，随着大中院校渠道恢复，增速仍有望继续改善。我们认为公司持续市场开拓和渠道加密工作持续推进，强化公司的竞争优势。中长期看，中央工厂+短保的模式竞争优势明显，受疫情影响连锁面包坊面临更大的经营困难，行业将加速向中央工厂+短保模式倾斜，而公司作为短保

全国性龙头，有望持续受益格局改善。

风险提示：全国化扩张放缓风险、投资分散风险、竞争加剧风险

【通信：中国铁塔(00788.HK)】业绩持续稳健增长，“一体两翼”释放更多活力——港股公司信息更新报告-20201023

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

业绩持续稳健增长，“一体两翼”效果显现释放活力，维持“增持”评级

公司公告最新业绩情况，2020 年前三季度营业收入实现人民币 602.20 亿元，同比增长 5.6%，归属于公司股东的利润为 45.64 亿元，同比增长 17.8%。其中“一体”塔类业务收入实现 547.98 亿元，同比增长 2.2%;“两翼”之一室分业务收入实现 26.34 亿元，同比增长 36.9%;和跨行业及能源经营业务收入实现 26.12 亿元，同比增长 92.8%。“一体两翼”发展战略效果初显。随着中国广电和中国移动 700MHz 5G 打底网的合作推进，将带来铁塔业务需求释放，同时加速 5G 应用的普及，进而带来行业应用的进一步繁荣，公司业绩增长动力充足，我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 67.23/82.25/98.52 亿元，同增 28.7%/22.3%/19.8%，EPS 分别为 0.04、0.05、0.06 元，当前股价对应 PE 分别为 32.8、26.2、21.8 倍，考虑公司在铁塔业务的绝对龙头地位，相比可比公司给与一定的估值溢价，维持“增持”评级。

“一体”筑根基，“两翼”展翅高飞，业绩边际改善可期

作为全球规模最大的通信铁塔服务商，公司是 5G 建设最确定的受益者之一。根据工信部数据，截至 9 月份，我国已累计建设基站数量 69 万个，2.6GHz 的 5G 基站建设有序推进中，随着中国广电网络股份有限公司成立，700M 网络加速推进，2020 年第四季度以及之后的 5G 建设将持续保持强劲，我们预计 2021 年 5G 基站建设数量将超过 100 万个，5G 建设高峰期有望在 2023 年之后到来，中国铁塔仍有很大上升空间。

2020 年前三季度，非塔类业务收入占营业收入比重由去年同期的 6.0%提升到 9.0%，多点支撑业务增长格局加快形成。依靠其广泛遍布全国的站址资源和强劲能力，公司的跨行业和能源业务有望促达更多领域与客户。此外铁塔智联技术有限公司和铁塔能源有限公司的成立也将为中国铁塔拓展新业务提供更好的助力。

一体两翼的战略布局有望带来公司业绩边际改善可期。

风险提示：铁塔行业竞争加剧；5G 商用进展不及预期。

【机械军工：江苏神通(002438.SZ)】Q3 营收与业绩大增，核电设备有效驱动增长——公司信息更新报告-20201023

段小虎（分析师）证书编号：S0790520020001 | 李子卓（分析师）证书编号：S0790520030006

中长期将持续受益核电重启及乏燃料处理业务拓展，维持“买入”评级

公司 Q3 实现大幅增长。受益核电项目重启以及乏燃料处理业务的拓展，公司核电领域业务有望成为中长期稳健增长的主要动力。考虑疫情对上半年业绩影响，我们下调盈利预测，预计 2020/2021/2022 年公司可分别实现 EPS 0.50/0.72/1.03 元，当前股价对应 PE 为 28/19/14 倍，维持“买入”评级。

受核电、冶金板块拉动，Q3 实现大幅增长

1）前三季度实现营收 11.4 亿元（+6.1%）、归母净利润 1.6 亿元（23.4%），其中 Q3 实现营收 4.7 亿元（+63.5%）、归母净利润 0.7 亿元（+72.5%），Q3 收入/业绩大幅增长主要系核电及冶金业务拉动，包括核电项目重启促进阀门业绩释放、2019 年乏燃料订单产生收入以及钢铁厂搬迁新建产能增加冶金阀门需求等因素；2）毛利率为 34.4%，较 2019 年同期上升 0.7pct，基本持平；3）费用率方面，销售/管理/财务费用率分别为 8.4%/8.5%/1.0%，较 2019 年同期分别下降 1.5/0.2/0.3pct，研发费用率为 4.5%，较 2019 年同期上升 0.8pct，变动均较小；4）资产负债方面，应收

账款较年初增长 31.3%，主要原因系公司及子公司无锡法兰 Q3 销售收入增加所致；5）现金流方面，经营活动现金流较 2019 年同期转正，主要系各项税费减少以及子公司瑞帆节能收回应收账款所致。

乏燃料订单大幅增长，双业务板增长可期

1）核电：核电建设重启，预计未来年均 4-6 个新建机组获批，对应新增市场空间 2-3 亿元/年，公司核电球/蝶阀市占率超过 90%，将充分受益核电项目加速建设；进军乏燃料处理蓝海市场，实力全国领先，2019/2020 已公告订单 0.88/2.82 亿元，同时拟增发募集 1.5 亿元建设乏燃料后处理关键设备研发和产业化（二期）项目，该业务板块有望带来长期可持续的业绩贡献。2）冶金：随环保趋严，部分钢铁厂搬迁改造将重建产能，公司冶金特种阀门市占率超过 70%，且有望向空间更为广阔的通用阀门领域拓展，有望从钢铁厂新建工程/后续维护中持续获益。

风险提示：核电项目进度低于预期，乏燃料业务拓展低预期。

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