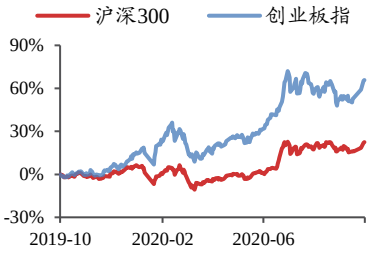
2020 年 10 月 14 日

开源晨会 1014

——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(%)
农林牧渔	2.6
汽车	1.69
家用电器	1.33
纺织服装	1.15
医药生物	1.07

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
钢铁	-0.81
房地产	-0.77
非银金融	-0.65
商业贸易	-0.49
综合	-0.31

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

【宏观】出口链改善的结构和弹性

出口链是值得重点关注的链条，未来仍将延续修复；但“替代效应”的衰减，或在一定程度上影响出口在总量层面改善的弹性，不同行业出口表现或将分化。

行业公司

【传媒】直播赋能电商打造最强“双十一”，产业链各方再起舞

“淘京拼”三巨头十月下旬开启“双十一”，淘宝“双预售”锁定消费群；“快抖”“双十一”发力直播电商，淘宝直播明星+自播双擎驱动；2020 年“双十一”玩法丰富，利好代运营和新营销。

【农林牧渔】9 月禽链价格持续回落，黄羽鸡表现相对稳定

9 月禽产品销量同比增长，价格景气度持续下降 ，整体来看，禽链基本面仍难改变，建议关注肉制品渠道稳步发展、养殖成本不断改善的圣农发展。

【煤炭开采】山西国改加速组建煤企航母，关注专业化整合和资产注入预期

山西国改步入深水区，上市公司收购资产时更倾向现金支付，一方面现金收购将增厚每股净利润，另一方面也是供改深化背景下煤企现金流状况明显改善的表现。

【纺织服装：开润股份(300577.SZ)】拟推员工持股计划彰显信心，2C、2B 业务均迎来边际向好变化

10 月 12 日发布员工持股计划草案彰显公司长期发展信心。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍，维持“买入”评级。

【电子：恒铭达(002947.SZ)】精密模切行业的匠心企业，扩产能迎发展契机

实现大幅领先竞争对手的毛利率、净利率及人均创收。客户质量优异，直接客户有知名消费电子产品制造服务商及组件生产商，终端客户有知名消费电子品牌商。

【纺织服装：海澜之家(600398.SH)】线上渠道与新老品牌联动发力，服装龙头再起航

新品牌布局的成效显现、线上数字化营销策略推进。预计 2020-2022 年 EPS 为 0.57/0.75/0.87 元,当前股价对应 PE 为 11.9/9.0/7.8 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

【房地产：我爱我家(000560.SZ)】全产业链布局，存量时代地产服务大有可为

房地产市场未来将逐渐进入存量交易时代。预计公司 2020-2022 年基本每股收益 0.22/0.35/0.40 元，当前股价对应 PE 为 18/11/10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

【家电：美的集团(000333.SZ)】以变革拥抱变化，赋能全价值链打造多元化科技集团

随着整体白电行业规模的不断扩大，预计公司 2020-2022 年 EPS 为 3.56/4.15/4.76 元，当前股价对应 PE 为 20.8/17.8/15.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

【化工：巨化股份(600160.SH)】收购浙石化 20%股权，投资收益将显著改善业绩

公司重大资产重组将于 10 月 13 日复牌。维持预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.08/0.41/0.45 元，对应当前股价 PE 分别为 89.6/16.8/15.1 倍，维持 “买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】出口链改善的结构和弹性——宏观经济点评-20201013

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

出口继续改善，汽车和电子链相关中间品、劳动密集型消费品出口改善显著

出口链继续回暖，汽车和电子机电产品、鞋靴等劳动密集型出口改善明显。9 月出口增长 9.9%、较前值抬升 0.5 个百分点。大类商品中，代表性劳动密集型商品出口增长 4.5%、大幅上升 3.4 个百分点，机电产品增速 11.9%、与前值大致持平，高技术产品增速则大幅下滑 7.7 个百分点至 4.2%。具体商品中，防疫物资出口进一步放缓、手机出口增速明显回落，而汽车零部件、鞋靴等出口改善幅度明显。

主要出口目的地中，中国对美、韩和金砖国家出口加快增长，对欧盟和东盟增速维持高位。发达经济体中，中国对欧盟出口改善最早、4 月即恢复两位数增长，5 月后缓幅回落、9 月至 10.6%，仍处高位；中国对美国出口自年中加快改善，9 月增速 20.5%，对韩国出口增速上升 8.8 个百分点至 14.8%。新兴经济体中，中国对金砖国家出口增速 9 月首次回正至 7%，对东盟出口连续 3 个月两位数增长。

伴随外需继续修复，出口链改善有望延续，但弹性或受“替代效应”等影响

伴随美国等经济体经济活动逐渐修复，“需求效应”对我国出口的拉动有望继续体现；但“替代效应”的衰减，可能会约束出口在总量层面改善的弹性。6 月以来，美欧等多个发达经济体经济活动持续修复、进口需求明显改善，带动韩国等主要出口型经济体的出口增速大幅回升。中国出口链也将在“外需修复”的背景下延续改善，但出口在总量层面改善的弹性，或在一定程度上受“替代效应”衰减的制约。

未来一段时间，出口链不同行业改善幅度或将分化；机械设备、电子元件、纺织服装、鞋靴等值得重点关注。中国前期主要“替代”墨西哥、德法等工业制造国，“替代效应”较强的商品主要为汽车零部件、化学品等，这类商品后续出口改善弹性或受到一定制约。相较之下，纺织服装、鞋靴等前期“替代效应”较弱的消费品，机械设备、电子元件等中国具备较强竞争优势的资本品和中间品，值得重点关注。

进口大幅增长，中下游汽车和零部件、电脑及零部件、机床等，进口需求旺盛

9 月进口大增 13.2%、金额为近年单月最高水平，中下游汽车零部件、电脑及零部件等进口需求旺盛。上游主要大宗原料、中下游多数设备和零部件等，进口增速均有改善；其中，中下游汽车链所需零部件等、电脑及零部件、半导体器件等改善明显，9 月进口增速较前值均抬升超过 30 个百分点。这类产业全球化分工程度较深，中国相关商品进口改善、也在一定程度上反映全球外贸景气好转。

重申观点：出口链是值得重点关注的链条，未来仍将延续修复；但“替代效应”的衰减，或在一定程度上影响出口在总量层面改善的弹性。不同行业出口表现或将分化，汽车零部件、化工品等前期受“替代效应”支持较多，后续改善幅度仍需跟踪；纺织服装、鞋靴等前期“替代效应”较弱的劳动密集型消费品，机械设备、电子元件等中国竞争力较强的资本品和中间品，出口改善的持续性可能较好。

风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

行业公司

【传媒】直播赋能电商打造最强“双十一”，产业链各方再起舞——行业点评报告-20201013

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002

“淘京拼”三巨头十月下旬开启“双十一”，淘宝“双预售”锁定消费群

根据淘宝、京东、拼多多公布的“双十一”活动规划，三家电商巨头均在 10 月下旬开启“双十一”购物节。其中淘宝首推“双预售”，第一波预售期为 10 月 21 日至 31 日，尾款支付时间为 11 月 1 日至 3 日；第二波预售期为 11 月 4 日至 10 日，尾款支付时间为 11 月 11 日，通过两次预售期尽可能覆盖及锁定更多消费群。京东除在 10 月 21 日至 31 日开启预售外，11 月 1 日至 11 日设置“开门红”、“专场期”、“品类期”、“高潮期”，以多种专题形式主攻垂直客户，并额外增加 11 月 12 日至 13 日为续售期，用以满足复购等多种购物需求。拼多多将于 10 月 31 日通过湖南卫视举办“双十一”开幕晚会，且此次“双十一”促销也将无缝接力 10 月 20 日结束的拼多多 5 周年庆。此外，淘宝降低跨店满减门槛，2019 年为“满 400 减 50”，2020 年为“满 300 减 40”；京东提供两档“京贴”，分别为“满 300 减 40”和“满 1000 减 60”；拼多多将会发放多种类型的红包和优惠券，吸引消费者购买。

“快抖”“双十一”发力直播电商，淘宝直播明星+自播双擎驱动

直播电商方面，快手将于 10 月 30 日联袂江苏卫视举办“快手之夜”，正式开启购物节，通过“集卡互动、万券齐发、瓜分亿元”等多类型活动，配合当红流量明星联动头部主播直播种草，在百亿补贴的赋能下，率先于 11 月 6 日开启售卖，并延续至 11 月 11 日。抖音举办“宠粉节”，分为“全民宠粉”和“超级宠粉”两个阶段，将包含“秒杀、满减、粉丝券、货品”等多种玩法，以“超级直播间”赋能抖音电商，同时，值得注意的是，这也是 10 月 9 日抖音直播切断外链后的首个大型购物节，销售成果或能反映出抖音电商闭环生态的巨大潜能。此外，淘宝直播除了依托淘宝“双十一”规则外，2020 年将提升店铺自播比例，并且增强明星直播互动，以“高低搭配”的方式吸引消费者参与购物。

2020 年“双十一”玩法丰富，利好代运营和新营销

我们认为，2020 年“双十一”不仅开拓“双预售”的模式，拉长消费时间，同时直播电商在 2019 年“双十一”的成功试水后，2020 年有望展现“群雄逐鹿”的场面，各平台均推出多样化的玩法吸引消费者购物。我们判断，淘系代运营有望从“双预售”中受益，从而提升四季度整体业绩，重点推荐壹网壹创，其他受益公司包括丽人丽妆、若羽臣、宝尊电商。“快抖”进军直播电商，以黑马姿态角力 2020 年“双十一”，淘宝直播竿头日进，创新玩法，品牌方或增加直播电商平台的营销支出，利好以达人为媒介的新营销公司，且随着抖音直播封闭外链，抖音电商生态的新型代运营服务商或从中受益，重点推荐姚记科技（投资淘宝直播达人数量第一的 MCN 构美，子公司芦鸣科技拓展抖音小店代运营）、元隆雅图（谦玛网络进军新平台代运营）、值得买（星罗赋能直播供应链，运营华熙生物、中国中免等多个抖音账号），受益公司包括蓝色光标、华扬联众。

风险提示：“双十一”销售不及预期，电商监管政策发生较大变化，疫情等因素影响备货及发货进度。

【农林牧渔】9 月禽链价格持续回落，黄羽鸡表现相对稳定——行业点评报告-20201013

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

9 月禽产品销量同比增长，价格景气度持续下降

据中国禽业协会数据显示，样本企业 9 月父母代鸡苗及商品代鸡苗销量分别为 49.87 万套及 2.49 亿羽，同比分别增长 15.90%及 111.62%，上游鸡苗供给量持续宽松。在产祖代鸡存栏量仍处于历史高位，截至 9 月底，在产祖代鸡存栏量为 106.74 万套，同比增长 17.65%。在产父母代存栏量月度环比出现大幅下降。截至 9 月底，在产父母代存栏量下降至 1516.71 万套，环比下降 7.21%。短期内父母代存栏量下降或将小幅支撑鸡苗价格，中长期来看，上游鸡苗出栏量仍较多，行业供给量较充足，白羽肉鸡产业链价格整体承压。9 月生猪养殖产能持续恢复，政策层面中秋、国庆前夕需要保证居民基本供给，中央储备冻肉 9 月共组织 5 次投放，9 月单月累计投放共 10 万吨，猪价高位回落，毛鸡、鸡苗价格同比大幅下跌。9 月毛鸡价格逐周下跌，由月初的 7.31 元/公斤下降至月底 5.53 元/公斤，月内跌幅达 24.35%。鸡苗方面，9 月底主产区鸡苗价格为 0.77 元/羽，同比下跌 92.22%。整体来看，禽链基本面仍

难改变，价格景气度下行，建议关注肉制品渠道稳步发展、养殖成本不断改善的全产业链龙头企业圣农发展。

9 月鸡苗企业收入受单价影响，同比及环比均下跌

9 月商品代鸡苗企业销售单价、收入同环比均大幅下降。益生股份及民和股份销售单价同比分别下跌 88.80%及 87.12%，环比分别下跌 49.49%及 49.00%，销售收入方面，益生股份及民和股份同比分别下跌 85.84%及 86.05%，环比分别下跌 49.79%及 50.00%。

9 月鸡肉企业加强熟食转化率，肉制品销量同比实现增长

仙坛股份 9 月肉制品销量 0.09 万吨，同比增长 91.56%，圣农发展 9 月实现 2.08 万吨，同比增长 27.21%。下游鸡肉及肉制品加工企业，在鸡肉价格景气度下行的情况下，加大肉制品销售力度，增加熟食转化率，稳定企业整体利润。

9 月黄羽鸡企业表现稳定，均价及收入持续改善

9 月黄羽鸡企业销售渠道恢复，各企业销量环比实现正向增长。价格表现在下游需求支持下表现相对稳定。温氏股份、立华股份及湘佳股份 7 月销售均价均分别为 13.37、13.06 及 11.91 元/公斤，环比分别上涨 4.95%、3.16%及 4.57%。

风险提示：禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌，企业亏损；出现禽流感等疫情，导致需求端及供给端受到严重影响；下游消费复苏不及预期。

【煤炭开采】山西国改加速组建煤企航母，关注专业化整合和资产注入预期——山西国改事件点评报告-20201013

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：10 月 9 日，多家上市公司发布公告，山西省将联合重组同煤、晋煤、晋能三大集团，同步整合潞安、华阳集团等，组建晋能控股集团；10 月 10 日，山西国运向晋能控股集团注资并划转首批相关资产。

山西国改步入深水区，对标国家能源集团组建航母煤企

从总资产与煤炭产量两方面来看，晋能控股集团或将成为国内第二大煤企，解决山西省“一煤独大”以及煤企“大而不强”等困局。根据山西国运测算，晋能控股集团资产预计将达 1.1 万亿元以上，仅次于国家能源集团 1.8 万亿元；产量方面，晋能控股集团三大主体同煤、晋煤、晋能集团 2019 年合计产量达 2.99 亿吨（由于潞安集团已将旗下潞安环能等核心煤炭资产剥离，此处不将其考虑在内），已超新山能集团（兖矿+山能）2.91 亿吨水平，仅次于国家能源集团 5.1 亿吨。

凸显专业化整合思路，布局框架逐渐清晰

本次重组凸显山西国改专业化整合的风向，省内国有煤企框架已见雏形，原七大煤企格局将不复存在，新格局的成立将凸显专业化分工，解决同质化竞争的老问题。晋能控股集团下，同煤集团更名为晋能控股煤业集团，晋能集团更名为晋能控股电力集团，晋煤集团更名为晋能控股装备制造集团，将分别深耕煤炭、电力以及煤机装备方向；新组建的山西焦煤集团则继续巩固炼焦煤龙头地位；潞安化工集团则吸收合并潞安、阳煤、晋煤集团的化工资产及配套煤矿，专注煤化工业务；阳煤集团或在巩固无烟煤基础上向新材料、新能源及智能装备等方向拓展。

煤企“强强联合”已成趋势，行业集中度明显提升

此前神华与国电集团合并成立国家能源集团确立行业“强强联合”风向，2020 年行业整合力度进一步加大：山西焦煤集团&山煤集团合并、山东兖矿集团&山能集团合并、山西潞安化工集团成立。行业集中度提升：以 2019 年产量数据测算，在本轮山西、山东整合完成后，中国煤炭行业 CR4 将达 33%，相较于 2019 年 27%的 CR4 水平有明显提升。另一方面对标美国煤炭行业 40%以上 CR4 水平仍有一定差距，可见供改也将在“十四五”期间持续

深化。

“大集团+小上市公司”格局更加凸显，上市公司获资产注入预期增强

山西省各大煤企集团的资产证券化率均不高：整合完成后晋能控股集团旗下仅有大同煤业一家上市煤企；山西焦煤集团旗下为西山煤电、山煤国际；潞安化工集团旗下为潞安环能；阳煤集团旗下为阳泉煤业。2019 年山西省针对国改提出“上市公司+”战略，对省内国企整体上市、提升资产证券化率提出要求，充分发挥煤企上市平台作用成为山西国改的重心之一，集团公司优质资产实施证券化的预期增强，将为相关上市公司增添外生增长动力。同时，我们也注意到，上市公司在收购资产时更倾向于现金支付，一方面现金收购将增厚每股净利润，另一方面也是供改深化背景下煤企现金流状况明显改善的表现。

受益标的：大同煤业、西山煤电、山煤国际、阳泉煤业、潞安环能

风险提示：经济增长不及预期风险，省内整合进度不及预期，供需错配风险

【纺织服装：开润股份(300577.SZ)】拟推员工持股计划彰显信心，2C、2B 业务均迎来边际向好变化——公司信息更新报告-20201013

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

发布员工持股计划彰显信心，增添长期发展动力，维持“买入”评级

公司 10 月 12 日发布第二期、第三期员工持股计划草案，拟分别提取总额不超过 2,507、253 万元，共计不超过 2,760.66 万元的专项激励基金用于本次员工持股计划。主要参与对象为高管、中层核心骨干人员及优秀员工等共计不超过 62 人，激励范围较广，进一步绑定核心员工利益，彰显公司长期发展信心，增添长期发展动力。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.00/3.27/4.39 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍，考虑到国内市场出行加速恢复，继续看好公司长期投资逻辑，维持“买入”评级。

激励范围广泛，考核目标长远，共谋集团长期发展，共享业绩成长红利

从参与范围来看，两期计划共计拟授予副总经理等 4 名高级管理人员合计 225.95 万份，约占本次计划 8.18%；其他核心人员 2534.7 万份，约占 91.82%，激励范围广泛。从考核目标来看，第二期计划业绩考核目标为：以 2017-2019 年公司营收平均值为基数，2021-2024 年公司营收增速分别不低于 30%/50%/70%/90%；第三期采用个人绩效考核。鉴于 2012-2019 年公司营收 CAGR 为 38.21%，本次激励考核目标设置科学合理，且充分体现了公司未来业绩成长性，调动员工积极性。

出行市场复苏显著，大嘴猴品牌表现亮眼，收购优衣库代工厂为 2B 业务蓄力

双节期间出行市场恢复至同期 7-8 成，出行高峰显著带动了公司出行品销售额增长。根据魔镜数据，公司 2C 端销售 8 月下旬开始回暖，9 月已恢复增长，预计 10 月以来业绩持续边际改善，拐点逐步确立。新品牌大嘴猴拉杆箱产品进入天猫品类排行前五名，截至 10.12 日累计月售超 1 万件，表现亮眼，后续增长可期。此外，在拓品类方面，预计在悠启走步机之后，公司有望进一步拓展家庭健身器材品类。公司 2B 端收购优衣库核心供应商，切入服装代工赛道打开成长空间。

风险提示：疫情二次爆发影响出行市场及海外订单；海外产能释放不达预期。

【电子：恒铭达(002947.SZ)】精密模切行业的匠心企业，扩产能迎发展契机——公司首次覆盖报告-20201013

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

专注精密模切行业稳步成长，首次覆盖给予“买入”评级

公司自 2011 年成立以来专注于模切件领域，主要产品包括功能性器件、消费电子防护产品及消费电子外盒保护膜，广泛应用于手机、平板电脑、笔记本电脑、智能穿戴设备等消费电子产品及其组件。2015-2019 年公司营收

CAGR 达 17.59%，净利润 CAGR 达 26.91%，实现持续稳步成长。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.68/2.55/3.51 亿元，对应 EPS 为 1.32/2.01/2.77 元，当前股价对应 PE 为 42.8/28.2/20.5 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

“匠心”运营铸就领先盈利能力，股权激励彰显公司发展信心

公司专注主业，“匠心”运营，实现了大幅领先竞争对手的毛利率、净利率及人均创收。公司“匠心”运营主要体现在设备、生产运营及服务客户三个方面。设备方面公司具有自主研发与自主改进设备、优化精密模具设计、自主研发自动化控制系统的能力。生产运营方面，公司具有 OEE 生产管理系统及研发项目管理系统，拥有成熟稳定的工程师和一线工人团队。在服务客户方面，公司具有快速响应客户产品研发需求并实现大批量生产、快速反馈客户应急需求的能力。此外，公司通过股权激励计划稳定核心团队，激励授予条件彰显公司发展信心。

绑定优质客户并协同终端客户研发，有望受益智能手机行业复苏

公司客户质量优异，直接客户包括富士康、和硕、广达、仁宝、立讯精密等知名消费电子产品制造服务商及组件生产商，终端客户包括苹果、谷歌等知名消费电子品牌商。公司不断加深与终端品牌商的协同研发，提升公司在产业链中位置及自身创造价值的能力，巩固与终端品牌商的合作关系，从而取得较大的竞争优势。2020 年 5 月，IDC 预计全球智能手机市场将于 2021 年迎来复苏，结束连续三年下滑的出货量。其中 5G 智能手机持续渗透，带来新一轮换机周期是未来复苏的主要原因。公司有望凭借优质的客户群体，受益全球智能手机行业的复苏。

风险提示：产能建设进度不及预期、客户集中度过高风险、未能通过核心客户的供应商考核风险、疫情持续，全球消费电子市场持续疲软风险。

【纺织服装：海澜之家(600398.SH)】线上渠道与新老品牌联动发力，服装龙头再起航——公司首次覆盖报告-20201013

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

以男装为主的国内服装龙头，首次覆盖给予“买入”评级

海澜之家作为国内服装行业龙头，近年来业务发展较稳健，旗下男装主品牌海澜之家市占率连续 6 年位列榜首，保持行业领先。同时，公司新品牌布局的成效显现、线上数字化营销策略的推进均有望增厚公司未来业绩。我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 24.4/32.4/37.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.75/0.87 元,当前股价对应 PE 为 11.9/9.0/7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

品牌运营效率提升，渠道结构优化，线上占比预计提升

品牌方面，2020 年高收入占比的主品牌羽绒服实断比例降至 30%，进一步巩固轻资产模式。此外，主品牌的产品设计更年轻、价格策略更灵活、会员体系更完善使得品牌运营更高效。渠道方面，公司着重调整门店结构以保持线下稳定增长，包括持续优化存量店铺、提升购物中心比例等。疫情期间公司加快线上布局，例如联动传统与社交电商、紧跟直播带货、推出线上奥莱等，预计 2020 年底线上占比将提升至 10%。

新品牌切入细分市场，规模初具、效果显现

公司注重布局女装、童装、职业装、生活家居等细分市场，覆盖消费者多场景、多层次的需求。公司目前新品牌矩阵初具规模，培育效果显现，尤其看好 OVV、英氏与海澜优选：1）轻奢女装品牌 OVV 凭《三十而已》顺利引流，借高品质产品留存用户；2）高端婴童品牌英氏深耕童装赛道多年，延伸产品线至婴童洗护品类，享受二胎政策及优生优育红利；3）家居集合品牌海澜优选对标无印良品，未来销售渠道有望转向线上，用高性价比产品打造相对竞争优势。

2020 上半年业绩筑底，拓线上、拓品牌、运营提效有望催化业绩拐点

海澜之家 2020H1 实现营业收入 81.02 亿元（-24.43%），实现归母净利润 9.47 亿元（-55.42%），收入及利润的

下滑主要系疫情导致终端消费疲弱。由于疫情期间公司积极推进数字化营销战略、加快线上布局，主品牌巩固轻资产模式运营提效，叠加新品牌拓展顺利，我们预计，海澜之家业绩有望于 2020 下半年迎来拐点。

风险提示：疫情的二次爆发；存货及资产减值风险；新品牌培育效果不及预期。

【房地产：我爱我家(000560.SZ)】全产业链布局，存量时代地产服务大有可为——公司首次覆盖报告-20201013

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（联系人）证书编号：S0790120060038

全产业链房产服务商，存量时代龙头受益，首次覆盖给予“买入”评级

我爱我家作为全产业链房产服务商，公司经纪业务、资管业务、新房代销业务协同发展。房地产市场未来将逐渐进入存量交易时代，市场容量将稳步提升，公司作为房地产经纪龙头将受益。预计公司 2020-2022 年营收分别为 96、112、128 亿元，同比增速分别为-14.2%、16.1%、14.6%；归母净利润 5.13、8.32、9.51 亿元，同比增速分别为-37.9%、62.1%、14.2%，基本每股收益 0.22、0.35、0.40 元，当前股价对应 PE 分别为 18、11、10 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

经纪业务标准化，有效提升租售撮合率

目前业务已覆盖北京、上海、杭州、南京等国内 19 个大中型城市，拥有超过 3400 家门店，员工近 5 万人。2019 年，公司二手房业务实现收入 57.19 亿元，同比增长 4.3%。公司重点城市、核心区域二手买卖市占率保持领先优势，2019 年北京、杭州、南京、苏州、太原、天津、无锡等城市市占率稳居前三，其中杭州市场占有率超过 30%。二手房经纪领域市场巨大。长期看，按照国内存量城镇住宅 3 亿套计算，假设年化流通率 3%、套均价格 150 万元、中介渗透率 90%、交易佣金率 2%测算，测算行业二手交易佣金规模 2430 亿元。

新房代销稳定增长

公司新房业务包括代理、分销及电商等模式，“伟业顾问”、“汇金行”、“我爱我家”三大品牌联动，新房代销业务稳定增长。

多业态服务，资管业务大有可为

1）房屋资管品牌“相寓”规模增长稳定。截至 2019 年，“相寓”在管规模 27.6 万套，实现收入 18.72 亿元，同比增长 13.1%，全国全年平均出租率达 95%，全年平均出房周期 12.6 天，其中 2019 年第四季度平均销控期同比缩短 17%，运营质量和效率均为行业领先。2）收购“蓝海购”、商办业务上线官网，商业全产业链实现打通，商业地产营销及运营业务得到有效补充。

风险提示：行业销售规模大幅下滑；按揭贷款利率大幅上行；房地产政策收紧。

【家电：美的集团(000333.SZ)】以变革拥抱变化，赋能全价值链打造多元化科技集团——公司首次覆盖报告-20201013

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

国内白电行业龙头企业之一，首次覆盖给予“买入”评级

美的集团是国内白电行业的龙头公司之一。我们认为，随着整体白电行业规模的不断扩大以及行业内产品结构的升级迭代，公司作为白电龙头有望继续受益。另外，公司在内销方面受益于新国标落地和家电下乡政策，在外销方面积极拓展海外业务，并前瞻性布局机器人业务，未来空间较大。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 249.96/291.66/333.97 亿元，对应 EPS 为 3.56/4.15/4.76 元，当前股价对应 PE 为 20.8/17.8/15.6 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

复盘：为什么美的集团表现更加亮眼？

1）业绩：美的集团业绩整体更为亮眼。我们认为主要系：a.美的集团渠道改革起步较早，具备先发优势。b.美的品牌采用高性价比策略进行市场扩张，且产品品类更为多元。c.美的集团在扩品类收获市场份额后，着力提升产品质量。2）展望：美的、格力产品价差有望缩小。a.美的：空调新国标落地低端产品将被淘汰，美的品牌有提价趋势。b.格力：格力电器积极发展线上进行渠道变革，格力品牌价格中枢或将下移。

竞争优势：品牌品类覆盖全面，渠道变革助力转型科技集团

公司在战略、品牌、渠道、产品和研发五个方面具备较强的竞争优势。1）战略：公司致力于从传统家电巨头数字化转型为科技集团；2）品牌：多品牌矩阵全面覆盖各群体的差异化需求；3）渠道：削减渠道层级，提升渠道效率和把控力；4）产品：外延式品类扩张使公司产品维度覆盖消费者的多样化需求；5）研发：坚持研发投入，具备持续领先的技术创新能力。

未来增量：新国标助力推动内销增长，外销和机器人布局带来增量

公司将从扩大内销、拓展外销以及前瞻性布局机器人业务三个方面迎来业绩的进一步增长。1）内销：空调新国标落地、家电下乡政策使公司受益；2）外销：推进公司全球化进程，积极拓展海外业务；3）亮点：收购库卡，布局机器人产业。

风险提示：疫情反复、原材料价格波动、行业竞争加剧、海外拓展不及预期。

【化工：巨化股份(600160.SH)】收购浙石化 20%股权，投资收益将显著改善业绩——公司信息更新报告-20201012

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

公司拟收购浙石化 20%股权，股票将于 10 月 13 日复牌，维持“买入”评级

公司拟收购浙石化 20%股权进行重大资产重组，股票已于 9 月 21 日起停牌，并即将于 10 月 13 日开市起复牌。2020 年以来，受 NCP 疫情及经济下行影响，行业产业链供应链循环阶段性受阻，公司制冷剂、氟化工原料、基础化工产品等量价齐跌。在收购方案尚未完成的背景下，我们维持预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.06、10.99、12.24 亿元，EPS 分别为 0.08、0.41、0.45 元/股，对应当前股价 PE 分别为 89.6、16.8、15.1 倍，维持公司“买入”评级。

巨化股份将成为浙石化并列第二大股东，公司业绩有望显著改善

9 月 18 日，公司拟以发股及付现的方式收购巨化投资持有的浙石化 20%股权；同时，公司拟向不超过 35 名特定投资者非公开发行股份募集配套资金。本次交易构成重大资产重组、关联交易，不会导致公司实际控制人发生变更。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目规划总面积 41 平方公里，总投资 1730 亿元。一期项目年加工原油 2000 万吨，年产芳烃 520 万吨、乙烯 140 万吨等，已于 2019 年 12 月底建成投产。据荣盛石化公告，截至 2020 年 6 月末，浙石化总资产、净资产分别 1510.91、449.03 亿元；2020H1，浙石化实现营业收入、净利润分别 275.41、44.88 亿元。在本次收购前，浙石化 4 名股东分别为荣盛石化、巨化投资、桐昆投资及舟山海综，持股比例分别为 51%、20%、20%及 9%。若巨化股份收购事宜成功实施，则巨化股份将成为仅次于荣盛石化，与桐昆投资并列的第二大股东。收购浙石化 20%股权后，投资收益将显著改善巨化股份业绩。

氟化工业绩基本探底，坚定看好公司高水平运营能力与内生效益

公司制冷剂产业链布局完善，成本与配套优势显著，且财务结构健康。在氟化工周期下行的背景下，公司通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，逆势扩张产量、稳步经营。我们看好公司产业链协同发展，长期保持高水平运营能力与内生效益，并有望在逆势中脱颖而出，未来将引领氟化工行业景气周期复苏。

风险提示：安全生产风险，宏观经济下行，氟化工及石油化工终端消费不振等。

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（underperform）	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（underperform）	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