本报告的主要看点：

1. 国金证券 10 市场策略及“十大金股”推荐逻辑。

国金证券 10 十大金股”组合及投资逻辑

国金·月度金股 | 10 月：

代码	简称	行业	20 年 EPS	21 年 EPS
600519.SH	贵州茅台	食品饮料	37.40	45.30
000858.SZ	五粮液	食品饮料	5.24	6.60
002475.SZ	立讯精密	电子	0.97	1.32
002241.SZ	歌尔股份	电子	0.71	1.01
300413.SZ	芒果超媒	传媒	0.87	1.04
002555.SZ	三七互娱	传媒	1.38	1.72
600309.SH	万华化学	化工	2.66	3.59
600801.SH	华新水泥	建筑材料	3.24	3.70
600176.SH	中国巨石	化工	0.56	0.82
600988.SH	赤峰黄金	有色金属	0.33	0.72

说明：立讯精密和歌尔股份盈利预测为 wind 一致预期

■ **10 月市场策略：市场在波折中前行：看好 10 月份反弹窗口**

10 月市场或迎来反弹，反弹的幅度取决于宏观流动性的边际变化。首先，美股系统性风险并不大。此外，10 月在政府债券发行压力和财政支出放缓的背景下，央行或持续呵护市场流动性。其次，10 月步入三季报窗口，高景气板块个股超预期仍是大概率事件。最后，10 月底召开的十九届五中全会将聚焦十四五规划，市场对于十四五规划的预期也将成为推动市场的重要因素。

“十四五”规划、美国大选是影响后市的重要因素。“十四五”规划或淡化 GDP 目标，注重高质量发展和新旧动能转变，其中扩大内需、自主可控或是规划重点内容。民调数据显示拜登距当选还差 50 张左右选票，若拜登当选，美股短期或面临一定的调整。但在疫情冲击仍未消除的情况下，拜登的政策短期或相对温和。此外，拜登或不采取贸易战措施针对中国，这对 A 股市场来说或是利好。

市场风格方面，估值分化的局面或将持续一段时间。估值分化的背后是基本面的分化，在没有行业相对基本面或政策层面的拐点出现之前，通过价格调整快速促使估值分化进行收敛的概率较低，后续估值分化或通过业绩消化估值的方式逐步走向收敛。

行业配置三大思路：1）消费和基建等内需板块；2）消费电子产业链；3）涨价主线。

风险提示：海外黑天鹅事件（地缘政治风险等）

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002
dingshitao@gjzq.com.cn

刘宸倩 分析师 SAC 执业编号：S1130519110005
liuchenqian@gjzq.com.cn

樊志远 分析师 SAC 执业编号：S1130518070003
fanzhiyuan@gjzq.com.cn

杨晓峰 分析师 SAC 执业编号：S1130520040001
yangxiaofeng@gjzq.com.cn

陈屹 联系人
Chenyi3@gjzq.com.cn

食品饮料—刘宸倩（贵州茅台、五粮液）

贵州茅台

- 中秋旺季需求同比好转，经销商打款备货积极。受益于中秋国庆旺季的送礼、商务及高端宴请消费恢复，预计高端酒需求同增 5-7%。当前库存为半个月以内，经销商中秋备货已完成，正在执行 10 月配额。
- 直销放量平价茅台，抑制价格过快上涨。前期飞天茅台批价从 3 月底的 2100 元上涨至 9 月初的 2875 元，上涨速度较快。目前茅台已与 67 家 KA 区域卖场、酒类垂直电商、烟草零售连锁等直销渠道商开展合作，已有 11 家直销渠道商在中秋旺季投放 33.5 万瓶平价茅台，批价逐步回调至 2700 元。
- 合理降低茅台直接提价预期，全年目标实现无虞。20 年茅台计划营业总收入同比+10%，销售计划 3.45 万吨，同比+11.3%。我们预计今年普飞提价概率非常小，明年提价的概率也需综合考虑批价及经济背景。公司已率先执行生肖酒 Q3 配额，并推出 70 周年纪念酒等非标产品。我们认为，“非标产品投放+直销放量”茅台吨价有望持续提升，长期业绩稳定增长可期。
- 目标空间：茅台的护城河在于“强品牌＋高渠道价差”，疫情不影响公司核心竞争优势，中长期看仍为最具确定性和价差空间的龙头白酒。20-22 年收入增长 12%/18%/16%；净利润增速 15%/20%/18%；EPS 分别为 37.7/45.3/53.4 元，对应 PE 分别为 44/37/31X。
- 风险提示：食品安全风险；宏观经济下行；批价上涨不达预期；行业竞争加剧

五粮液

- 1）全年双位数收入增长目标，Q1 业绩超预期，Q2 稳健增长。面对疫情五粮液采取一系列渠道应对措施，包括减少承兑汇票使用范围和比例、优化计划配额、精准投放等，大商打款保障业绩和市场稳定。20 年公司定调收入实现双位数增长，配额增量 5-8%，一季度实现开门红，20H1 收入同增 13.31%，半年任务过半，全年任务目标压力不大。
- 2）此轮挺价稳定性更强，中秋稳步发货、稳住批价。五粮液对下游议价权较强，管理精细化，灵活调整发货节奏。当前普五需求完全恢复，批价 950-960 元，经销商库存约 1 个月。此轮“控量保价”不仅依靠直接“控货”，更多结合“新增需求开拓（团购、电商、KA 等渠道）+数字化系统优化+品牌投资属性挖掘（数字酒证、酒交所）”等多方位措施，预计中秋发货后批价仍可维稳，长期价盘和品牌力进一步提升。
- 3）主品牌“1+3”矩阵升级，看好高端酒长期格局稳定。9 月 23 日，经典五粮液在上海首发，结合低度及超高端 501，构建以第八代五粮液为核心的“1+3”产品矩阵，进一步巩固五粮液品牌价值。中长期看，高端酒企有望凭借优异的品牌力、扎实的渠道管控力和对下游的强议价力，在目标规划上更理性务实，在应对冲击时更加稳健。高端酒行业格局稳定，茅五泸三足鼎立的局面仍将维持。
- 目标空间：短期看，中秋旺季普五稳步发货、稳住批价，全年目标完成压力不大；中长期看，五粮液发力高端产品矩阵，品牌势能加速释放，量价齐升可期。预计 20-22 年收入增长 15%/20%/18%；净利润增速 17%/26%/22%；EPS 分别为 5.24/6.60/8.05 元，对应 PE 分别为 42/33/27X。
- 风险提示：食品安全风险；宏观经济下行；批价上涨不达预期；行业竞争加剧

电子—樊志远（立讯精密、歌尔股份）

立讯精密

- 苹果多措并举，iPhone 销量有望重返增长，公司多项业务深度受益：iPhone 销量在 2015 年达到 2.32 亿台的高峰销量，之后由受到创新乏善可陈，高端市场饱和，换机周期延长等因素影响，持续下滑，2019 年销量为 1.9 亿台。2020 年苹果推出 iPhone SE2 机型，向中端市场渗透，iPhone 11 持续降价策略，并参与 618 打折活动，取得了较好的效果，在三季度进行了加单，预测 iPhone 今年销量在 1.9 亿台，2021 年在 5G 换机驱动下，销量有望达到 2.3-2.4 亿台，2022 年有望达到 2.4-2.5 亿台。公司围绕 iPhone 的多项业务将深度受益，包括声学、连接器、马达、无线充电、LCP 天线等业务，部分业务受益整体增长及份额提升双重驱动。
- 可穿戴业务有望持续保持高增长：Airpods Pro 需求较好，公司是核心供应商，产能也在不断扩张，Airpods 业务有望继续保持高速增长。公司积极布局 Apple Watch 及 Sip，有望实现增长接力，目前公司在 Apple Watch 领域为苹果提供无线充电接受端和发射端、表带、天线等产品，今年切入新一代 Apple Watch 的制造及 Sip 配套，Sip 除了配套 Apple Watch，未来还有望配套 Airpods，5G 时代，Sip 的用量将越来越大，苹果重启 Airpower，公司是核心供应商，公司收购纬创，切入 iPhone 制造，大有可为，多点驱动，业绩有望持续保持快速增长。
- 风险提示：疫情影响，苹果 iPhone 及 Airpods 销量不达预期，5G 新机销量不达预期

歌尔股份

- Airpods 组装业务持续发力，盈利水平渐入佳境：目前 Airpods 需求较好，公司产线开足，满产满销，随着良率的大幅提升及越南产能的逐步释放，公司低成本优势将进一步显现，毛利率持续提升。目前 Airpods Pro 良率爬坡超预期，有望很快实现盈利。从产业链调研获悉，Airpods 目前需求强劲，虽然今年有疫情的影响，但销售增长有望达到 50%以上，研判明年、后年仍有 30%以上的增速，公司积极受益。
- **获得大客户新品订单，有望实现增长接力：**公司今年获得了 AirPods Studio 和第二代智慧音箱 HomePod 2 订单，我们认为公司在声学整机业务方面具有较好的积累，有望实现较好的盈利能力。
- **公司深耕 VR/AR 业务，有望厚积薄发：**公司今年 VR/AR 业务实现超预期发展，海外大客户的 VR 设备销量强劲增长，公司是独家供货商，深度受益，VR/AR 作为后智能手机时代最具革命性的产品，将在 5G 时代迎来新的发展机遇。公司在 VR/AR 领域布局多年，长期深耕上游 VR 零组件产品，有望厚积薄发。
- **风险提示：**TWS 销量不及预期，声学业务竞争激烈，价格下降。

传媒——杨晓峰（芒果超媒、三七互娱）

芒果超媒

- 主营业务：定增募资扩建版权，影视剧和综艺加速扩张
- 定增不超过 45 亿元用于内容资源库扩建项目（40 亿）和芒果 TV 智慧视听媒体服务平台项目（5 亿），其中 10.9 亿用于采购 S 级影视剧版权（6 部），6.4 亿用于自制/定制 A 级影视剧版权（11 部），22.7 亿用于自制 S 级综艺版权（18 部）。
- 影视剧：以“爱情品类”为突破点，走向更丰富品类

- 增资采购 S 级影视剧版权共 6 部，平均每部 1.82 亿元，自制/定制 A 级影视剧版权共 11 部，平均每部接近 6 千万。
- 芒果 TV 独播剧爱情品类占比超 70%，高于其他平台，预计未来有望从爱情赛道突围，以此为突破点，增资扩建影视剧 IP 推动多品类扩张。
- 综艺：投入产出比优化，自制综艺 IP 打造核心竞争力
- 增资自制 S 级综艺版权共 18 部，平均每部 1.26 亿元。
- 芒果 TV 共有 32 个综艺团队，自制综艺占比超 80%，过去芒果依靠多部自制爆款综艺拉动业绩，如《姐姐》《明星大侦探》《妻子》等，未来将延续爆款综艺 IP 创作能力，专注投入产出比优化，提高利润率。
- 新拓展业务：搭建内容电商平台，预计未来成为新的增长动力
- 电商团队拓展计划：成立芒果 TV 电商中心，内部发布超 500 个招聘需求
- 芒果 TV 电商中心宣讲会（集团内部专场）揭秘首发 9 个团队、58 个精选岗位、超 500 个需求。内部人才聚集发力电商：围绕湖南广电生态资源集结芒果 TV 顶尖内容、运营及技术团队。
- 以内容驱动电商，构建以“视频+内容+电商”为核心的全新视频内容电商模式。
- 依托强大的爆款内容制作能力，芒果 TV 电商围绕芒果超媒主业生产出的综艺 IP 等，如：《乘风破浪的姐姐》《明星大侦探》《密室大逃脱》进行电商化 IP 开发。
- 预计 2020 年 EPS 为 0.874 元。
- 风险提示：政策监管风险；付费会员规模增长可能不及预期 ；限售股解禁风险 。

三七互娱

- 短期：Q3 流水环比显著增长（关注净利率），后续静待《荣耀大天使》
- 虽然《荣耀大天使》尚未上线，但是我们可以看到 Q3 的产品流水表现仍然较为不错，尤其是《云上城之歌》（畅销榜第 10），《王牌高校》调整后将再上线，这充分说明公司的平台属性进一步增强。后续《荣耀大天使》获得版号后，公司业绩将上一个新的台阶。
- 长期：品类扩张提升长期持有价值
- 大赛道品类：SLG、卡牌
- 三国 SLG：该品类参数已调优一年，之前只在安卓广告平台投放的时候就有 1 亿多月流水，如果按安卓广告平台占比 35%，该品类的潜力是在 3 亿以上。该品类后续的迭代品有三七自研，其美术投入将更上一个台阶。
- 海外 SLG：基数策略保证至少成功一款的概率极高，目前三七海外 SLG 的项目中，题材包括西部牛仔、黑道、战争、三消等 4~5 款。从概率角度来说，如果 SLG 的成功率为 25%，那么做 1~5 款 SLG，至少成功一款的概率分布为 25%、43.8%、57.8%、68.4%、76.3%，因此三七做 4~5 款至少成功一款的概率为 68.4%~76.3%。
- 卡牌：公司储备的斗罗大陆 3D 投入美术力度较大，且斗罗大陆 IP 影响力广泛，预期将帮助三七打开卡牌品类。
- 中小厂商退出的品类：模拟经营、ARPG 等
- 随着精品化趋势，我们可以看到中小厂商退出较多，一些门槛较低的品类正在被大厂抢占。举例来说网易推出《梦话西游 H5》更多的是去获取过去一些中小厂的西游市场份额，而三七的《王牌高校》、当官类游戏更多是获取一些中小厂做的校花类、当官类的市场份额。

- 预计 2020 年 EPS 为 1.201 元。
- **风险提示：**网络环境与云技术不够成熟；出海市场竞争加剧；新游戏上线不及预期；限售股解禁风险。

化工——陈屹（万华化学）

万华化学

- MDI 行业龙头，主要产品 MDI 低库存叠加旺季需求回暖，行业协同控量，推动产品盈利中枢提升。
- MDI 行业寡头垄断，临近旺季企业协同控量提价，带动产品价格中枢提升：上半年由于海内外疫情影响，MDI 价格跌至历史低位，产品盈利空间受到较大影响，然而 MDI 行业高度集中，行业内企业协同向逐步提升，下半年海外疫情逐步恢复，供给企业控量检修停产，产品行业库存逐步消耗，低库存叠加行业旺季需求回暖，产品价格持续上行，下半年来，聚合 MDI 和纯 MDI 市场价上行了 45%和 52%，预期在旺季需求支撑，企业协同控量的条件下，产品价格仍将有上行动力。
- 聚氨酯 MDI 是公司获利的主要来源，价格提升有望带动公司业绩逐步修复。公司以 MDI 发展起家，经过不断的扩充延伸，形成了聚氨酯、石化以及精细化工三大业务格局，其中聚氨酯的行业需求持续提升，市场格局高度集中，公司具有成本及规模优势，是公司利润的主要来源。公司作为行业龙头，以挂牌价释放积极的市场信号，行业内企业通过控量保价，以往逐步带动产品中枢价格的逐步恢复，从而增厚公司的盈利水平。
- 公司上半年受疫情影响部分产品盈利下行，但下半年聚氨酯盈利持续回升，石化业务扩展发展平台，公司亦在持续研发拓展新材料业务，为公司长久发展构建良好基础。
- 业绩上，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 83.41 亿元（eps2.66）、112.73 亿元（eps3.59）、120.14 亿（eps3.83）元，对应 PE 为 26 倍、19 倍、18 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：产品价格下行风险；新项目不达预期；原料价格波动风险。

建筑材料——丁士涛（华新水泥、中国巨石）

华新水泥

- **外延式扩张战略下，水泥主业弹性大。**2019 年公司资本开支 41 亿元，较高的资本开支意味着未来新项目充裕。2020 年下半年，随着黄石项目，坦桑尼亚、乌兹别克斯坦、尼泊尔项目的陆续点火投产，产能有望增长 8.5%。
- **三年重振计划发布，公司有望充分受益。** 2020 年 8 月 11 日，湖北发布疫后重振三年行动方案，总投资 2.3 万亿元，其中：交通补短板项目 435 个，总投资 3777 亿元（折每年 1259 亿元）；水利补短板项目 127 个，总投资 1731 亿元（折每年 577 亿元）。2019 年湖北完成交通固定资产投资 1120 亿元，水利固定资产投资 168 亿元，未来三年湖北在交通和水利领域的固定资产投资金额将出现大幅增长。公司是湖北第一大水泥企业，产能占比 37%，湖北市场是公司主要的收入来源，收入占比 34%，公司有望充分受益。
- **水泥窑协同处置有望快速增长。**公司实际控制人为海外最大的水泥企业拉豪集团，水泥生产技术先进，拥有利用水泥窑协同处置的技术。2020 年在疫情严重的湖北地区，公司积极参与当地医疗废物处置。2019 年公司废弃物处置总量 303 万吨，废弃物处置产能 570 万吨（含在建），未来该业务有望保持快速增长，并对参与水泥窑协同处置的生产线构成“保护”。

- **盈利预测：**我们预计公司 20-22 年 EPS3.24 元/3.7 元/3.91 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济下行；价格下跌；项目进度低于预期；政策变化；环保风险。

中国巨石

- **国内需求恢复，下游需求向好：**2020 年上半年国内粗纱价格同比下跌 16%，公司营收降幅仅 3%，主要与公司销量增加有关。由于上半年海外疫情在 3 月后开始爆发，公司海外业务受到冲击，国内业务的好转是销量增加的主要原因。在主要细分领域中，风电抢装带来的边际需求增量最大。短期看，由于风电材料供给无法满足需求，预计 2021 年风电领域的良好需求可以维持。除了风电领域外，与建筑和汽车相关的领域需求有望回升。
- **海外业务受疫情冲击，下半年复苏可期：**贸易摩擦和海外疫情的持续扩散对公司海外业务产生一定影响，公司正在积极应对。针对贸易摩擦，公司尝试在海外建厂以满足客户需求，打消客户疑虑。根据公司公告披露，7 月开始海外客户生产逐步恢复，海外需求较上半年有所好转。下半年随着海外业务恢复和桐乡智能制造基地、成都新基地的投产，公司销量有望环比回升。
- **行业集中度提升，提价有望延续：**与 2019 年 11 月行业其他公司主动提价、巨石不参与不同，本轮提价周期由巨石主动发起，这反映了行业供需形势的积极变化，8-9 月巨石分别主动提价 7%和 10%，幅度和频率均超预期。公司作为行业中成本最低的企业，过高的成本压力使得行业内的其他企业提价意愿更加强烈，因此我们判断行业底部确认，本轮提价具有持续性。
- **投资建议与估值：**预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.56 元/0.82 元/0.96 元，给予“买入”评级。
- **风险因素：**经济下滑、海外疫情持续、贸易摩擦、汇率风险、成本上涨风险

有色金属——丁士涛（赤峰黄金）

赤峰黄金

- **看好金价走势。**全球央行注入流动性导致利率低位运行，油价上涨带动通胀预期，实际利率维持低位有利于金价表现。
- **黄金产量快速增长。**公司主动终止定增方案，以降低对 EPS 的摊薄。同时，公司以股权激励方案代替之前的部分定增方案，根据股权激励方案，维拉解锁条件仍为 2020-2022 年黄金产量 4.5 吨/10 吨/16 吨，2019 年公司黄金产量仅为 2 吨，未来三年黄金产量将出现大幅增长。
- **聚焦主业，剥离环保业务。**公司正在剥离环保业务，有利于回笼资金聚焦矿山主业。
- **投资建议与估值：**预计公司 2020-2022 年 EPS 为 0.33 元/0.72 元/1.22 元，给予“买入”评级。
- **风险因素：**金价下跌；产量低于预期；海外进度低于预期；环保和安全风险；股权质押。

■ **投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH