2020 年 09 月 29 日

开源金股，10 月推荐

——投资策略专题

策略研究团队

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

● **策略：调整结构，周期无咎**

1）当下好消息都来自于经济复苏带来的盈利修复，不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力。市场的希望在于盈利增长，而不在于估值抬升。

2）在经济复苏下，周期价值股理应修复其因为经济周期的下行而被压缩的估值，同时股价将一定程度反映盈利的改善。顺周期板块因为盈利的安全垫和较低估值水平让其也具有相对优势，风格切换同样成立。

3）我们测算的宏微观分析师预期出现了较大分歧，资产价格中隐含的增长率与行业的业绩增速也出现了一定的不匹配。我们判断，宏观只是符合预期下，微观行业出现超预期的概率也较大。需要关注部分行业正处在资本开支周期底部回升中，这存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。我们建议调整结构而非仓位，进攻（**化工、造纸、工程机械、建材、汽车**），绝对收益与防守考虑估值负面因素影响已经很小的行业（**银行、房地产、保险、煤炭**）。

● **金工：基于行业轮动模型的 10 月行业多头**

基于行业轮动模型，10 月行业多头为：**有色金属、非银金融、电子、机械设备、纺织服装、休闲服务、汽车、电气设备、国防军工**。

● **化工：三友化工（600409.SH）、恒力石化（600346.SH）**

景粘胶短纤和纯碱行业景气度持续上行，公司作为粘胶短纤和纯碱双龙头有望充分受益。恒力石化价值仍被低估，公司未来成长空间的瓶颈或将被打破。

● **煤化工：宝丰能源（600989.SH）**

未来公司焦化和烯烃板块均有大幅扩产，产能约增长一倍。

● **煤炭开采：盘江股份（600395.SH）**

当前估值处于历史低位，相较稳健业绩和增长潜力大幅折价，存在估值修复预期。

● **房地产：金地集团（600383.SH）**

销售持续提速，土储总量丰富，融资杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。

● **传媒：芒果超媒（300413.SZ）**

看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式。

● **农林牧渔：普莱柯（603566.SH）**

生猪存栏回升叠加销售体系升级，猪用疫苗迎来恢复性增长。

● **家用电器：石头科技（688169.SH）**

伴随公司高毛利率的自有品牌、海外收入占比持续提升，盈利能力显著提升。

● **电子：生益科技（600183.SZ）**

消费电子、家电等下游需求复苏，电子上游基础材料订单饱满、有提价趋势。

● **新能源与电力设备：中科电气（300035.SZ）**

新增订单及新增产能将逐步兑现，公司有望跃入一线厂商之列。

● **风险提示：**疫情出现反复；中美摩擦超预期恶化

相关研究报告

《投资策略专题-周期价值：身在灰暗，心向光明——重构的博弈系列三》-2020.9.28

《投资策略月报-调整结构，周期无咎》-2020.9.27

《投资策略点评-顺周期的路，赚盈利的钱》-2020.9.24

目 录

1、 开源金股，10 月推荐 3
2、 核心观点 3
2.1、 策略：调整结构，周期无忧 3
2.2、 金工：基于行业轮动模型的 10 月行业多头 4
2.3、 化工：三友化工（600409.SH）、恒力石化（600346.SH） 4
2.3.1、 三友化工（600409.SH） 4
2.3.2、 恒力石化（600346.SH） 4
2.4、 煤化工：宝丰能源（600989.SH） 5
2.4.1、 宝丰能源（600989.SH） 5
2.5、 煤炭开采：盘江股份（600395.SH） 5
2.5.1、 盘江股份（600395.SH） 5
2.6、 房地产：金地集团（600383.SH） 5
2.6.1、 金地集团（600383.SH） 5
2.7、 传媒：芒果超媒（300413.SZ） 6
2.7.1、 芒果超媒（300413.SZ） 6
2.8、 农林牧渔：普莱柯（603566.SH） 6
2.8.1、 普莱柯（603566.SH） 6
2.9、 家用电器：石头科技（688169.SH） 6
2.9.1、 石头科技（688169.SH） 6
2.10、 电子：生益科技（600183.SH） 6
2.10.1、 生益科技（600183.SH） 6
2.11、 新能源与电力设备：中科电气（300035.SZ） 7
2.11.1、 中科电气（300035.SZ） 7
3、 风险提示 7

图表目录

图 1： 开源金股，10 月推荐 3
图 2： 行业选择视角下的 ETF，策略&金工 10 月联合推荐 4

1、 开源金股，10 月推荐

图1：开源金股，10 月推荐

★10月金股推荐★												
所属行业	股票代码	股票简称	投资评级	2020/09/29 收盘价	EPS（元）			PE			ROE	PB
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
化工	600409.SH	三友化工	买入	6.57	0.33	0.07	0.63	19.91	93.86	10.43	0.22	1.27
化工	600346.SH	恒力石化	买入	18.96	1.42	1.85	2.18	13.31	10.27	8.71	29.42	3.41
煤化工	600989.SH	宝丰能源	买入	10.62	0.52	0.58	0.75	20.42	18.31	14.16	17.15	3.33
煤炭开采	600395.SH	盘江股份	买入	6.00	0.66	0.45	0.82	9.10	13.33	7.35	11.48	1.40
房地产	600383.SH	金地集团	买入	14.70	2.34	2.77	3.27	6.28	5.31	4.50	18.49	1.30
传媒	300413.SZ	芒果超媒	买入	69.21	0.65	0.95	1.14	106.48	72.85	60.71	15.00	12.69
农林牧渔	603566.SH	普莱柯	买入	24.29	0.34	0.55	0.78	71.48	44.16	31.14	10.23	4.87
家用电器	688169.SH	石头科技	买入	597.56	11.74	16.52	22.78	50.90	36.17	26.23	13.88	6.45
电子	600183.SH	生益科技	买入	23.42	0.64	0.79	0.98	36.59	29.65	23.90	18.41	5.98
新能源与电力设备	300035.SZ	中科电气	买入	9.00	0.24	0.32	0.47	37.50	28.13	19.15	6.49	2.93

数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 核心观点

2.1、 策略：调整结构，周期无咎

1）当下好消息都来自于经济复苏带来的盈利修复，不好的消息都来自于流动性与风险偏好带来的估值压力。疫情后的经济复苏会带来两个结果：第一，国内无风险利率已经确认上行，而海外实际利率进入预期拐点，市场正担忧出现类似 2008 年年末的流动性的收缩；第二，就是当下中观景气度仍处高位，信用仍在扩张区间，支持经济持续修复，顺周期行业的盈利仍处在复苏通道，当下看空经济并无必要。同时，当下美国大选临近，更为坚韧经济基本面趋势是市场相较 2018 年而言面对冲击坚强的理由，但是“确定的不确定性”一定不支持市场风险偏好的提升。市场的希望在于盈利增长，而不在于估值抬升。

2）下一阶段盈利修复将成为周期股重要的收益来源。在经济复苏下，周期价值股理应修复其因为经济周期的下行而被压缩的估值，同时股价将一定程度反映盈利的改善。我们也应关注其中曾在行业逆境之中生长的优秀公司，有可能在行业景气回升中，获得类似 2016-2017 中白酒龙头从价值向成长的重新定价。需要注意的是，即使对于经济和信用扩张持悲观态度，历史规律显示市场将必然经历“杀估值”过程，顺周期板块因为盈利的安全垫和较低估值水平让其也具有相对优势，风格切换同样成立。

3）顺周期的含义就是去寻找经济复苏的下，未被疫情中以高估值交易的“景气回升”。我们测算的宏微观分析师预期出现了较大分歧，同时资产价格中隐含的增长率与行业的业绩增速也出现了一定程度的不匹配。我们判断，当下市场特征是，宏观只是符合预期下，微观行业出现超预期的概率也较大。我们需要关注部分行业正处在资本开支周期底部回升中，这存在必然的结构性机会，也可能是经济“上行风险”的来源。我们最终的建议是，调整结构而非仓位，进攻（**化工、造纸、工程机械、建材、汽车**），绝对收益与防守考虑估值负面因素影响已经很小的行业（**银行、房地产、保险、煤炭**）。

风险提示：疫情出现反复；中美摩擦超预期恶化

2.2、 金工：基于行业轮动模型的 10 月行业多头

开源证券金工组于 2020 年 3 月 2 日发布专题报告:《A 股行业动量的精细结构》，从纵向和横向两个维度对行业动量进行切割。该报告提出的核心问题是：行业的动量效应这么微弱，应该怎么办呢？黄金律模型的回答是，在时间轴上进行纵向切割，拆分出两个矛盾的成分：日内动量、隔夜反转，取“日内收益-隔夜收益”作为新的代理变量。龙头股模型的回答是，在成分股中进行横向切割，拆分出两个矛盾的成分：龙头股动量、普通股反转，取“龙头股收益-普通股收益”作为新的代理变量。根据黄金律因子和龙头因子，等权对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的 9 个行业作为行业多头组合，基准组合为 28 个行业等权组合。基于截至 9 月 25 日的数据，测算得到的行业多头为：**有色金属、非银金融、电子、机械设备、纺织服装、休闲服务、汽车、电气设备、国防军工**。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化

图2：行业选择视角下的 ETF，策略&金工 10 月联合推荐

★10月ETF★							
序号	ETF代码	ETF名称	2020/09/28份额	2020/09/28单位净值	2020/09/28总净值（亿元）	9月复权净值增长率	2020年以来复权净值增长率
1	512710.OF	军工龙头ETF	33.4333	1.3987	46.76	-7.99%	34.04%
2	515850.OF	证券ETF富国	2.1679	1.3568	2.94	-2.35%	35.68%
3	512200.OF	房地产ETF	16.5388	0.9282	15.35	-4.67%	1.27%
4	518680.OF	上海金ETF	0.8046	3.9787	3.20	-4.93%	-0.66%
5	512800.OF	银行ETF	65.2424	1.0565	68.93	-2.54%	-6.75%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 化工：三友化工（600409.SH）、恒力石化（600346.SH）

2.3.1、 三友化工（600409.SH）

核心结论：粘胶短纤和纯碱行业景气度持续上行，公司作为粘胶短纤和纯碱双龙头有望充分受益。逻辑：1、粘胶短纤价格普遍上涨，现货供应偏紧。根据卓创资讯数据，9 月 25 日三友化工纺织类纤维报价 9500 元/吨，出口量价均强，发货吃紧。三友化工洁净高蛋白纤维价格已上涨至 10,500 元/吨，9 月 21 至 25 日粘短价格再度普遍上涨，中端企业实单报 8,950-9,000 元/吨（承兑），部分高端企业实单报 9,200 元/吨（承兑）。根据百川盈孚数据，9 月 21 至 25 日粘胶短纤库存为 17.13 万吨，较 9 月 14 至 18 日下降 6.99%，场内现货供应仍偏紧。粘胶短纤下游人棉纱企报盘及市场价坚挺。粘胶短纤景气持续上行，我们预计 10 月份粘胶短纤实盘价格有望达到 9,500-10,000 元/吨，届时三友化工作为粘胶短纤业务亏损不再，Q4 有望实现盈利。2、纯碱行业库存下行至 50 万吨以下。截至 9 月 26 日，纯碱库存下降至 49.25 万吨，已接近历史低位。下游玻璃产线点火，纯碱需求仍有支撑，9 月 19 日上午凯盛君恒中性硼硅药用玻璃管二号窑炉点火仪式在项目车间举行。广东南玻一条 750 吨玻璃生产线计划于 10 月 9 日点火。我们预计 10 月份纯碱价格仍有望继续上行，三友化工作为纯碱上市龙头有望充分受益。

催化剂：粘胶短纤与纯碱价格不断上行。

风险提示：宏观经济复苏不及预期、下游需求大幅下滑、安全环保生产等

2.3.2、 恒力石化（600346.SH）

我们认为，站在当前时点，恒力石化作为石化级航母的价值仍被低估，公司未来

成长空间的瓶颈或将被打破。恒力石化作为八大石化产业基地中率先投产的民营大炼化行业龙头，当前已全面进入业绩释放期和低成本原油红利期，具有较强的业绩确定性，且拥有突出的产业链一体化优势、规模优势和成本优势，公司 150 万吨/年乙烯项目已于 7 月正式转固，自三季度起将为公司贡献业绩，我们看好恒力石化的价值将被继续发掘。

催化剂：随下游需求持续回暖，乙烯和 PTA 项目陆续转固，公司具有较强的业绩确定性；公司未来成长性仍值得期待。

风险提示：油价大幅下跌、产能投放不及预期、下游需求放缓、企业安全生产、短期因负债比例较高有较大财务风险等

2.4、 煤化工：宝丰能源（600989.SH）

2.4.1、 宝丰能源（600989.SH）

公司是“煤-焦-烯烃-精细化工”一体化公司，循环经济产业链，致使公司成本低盈利能力强。未来公司在焦化和烯烃板块均有大幅扩产，产能均约增长一倍，此外，未来烯烃产能有更多成长空间，布局内蒙基地 400 万烯烃，公司将成为国内最大的煤制烯烃上市公司。

催化剂：经济复苏。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

2.5、 煤炭开采：盘江股份（600395.SH）

2.5.1、 盘江股份（600395.SH）

盘江股份作为贵州重点国有煤企，是西南地区煤炭龙头，地处“江南煤海”，资源储量丰富，炼焦煤生产是公司的业绩支柱，煤炭行业供改以来业绩实现修复且平稳释放。公司未来业绩增长存在三方面强劲驱动力：1）2020 年公司进入产能快速扩张期，技改项目、新建煤矿等内生增量与煤炭资产并购重组的外生扩张结合，或将使公司在未来三年实现产能翻倍；2）西南经济领涨全国，电力及冶金用煤需求释放，行业去产能力度加大，供改深化收紧区域煤炭供给，“供紧需旺”格局利好公司业绩增长；3）贵州国改持续发力，以盘江集团为平台对省内煤炭资产进行横向整合，为公司带来进一步的优质资产注入预期。另一方面，公司积极回馈股东，稳定高分红凸显长期投资价值，当前估值处于历史低位，相较稳健业绩和增长潜力大幅折价，存在估值修复预期。

催化剂：经济复苏。

风险提示：经济恢复不及预期；煤炭价格下跌超预期；新增产能进度落后预期

2.6、 房地产：金地集团（600383.SH）

2.6.1、 金地集团（600383.SH）

金地集团销售持续提速，品牌效应明显；土储总量丰富，同时战略布局“一线+核心二线”城市，深耕能力突显；公司融资杠杆水平持续低位，融资优势较为明显。此外，“商业+金融”两翼锦上添花，内在价值大幅低估。

催化剂：月度销售数据催化。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险（调控、税收政策等）；融资环境变动（按揭、利率调整等）；企业运营风险（人员变动、施工、拿地等）

2.7、 传媒：芒果超媒（300413.SZ）

2.7.1、 芒果超媒（300413.SZ）

我们基于用户规模和用户价值两个维度，认为迪士尼成长路径有望在芒果超媒重现：随着多元化内容矩阵及渠道的深入构建，实现用户规模的持续增长；随着公司精耕细作内容、深入挖掘 IP 价值及线上线下全方位“粉丝化”运营，有望实现用户付费收入的三级跨越。不同于迪士尼的是，芒果生态有其独特基因，我们看好公司突出的内容制作能力从综艺复刻至剧集，叠加场景化内容营销模式及全媒体融合发展背景下的主流媒体地位，公司将成为全球独特的融媒体集团。

催化剂：精品内容《下一站是幸福》、《锦衣之下》、《乘风破浪的姐姐》等驱动用户付费，有效会员数达 2,766 万人，未来会员数或进一步提升。

风险提示：行业竞争加剧的风险；视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；内容行业政策变化对公司的影响存在不确定性

2.8、 农林牧渔：普莱柯（603566.SH）

2.8.1、 普莱柯（603566.SH）

公司是我国研发领先的动保企业，业务涉及畜禽疫苗及化药。短期看，生猪存栏回升叠加销售体系升级，猪用疫苗迎来恢复性增长。禽用疫苗及化药受益下游高景气，保持良好增长。长期看，通过合资及并购方式，公司已进入口蹄疫、高致病性禽流感等大单品市场，成长空间进一步打开，业绩有望保持持续的快速增长。

催化剂：非洲猪瘟疫苗研发若取得进展将刺激整个动保板块表现。

风险提示：畜禽养殖不景气、行业竞争加剧、新品放量不及预期

2.9、 家用电器：石头科技（688169.SH）

2.9.1、 石头科技（688169.SH）

跨境业务表现持续超预期。2020H1 境外收入约 5.6 亿（+210.64%），我们预计 2020H1 实际外销同比增长接近 40%。从 Google Trends 搜索数据来看，8 月至今石头科技在美国地区与 iRobot 的搜索热度差距正逐步缩小，我们预计，随着疫情逐步稳定，海外渠道持续拓展，2020H2 仍将保持快速增长。

伴随公司高毛利率的自有品牌、海外收入占比持续提升，盈利能力显著提升。

催化剂：避障能力提升，用户体验优化，带来渗透率加速提升。

风险提示：1）若疫情缓和不及预期或导致行业需求恢复滞后；2）全球经济衰退导致部分海外收入占比较高企业业绩压力提升；3）行业竞争格局恶化等；4）原材料价格提升

2.10、 电子：生益科技（600183.SH）

2.10.1、 生益科技（600183.SH）

消费电子、家电、汽车等下游需求复苏，覆铜板作为电子上游基础材料订单饱满、

有提价趋势；公司通过普通 FR-4 覆铜板向高频高速产品升级，实现盈利能力提升。

催化剂：覆铜板涨价。

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

2.11、 新能源与电力设备：中科电气（300035.SZ）

2.11.1、 中科电气（300035.SZ）

2019 年下半年开始，公司负极业务客户结构与产品结构共振升级。我们认为，2020 年或是公司业绩拐点之年，新增订单及新增产能将逐步兑现，公司有望跃入一线厂商之列。

催化剂：优质客户供应比例提升。

风险提示：硅基负极等新技术发展超预期、新能源汽车需求不及预期、负极市场竞争加剧

3、 风险提示

疫情出现反复；中美摩擦超预期恶化

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R4（中高风险），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。

开源证券股份有限公司

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