东兴证券 DONGXING SECURITIES

九月金股汇：低估值和高增长齐舞

2020 年 09 月 1 日

A 股策略 | 策略专题

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号： S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号： S1480120070056

投资摘要：

持续了一年半之久的成长行情表象是流动性驱动，实则来自“信用宽松+政策放松”的双期叠加。市场对于具备“更大想象力、更长远期愿景”的板块更为偏好，在此期间成长持续跑赢价值。回顾来看，2013 年以来经历了三次三年一轮回的周期，2013-2015 年对应扩张周期（成长-价值-成长），2016-2018 年对应收缩周期（价值阶段占优-调整）；2019 年至今是新一轮的扩张周期，成长单边上行，估值分化达到极致，甚至超越 2014 年 2 月。7 月中旬以来，成长滞涨、价值开始相对占优。

宏观环境组合：经济复苏斜率放缓+信用总量边际放缓。第一、虽然地产和基建投资持续复苏，但消费和服务业就业复苏进度较慢。疫情对劳动密集型的服务业影响较大，疫后的消费反弹集中在中高端消费，中低收入群体的消费难以恢复，对经济形成主要拖累；第二、短期增长目标让位于长期风险控制，经济的主要拖累项消费也难以通过放水来拉动，信用总量边际放缓，结构更重于刺激中长期贷款，支持制造业复苏。市场大环境属于“经济复苏斜率放缓、宏观流动性维持不松不紧”的政策组合。

三大因素构建新的上行动力。“信用宽松+政策放松”双期叠加推动的单边成长抬估值的阶段已经过去，8-9 月份是热点扩散、成长与价值加速轮动的过渡期，四季度逐步演绎到价值占优。在估值洼地填平之后，会出现成长占优的新阶段。三大动力支撑行情演绎：第一、资管新规和房住不炒的大背景下，实际无风险利率下行、居民存款搬家，本轮持续时间会长于 2015 年；第二、资本市场定位被提到史无前例的重要位置，经济结构转型和产业升级对直接融资的需求更大；第三、中美关系和国内经济最差预期的时期已经过去，目前在逐步恢复到常态化。

2020 年 9 月金股推荐：

- **杭州银行（600926）：区位优势带来高成长，经营管理能力持续提升**
- **三一重工（600031）：核心产品需求旺盛，周期弱化提升估值中枢**
- **冀东水泥（000401）：低处逐渐发力才有高海拔**
- **华域汽车（600741）：把握增量零部件，全面复苏在望**
- **中公教育（002607）：三大板块保障长期持续发展，受益“稳就业”下行业机遇**
- **地素时尚（603587）：低估值、高分红的高端女装，疫情下韧性明显**
- **泸州老窖（000568）：业绩表现稳中向好，量价齐升弹性较大**
- **上海环境（601200）：估值合理的优异固废处理企业**
- **华帝股份（002035）：行业回暖中继，经营筑底向好**
- **桐昆股份（601233）：浙石化业绩释放，涤纶长丝景气改善**

风险提示:政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

目 录

1. 九月市场策略综述 3
2. 2020 年 9 月金股推荐 3
2.1 杭州银行（600926）：区位优势带来高成长，经营管理能力持续提升 3
2.2 三一重工（600031）：核心产品需求旺盛，周期弱化提升估值中枢 4
2.3 冀东水泥（000401）：低处逐渐发力才有高海拔 6
2.4 华域汽车（600741）：把握增量零部件，全面复苏在望 7
2.5 中公教育（002607）：三大板块保障长期持续发展，受益“稳就业”下行业机遇 8
2.6 地素时尚（603587）：低估值、高分红的高端女装，疫情下韧性明显 9
2.7 泸州老窖（000568）：业绩表现稳中向好，量价齐升弹性较大 10
2.8 上海环境（601200）：估值合理的优异固废处理企业 11
2.9 华帝股份（002035）：行业回暖中继，经营筑底向好 11
2.10 桐昆股份（601233）：浙石化业绩释放，涤纶长丝景气改善 12
3. 金股汇总 14
4. 风险提示 16

表格目录

表 1 9 月金股汇总 ..... 错误!未定义书签。13

1. 九月市场策略综述

持续了一年半之久的成长行情表象是流动性驱动，实则来自“信用宽松+政策放松”的双期叠加。市场对于具备“更大想象力、更长远期愿景”的板块更为偏好，在此期间成长持续跑赢价值。回顾来看，2013 年以来经历了三次三年一轮回的周期，2013-2015 年对应扩张周期（成长-价值-成长），2016-2018 年对应收缩周期（价值阶段占优-调整）；2019 年至今是新一轮的扩张周期，成长单边上行，估值分化达到极致，甚至超越 2014 年 2 月。7 月中旬以来，成长滞涨、价值开始相对占优。

宏观环境组合：经济复苏斜率放缓+信用总量边际放缓。第一、虽然地产和基建投资持续复苏，但消费和服务业就业复苏进度较慢。疫情对劳动密集型的服务业影响较大，疫后的消费反弹集中在中高端消费，中低收入群体的消费难以恢复，对经济形成主要拖累；第二、短期增长目标让位于长期风险控制，经济的主要拖累项消费也难以通过放水来拉动，信用总量边际放缓，结构更重于刺激中长期贷款，支持制造业复苏。市场大环境属于“经济复苏斜率放缓、宏观流动性维持不松不紧”的政策组合。

三大因素构建新的上行动力。“信用宽松+政策放松”双期叠加推动的单边成长抬估值的阶段已经过去，8-9 月份是热点扩散、成长与价值加速轮动的过渡期，四季度逐步演绎到价值占优。在估值洼地填平之后，会出现成长占优的新阶段。三大动力支撑行情演绎：第一、资管新规和房住不炒的大背景下，实际无风险利率下行、居民存款搬家，本轮持续时间会长于 2015 年；第二、资本市场定位被提到史无前例的重要位置，经济结构转型和产业升级对直接融资的需求更大；第三、中美关系和国内经济最差预期的时期已经过去，目前在逐步恢复到常态化。

2. 2020 年 9 月金股推荐

2.1 杭州银行（600926）：区位优势带来高成长，经营管理能力持续提升

立足浙江省、深耕杭州，地理区位条件优越。杭州银行立足浙江省，经济基础雄厚、金融需求旺盛；公司充分受益于地区经济高速发展。截至 2019 年末，公司有分支机构 213 家，其中杭州地区 101 家，其他浙江省内地区 49 家，实现浙江省内机构全覆盖，以及长三角、珠三角、环渤海等发达经济圈的战略布局。2019 年公司在浙江省内新增贷款占比 63.65%，贡献营收、净利润的 83.14%、79.23%。

股东背景多元化，经营管理能力持续提升。杭州银行具有多元化的股东结构。4 月定增完成后，第一大股东、

战略投资者澳洲联邦银行持股 15.57%，杭州市政府及国资企业（杭州市财政局、财开集团、杭汽轮）持股 23.32%，红狮集团持股 11.81%，中国人寿（央企险资）持股 4.80%。公司主要股东涵盖地方政府、国资、外资、民间资本，多元化股东结构有助于市场化公司治理体系的健全。

大力推进零售战略转型，专注科技文创金融服务。近几年，杭州银行将大零售作为战略转型重点方向，快速布局零售业务平台。截至 2019 年末，零售贷款占比增至 38.34%，位列上市城商行第二。零售信贷主要投放于中高端客户消费贷和按揭贷款，资产质量较优。2019 年，零售金融条线贷款不良率 0.10%，业务可持续性、稳健性较强。科技文创金融服务是公司差异化特色业务，布局较早。目前构建了“6+1”的产品体系，树立了良好的口碑，品牌影响力不断扩大。2019 年末科技文创企业客户达 8591 户，同比增 51%，占对公客户总数的 18%；贷款余额 226.49 亿元，同比增 19%，占对公贷款的 10%。

上半年盈利保持高增，资产质量持续改善。（1）1H20 营收、PPOP 维持高增速，同比分别增 22.9%、25.2%；大幅计提拨备下，归母净利润同比增速高达 12.1%，业绩增速领先同业。分拆来看，净利息收入同比+28.4%；非息收入同比+10.6%，其中手续费及佣金收入同比+120.9%，主要是投行类业务和理财手续费收入增加。（2）公司规模平稳扩张，灵活调整资产负债结构应对息差下行压力，1H20 息差较 2019 年上升 12bp 至 1.95%；鉴于公司零售贷款和同业负债占比较高，预计全年息差表现有望好于同业。（3）资产质量指标改善，1H20 不良率环比-5bp 至 1.24%。同时，加大拨备计提力度，拨备覆盖率环比+29.1pct 至 383.8%，风险抵补能力不断加强。定增夯实资本，支持公司各项业务发展。

盈利预测：预计 2020/2021 年归属普通股股东净利润同比增长 8.9%/12.8%，对应 BVPS 分别为 10.87/12.19 元。杭州银行立足浙江，区位优势足，近几年资产负债结构改善以及信用风险缓释带来业绩弹性，资本补充以及管理能力改善有望提升 ROE 水平，给予 1.4 倍 2020 年 PB，对应目标价 15.22 元/股，较目前有 20%空间。评级为“强烈推荐”。

风险提示：经济失速下行导致资产质量恶化；监管政策预期外变动等。

《杭州银行（600926）：净利润两位数高增，资产质量持续改善》，林瑾璐，田馨宇，2020 年 8 月 29 日

2.2 三一重工（600031）：核心产品需求旺盛，周期弱化提升估值中枢

主力产品持续发力，后疫情时代需求旺盛。随着国内疫情得到迅速控制，3 月份以后国内经济逐步复苏，基建需求拉动，叠加环保治理、更新需求增长、人工替代效应等因素叠加，中国地区工程机械二季度需求快速复苏。公司二季度单季度营业收入达到 319.21 亿元，同比增长 44.49%，实现归母净利润 62.74 亿元，同比

增长 77.89%。上半年国内挖掘机销量达到 17.04 万台，同比增长 24.2%。公司挖掘机械（收入 186.49 亿元，同比增 17.22%）、混凝土机械（135.06 亿元，同比增 4.51%）、起重机械（94.27 亿元，同比增 10.9%）、桩工机械（37.51 亿元，同比增 26.59%）、路面机械（15.01 亿元，同比增 20.15%）等全线产品持续增长，市场份额稳步提升。

资产结构明显改善，经营质量持续提升。公司 2019 年期间费用率降至 14.72%，同比下降 0.3 个百分点，为上市以来最低水平，降本控费效果明显。2020 年上半年，公司应收账款周转率较上年同期继续上升，货款逾期率持续下降，新增价值销售逾期率控制在历史最低水平且持续下降；公司加强存货的科学管理、分类管理，在销售实现较快增长的同时，存货保持在年初水平。通过数字化转型，公司经营能力大幅提升，公司人均产值处于全球工程机械行业领先水平。公司人均创收从 2003 年的 57.65 万元增加至 2019 年的 410.11 万元，人均创利从 2003 年的 8.97 万元增加至 2019 年的 62.30 万元，均达到历史最高水平。

存量更新提升需求中枢，弱化行业周期属性。目前国内挖掘机十年保有量达到 167 万台，本轮周期呈现形式与之前存在的部分差异在于，存量更新需求起到了提升行业需求中枢，弱化周期属性的效果。在存量更新和地产、基建投资需求拉动下，挖掘机未来需求仍具备坚实支撑。

我们按照 2008 年-2013 年的样本挖机机龄结构分析存量更换的潜在空间。目前 2008-2013 年出产的机型中，按比例推算得出，开机小时数超过 12000 小时的预计有 10.69 万台，这也意味着 2020 年存量更新需求至少可以支撑 10 万台以上的销量。如果我们假定挖机年均开机小时数在 1500 个左右，则未来五年 2008-2013 年出产的挖机将有 69.87 万台开机小时数将超过 12000 小时，意味着潜在更换需求在 2021-2025 年约 70 万台，年均更换需求约 13.97 万台。根据我们推算，2020-2022 年更新替代需求分别为 10.60 万台、16.12 万台、19.73 万台。

逆周期调节助力量价齐升，国产替代有望加速。2020 年 1-7 月，国内挖掘机销售 18.95 万台，同比增长 26.7%，其中国内市场销售 17.21 万台，同比增长 27.5%，出欧 1.74 万台，同比增长 20%。随着国内疫情得到控制，3 月份以来工程机械行业旺季得到持续。我们期待后续国内逆周期政策持续出来，特别是对于基础设施建设、市政工程等领域的投入加大，有望为工程机械提供增量需求。我们认为本次疫情冲击为国产主机厂和核心零部件厂商提供难得的机遇，国产替代空间有望加速。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 903.72 亿元、1037.01 亿元、1173.40 亿元；归母净利润分别为 144.73 亿元、166.44 亿元和 187.22 亿元；EPS 分别为 1.71 元、1.96 元和 2.21 元，对应 PE 分别为 13X、12X 和 10X。评级为“强烈推荐”。

风险提示：1、基建和地产需求不及预期；2、核心零部件价格大幅波动。

《三一重工（600031）动态点评：核心产品需求旺盛，周期弱化提升估值中枢》，樊艳阳，2020 年 8 月 28 日

2.3 冀东水泥（000401）：低处逐渐发力才有高海拔

产业链完整，规模优势区域控制力逐步增强。公司作为京津冀区域龙头市场占有率超 50%，控制力相对较强。华北区域历史上产能过剩严重，随着公司的并购区域产能结构得到逐步优化。公司产线距离自有石灰石和骨料矿山近，矿山原材料资源储备丰富，运输成本低，产业链完整。公司整合后规模优势更加突出，对煤炭等进行集采降低了自身成本，区域控制力得到更大的提升。虽然 2020 年上半年所在区域受到疫情冲击大，但毛利率仅同比下降 2.46 个百分点。

整合后作为地方国企水泥公司管理优化逐步进行，发展潜力大。公司在收购金隅集团水泥资产后，管理优化逐步推进，像资产负债率 2016 年 1 季度的 75.12%的高负债率持续下降，到 2020 年中期已经降至 52.40%，4 年时间下降 22.72 个百分点，改善速度明显。但负债率水平较其他水泥公司仍然较高，仍具备进一步优化的空间。作为北京市政府的地方水泥企业和全国第 2 大水泥龙头公司，随着未来市场竞争的加剧，公司管理等各方面存在巨大的改善空间和潜力，带来公司未来的发展弹性。

水泥窑协同处置业务发力带来公司业绩增长新空间。公司有危废处置子公司有 13 家，处置能力 50.17 万吨/年；15 家污泥处置子公司，处置能力 102.02 万吨/年；5 家生活垃圾处置子公司，处置能力 62.25 万吨/年。公司危废处置能力位列国内前三。近几年公司加大环保业务发展力度，报告期内，公司计划建设铜川 2*10000T/D 水泥窑协同危废处置生产线，投资规模 20.34 亿元。同时，公司子公司金隅鼎鑫、磐石公司、铜川公司、涉县金隅、赞皇金隅和阳泉公司等水泥窑协同的固废和危废处置项目也将逐步建成投产，带来公司业务发展新产力。

雄安等京津冀一体化建设和专项债落地等带动需求改善。雄安和京津冀一体化建设虽然受疫情影响，但长期的发展趋势是确定的。随着 2019 年雄安建设规划和细则出台，未来建设将进入加速阶段。2020 年上半年京

津冀区域的专项债额度高达 2596 亿元，占全国发行比例 11.47%，比占比第二的广东地区 9.9%还高。随着专项债的落地，区域水泥需求将得到改善。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的每股收益为 2.27 元、2.66 元和 3.05 元，对应 PE 为 8 倍、7 倍和 6 倍，考虑到公司作为华北水泥龙头公司，整合后作为地方国企管理优化潜力大，规模优势和区域控制力不断提升；2020 年随着雄安等京津冀一体化建设的加速，专项债的落地需求将得到提升。随着公司水泥窑协同处置业务的发力带来发展巨大新空间。评级为“强烈推荐”。

风险提示：地产和基建增速不及预期。

《冀东水泥（000401）：区位优势渐显，龙头进入发展新阶段》赵军胜 2019 年 11 月 25 日

2.4 华域汽车（600741）：把握增量零部件，全面复苏在望

规模与客户优势打造高议价能力，2020H2 利润有望明显修复。在汽车销量大幅下滑的上半年，华域的毛利率韧性较强。我们认为原因主要是公司依托自身规模优势以及集团内部的整合能力，在供需两端的议价能力均较为坚挺。未来 2 个季度如全球疫情无反复，国内上汽系和北美的汽车销量有望出现明显的修复。公司 2020H2 的利润规模有望恢复至 2019 年水平。

把握机遇主攻增量零部件，中长期增长可期。华域近年加大力度布局新能源、ADAS 等增量零部件领域，2020H1 取得的进展包括：1. 延锋智能座舱开始与大众、通用、宝马和上汽自主合作，进军千亿市场；2. 配套特斯拉与蔚来增厚，增加悬架、转向零部件；3. 77GHz 毫米波雷达量产阵容增加；4. 电驱总成准备配套大众与通用全球平台。公司营收来自增量零部件的比例加大，而来自盈利能力较差的金属、热加工产品的比例将萎缩。我们认为基于公司的市场地位，公司把增量营收转化为利润的能力较强。

管理提升，控费有效。公司财务以外的费用实现了压缩，其中本来应较为固定的管理/研发费用同比压缩了 14%/13%，体现了较强的应对能力。

盈利预测：预计公司 2020/2021/2022 年营收分别为 1243/1400/1503 亿元，归母净利润分别为 42.3/63.1/80.3 亿元，EPS 分别为 1.34/2/2.55 元，对应 PE 为 17.2/11.5/9.1x。我们推测公司未来 4 个季度的利润合计为 62.6 亿元。考虑公司的议价能力以及为新能源车配套增长的趋势，给予公司 16x 前瞻 PE，目标价 31.75 元，相对当前股价有 37%空间。评级为“强烈推荐”。

风险提示：乘用车消费不及预期；原材料价格大幅上涨。

《华域汽车（600741）：把握增量零部件，全面复苏在望》，刘一鸣，2020 年 8 月 27 日

2.5 中公教育（002607）：三大板块保障长期持续发展，受益“稳就业”下行业机遇

中公持续推进职业培训领域全品类平台化发展，所形成的三大板块呈现阶梯式成长，不断打开发展天花板。公务员招录回暖，事业单位发展尚存动力，公司第一板块招录板块仍然动力强劲，为短期内公司营收增长的最主要支撑。二、三板块为公司未来长期持续增长蓄力。此外，公司线上业务实现快速发展，2019 年线上培训人次同比增长 59%，线上收入占比由此前的 7%提升至 11%。面对新冠肺炎疫情，中公依靠“19 课堂”和“中公网校平台”快速实现在线教学应对疫情，为学员提供免费在线课程。

坚持研发，高效管理。中公始终坚持加大研发投入，壮大研发团队。目前已有专职研发团队超过 2700 人，教学产品与数字化建设两手抓。公司以教研为依托，实现在各地的快速复制和深度下沉，并在各地市场形成了较强的品牌号召力。公司业务规模不断扩大，但依靠高效管理，经营效率持续提升。至 2020 年 6 月底，公司在全国拥有超过 1300 个网点，覆盖 300 余个地级市，超 1.8 万名授课教师。中公形成了一套工业化的管理体系，内部通过高频考核不断进行动态管理与调整，从而实现快速的反馈机制与很高的执行力度。以结果为导向的超强执行能力使公司经营效率不断提升，管理费用率由 2018 年的 14%下降至 2019 年的 12%。4 年间，公司净利率提升近 12 个百分点，高效管理与规模效应凸显。

多个考试扩招打开市场空间，推动行业升温，强者恒强。当前宏观经济承压和疫情影响下，稳就业成为国家政策关注重点之一，公司作为优质的职业教育赛道龙头，将持续受益于稳就业政策下的行业红利。2020 年全国应届毕业生预计 874 万人，成为稳就业的重点目标群体，同时也恰好是中公教育最主要的客户群体。2020 年国考招录同比 66%复苏；省考共计划招录 16.3 万人，同比增长 31.6%；国家积极引导基层就业，鼓励各地加大中小学教师招聘；考研扩招 18.9 万人。公司作为优质的职业教育赛道龙头，将持续受益于稳就业政策下的行业红利。随着各省省考笔试已全部结束，公司在上半年未能确认的收入将集中在三季度到四季度初陆续确认，公司公考收入确定性持续强化。此外，中公在 19 年逆势扩张，在行业低迷期对小公司形成较强的挤占能力，带来公司市占率的提升。同时为了迎接 2020 年的扩招，在疫情背景下公司仍在进行师资储备，随着考试的逐步恢复，前期的规模扩张及人员储备将助力公司把握住招考回暖后的培训市场红利，实现市占率进一步的提升。

入选三大国际指数，成为短期催化。 8 月 21 日，公司入选富时罗素旗舰指数——富时全球股票指数系列，该变动将于 9 月 18 日收盘后正式生效。这也是继标普道琼斯指数以及 MSCI 中国 A 股在岸指数后，公司第三次入选三大国际指数，体现出国际资本市场对于公司的认可，同时也将吸引外资资金的流入。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年实现收入分别为 132.8、185.6、252.9 亿元，净利润分别为 25、35、48 亿元，EPS 分别为 0.40、0.57、0.78 元，对应 PE 分别为 90、64、47 倍。评级为“强烈推荐”。

风险提示：赛道扩张不及预期，超预期政策，教育恶性事件发生。

《中公教育（002607）：领军行业二十载，教师、考研再添双引擎》，张凯琳，2019 年 11 月 14 日

《中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台》，张凯琳，2019 年 11 月 21 日

2.6 地素时尚（603587）：低估值、高分红的高端女装，疫情下韧性明显

定位中高端女装，重视会员管理，疫情下韧性强、复苏快。公司有很好的品牌布局，公司围绕中高端品牌定位，分别设立“DAZZLE”等四个品牌，形成对时装领域多维度、深层次的渗透。公司品牌注重会员的培养，会员的销售占比较高（上半年 59%），维护了品牌的稳定性。2019 年公司在打通各品牌会员权益基础上，进一步将微商城与线下直营会员体系打通，实现会员线上线下权益共享，加速全渠道建设。

公司电商业务逆势增长，未来通过专供款和云店等形式加大线上投入，有望维持公司收入较快增速。公司以往线上占比较低（2019 年占比 12.9%），重视程度亦较低，今年疫情以来，公司加大重视和投入，对于电商的定位也有改变，由去化库存向品牌营销、获取新流量为主。公司上半年尝试布局各种新零售业态，利用直播、跨界合作、明星互动引流，引入微信渠道购买打通线上线下，未来公司会加大对线上专供款的投放，以比线下价格更低的产品吸引增量市场。

专注内生增长，现金流优秀，低估值、高分红。专注内生增长，且拥有行业内最好的盈利水平，2020H1 仍维持了 76%的毛利率和 30%的净利率水平。公司现金流健康稳定，2020H1 期末现金余额为 24.55 亿元，使得公司有充足的现金进行分红。公司上市以来分红比率在 60%以上，估值亦处在较低位置上。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 24.61 亿、28.20 亿元、31.71 亿元；归母净利润分别为 6.37、7.63、8.61 亿元；对应 EPS 为 1.32、1.59、1.79 元，对应 PE 分别为 15.44、12.89、11.42 倍。评级为“推荐”。

风险提示：1、新品牌培育期过长；2、国内需求持续低迷。

《地素时尚：中期业绩强韧，电商发力有望维持收入快增长》，张凯琳，2020 年 8 月 27 日

2.7 泸州老窖（000568）：业绩表现稳中向好，量价齐升弹性较大

高端白酒 Q2 动销恢复较好，提价动作逐步启动。长期看，消费者消费升级趋势下，高端白酒景气度高、量价齐升。中短期看，疫情后白酒终端动销逐步恢复，我们认为高端白酒需求中商务及聚会消费占比相对较高，需求相对刚性，恢复情况将较快。国窖 1573 终端销售至 2020 年 6 月底基本恢复到去年同期的 90%。且批价稳中有升，即使疫情期间，批价并未出现大幅下调。

减轻渠道库存压力，业绩改善将较快显现。公司 2-4 月份实行经销商灵活打款制度，减轻渠道库存压力，挺价决心较大，5 月份公司恢复配额制回款有望逐渐向好，并在河南等地区进行“会战”。由于渠道库存相对低，3、4 季度终端动销复苏后业绩改善将较快显现，且弹性较大。据草根调研了解，国窖 7 月份前渠道任务完成度相对较好，6 月份以来先后在河南等地乃至全国开始控货停货，近期又上调品牌专营公司结算价，中秋前挺价决心大，看好公司后续提价动作所带来的营收、利润端增长。

高档酒步步为营，中档酒“品牌复兴”提升腰部力量。目前国窖 1573 在高端酒市场依然采取跟随茅台策略。高档酒国窖 1573 的发展仍为公司主要战略目标，公司因之前在“提价战略”上的失误导致当下提价较为谨慎，公司短期内的痛点在于高端品牌的认可度仍不足，目前营销费用投入在行业内属较高水平，未来或不再提高，但会着力于提升投放效率。长期来看，公司作为中国历史最为悠久的浓香白酒公司，拥有的珍贵古老窖池、即将释放的高档酒产能、优质产品工艺，这些均将为公司产品的崛起奠定基础，看好公司管理层的运营实力，高档酒未来可期。

公司管理层稳定、发展决心凸显，为公司发展提供保障。公司管理团队管理经验成熟丰富且成员构成稳定，对渠道整顿的决心较大，为高中档产品的发展奠定基础。从经销商处反映，2019 年以来公司对中低档经销商的整顿力度较强，进一步加强对渠道的管控，为公司未来的发展提供坚实保障。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 171.76 亿、202.91 亿元、235.12 亿元；归母净利润分别为 53.58 亿元、65.41 亿元、78.06 亿元；EPS 分别为 3.62 元、4.42 元、5.27 元，对应 PE 分别为 35.37X、28.97X 和 24.30X。评级为“强烈推荐”。

风险提示：国窖提价无法落地、价盘不稳，特曲全国化进程受阻，品牌营销效果不佳，高端酒产能不足

《泸州老窖（000568.SZ）：2019 年三季报点评，业绩增长稳健亮眼，高档酒提价放量未来可期》，张东雪，2019 年 11 月 1 日

2.8 上海环境（601200）：估值合理的优异固废处理企业

公司市值体现的是股东自由现金流的现值。一般投资者对每一个公司的投资回报最终都来源于公司分红，股东自由现金流代表着当期可分配给股东的现金。投资产生的资本利得本质上也是因为公司成长或者经营情况变好，自由现金流改善，未来分红的预期增加。

运营类业务对公司估值贡献最大。这主要是因为垃圾发电、污水处理、固废资源化和危废处理这些运营类业务经营年限长，有稳定可见的预期；而承包及设计规划业务是由订单驱动的，不好预期。公司的估值是公司未来可分配给股东的现金流的现值，容易预期、现金流回流稳定的业务对估值的贡献自然大。

固废处理行业未来很有发展有空间。与发达国家相比，我国人均垃圾处理量有提升空间。2019 年我国人均垃圾焚烧量为 67.05kg/人，与美国、日本、欧盟等发达国家或地区还有比较大的差距。

公司项目所在地区财政收入良好，多高于全国平均。主要经营区域的地方人均公共财政收入远高于全国平均，在这些地区的项目未来收益有充分保障。

估值比较合理，公司未来取得回报率较高的特许经营项目、分红比例增加、利息下降，工程建设时间缩短时估值会提升。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 5.65、9.06 和 10.73 亿元，对应 EPS 分别为 0.62、0.99 和 1.17 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 19.32、12.04 和 10.17 倍。我们认为虽然目前尚难定量判断公司未来固废项目的回报率，但从公司历史情况看，公司一贯注重项目质量，相信在新固废项目的带动下，公司估值会逐渐提升。评级为“推荐”。

风险提示：特许经营条款发生变化，垃圾处理费下降，公司现有资产产能利用率不足，未来大股东注入上市公司的资产价格大幅上升。

《上海环境（601200）：估值是否合理 何时会提升》，洪一，沈一凡，2020 年 6 月 18 日

2.9 华帝股份（002035）：行业回暖中继，经营筑底向好

厨电行业规模成长空间依旧，中短期即将迎来景气上行阶段。厨电未来新增量主要源自：1.低线城市及农村每百户保有量的提升；2.城镇化率提升；房地产竣工边际改善兑现需求，厨电市场需求进入上行周期。经我

们测算，地产带动的新增需求占油烟机销售规模的一半以上。复盘房地产开、竣工数据可以看出，房地产竣工的集中兑现阶段已经到来。

公司品牌高端化带动均价提升，产品多元化布局扩大营收规模。公司多年持续营销投入，品牌高端化效果显著，销售均价稳步提升；研发投入支撑产品高端化，常年高研发费用支出比例，产品力逐步提升。着眼长期发展，品类多元化布局，嵌入式产品补充品类矩阵，积极布局洗碗机、电烤箱等新品。公司在产品力和品牌力的打造和布局上步调一致，效果显著。

渠道优化治理，调整结构。公司从扁平化、信息化、专业化三个角度入手：经销商管理精细化，实行二级经销运营化，鼓励一、二级经销商联营；渠道库存透明化，打造终端销售监测平台，合理化库存水平；强化渠道拓展能力，复制优秀代理商成功经验，拆解细化弱势区域管理；

下沉整合低线市场，拥抱高毛利渠道。厨电行业集中度仍有较大提升空间，低线市场产品保有量低，公司相较龙头竞争对手在渠道和定位上更具有整合区域市场的优势。公司积极拥抱新零售，与京东正式达成合作，未来随着高毛利的线上渠道以及新零售渠道占比的提升，公司毛利率提升可期。

公司盈利预测及投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营收分别为 62.98、70.69 和 79.80 亿元，归母净利润为 8.07、9.44 和 11.57 亿元，对应 EPS 分别为 0.93、1.09 和 1.33 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 12.79、10.93 和 8.91 倍。我们综合 FCFE 估值测算得到的为 16.47 元以及相对估值法得到的 16.92 元，给定 6 个月目标价格 16 元。评级为“强烈推荐”。

风险提示：地产周期持续下行；行业竞争加剧；渠道拓展不及预期等。

《华帝股份（002035.SZ）：创新与变革，华丽的转身更上一层楼》，闵繁皓，2020 年 9 月 1 日

2.10 桐昆股份（601233）：浙石化业绩释放，涤纶长丝景气改善

涤纶长丝行业绝对龙头，精耕细作专注主业。经过 18-19 年的长丝产能扩张，国内涤纶长丝行业集中度持续提升。公司作为涤纶长丝行业龙头老大，通过长丝产能的持续扩张保持行业领先地位。现有涤纶长丝产能 690 万吨/年，国内市占率从 2015 年的 12%提升至 2019 年的 18%，具有较大的市场话语权。今年受到国外新冠疫情的影响，长丝及下游出口订单遭遇较多推迟或取消，造成长丝库存高企、产销不畅、利润微薄。但行业的不利情况将加速落后产能的退出，有利于行业集中度的进一步提升。同时九、十月份将迎来聚酯行业传统的

“金九银十”旺季，随着国外疫情逐步得到控制，此前压抑的服装消费需求也有望迎来报复性反弹。我们看好今年四季度起涤纶长丝行业的触底反弹，公司作为行业龙头将显著受益。

浙石化一期业绩释放，公司价值明显低估。公司持有浙石化 20%股权，实现了原油-PX-PTA-涤纶长丝的一体化布局。浙石化 4000 万吨/年炼化一体化项目（一期）已于 2019 年 12 月全面投产，一方面稳定了公司的原料供应，另一方面也为上市公司贡献了可观的投资收益。今年浙石化一期预计全年可实现净利润超过 100 亿元，公司将获取超过 20 亿元的投资收益。同时浙石化控股股东荣盛石化持有浙石化 51%股权，当前公司市值已超 1229 亿元。而公司当前对应市值不到 300 亿元，公司价值被明显低估。同时远期浙石化二期将于明年投产，公司价值将迎来进一步提升。根据我们初步测算，浙石化项目合理市值应在 3000 亿元左右，公司 20%股权对应 600 亿元。同时公司原有业务长丝、PTA 等根据重置成本法估值也应在 200 亿元以上，合计对应市值应超过 800 亿元。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020 年-2022 年实现营业收入分别为 460.81 亿、522.25 亿元、570.74 亿元；归母净利润分别为 29.70 亿元、37.89 亿元、43.82 亿元；EPS 分别为 1.61 元、2.05 元、2.37 元，对应 PE 分别为 9.82X、7.70X 和 6.65X。评级为“强烈推荐”。

风险提示：疫情发展不及预期，产品销售不及预期，原油价格大幅波动

《桐昆股份（601233）深度报告：桐昆长矣，于彼朝阳》，罗四维，邓先河，2017 年 12 月 14 日

3. 金股汇总

表 1：9 月金股汇总

股票	研究员	推荐理由	EPS_2020	EPS_2021	EPS_2022	PE_2020	PE_2021	PE_2022
杭州银行（600926.SH）	林瑾璐 田馨宇	立足浙江省、深耕杭州，地理区位条件优越。公司充分受益于地区经济高速发展，实现浙江省内机构全覆盖，以及长三角、珠三角、环渤海等发达经济圈的战略布局。大力推进零售战略转型，专注科技文创金融服务。 近几年，杭州银行将大零售作为战略转型重点方向，快速布局零售业务平台。截至 2019 年末，零售贷款占比增至 38.34%，位列上市城商行第二。 上半年盈利保持高增，资产质量持续改善。	1.21	1.37	1.59	10.68	9.47	8.12
三一重工（600031.SH）	樊艳阳	（1）随着国内疫情得到迅速控制，3 月份以后国内经济逐步复苏，基建需求拉动，叠加环保治理、更新需求增长、人工替代效应等因素叠加，中国地区工程机械二季度需求快速复苏。（2）资产结构明显改善，经营质量持续提升。（3）存量更新提升需求中枢，弱化行业周期属性。逆周期调节助力量价齐升，国产替代有望加速。	1.71	1.96	2.21	13.28	11.55	10.26
冀东水泥（000401.SZ）	赵军胜	公司作为华北地区水泥龙头，市场占有率高，市场控制力强。作为地方国企管理优化潜力大，规模优势和区域控制力不断提升。2020 年随着雄安等京津冀一体化建设的加速，专项债的落地需求将得到提升，公司业绩增长可期。危固废处理业务国内位列国内前三，发展空间大，前景广。	2.27	2.66	3.05	7.94	6.77	5.91
华域汽车（600741.SH）	刘一鸣	规模与客户优势打造高议价能力，2020H2 利润有望明显修复。在汽车销量大幅下滑的上半年，华域的毛利率韧性较强。我们认为原因主要是公司依托自身规模优势以及集团内部的整合能力，在供需两端的议价能力均较为坚挺。 把握机遇主攻增量零部件，中长期增长可期。华域近年加大力度布局新能源、ADAS 等增量零部件领域。 管理提升，控费有效。公司财务以外的费用实现了压缩，其中本来应较为固定的管理/研发费用同比压缩了 14%/13%，体现了较强的应对能力。	1.34	2.00	2.55	17.20	11.50	9.10

中公教育（002607.SZ）	张凯琳 王紫	作为职教龙头，中公持续推进职业培训领域全品类平台化发展。公司以教研为依托，在市场上形成了较强的品牌号召力，在行业低迷期对小公司形成较强的挤占能力。同时，去年的快速扩张也为今年行业回暖后的发展奠定了基础。2020 年全国各省省考共计划招录 16.3 万人，同比增长 31.6%。目前各省省考笔试已全部结束，公司公考收入确定性持续强化。公司作为优质的职业教育赛道龙头，将持续受益于稳就业政策下的行业红利。8 月 21 日，公司入选富时罗素旗舰指数，该变动将于 9 月 18 日收盘后正式生效，体现出国际资本市场对于公司的认可。	0.40	0.57	0.78	87.70	61.54	44.97
地素时尚（603587.SH）	刘田田	定位中高端女装，重视会员管理，疫情下韧性强、复苏快。公司有很好的品牌布局，公司围绕中高端品牌定位，分别设立“DAZZLE”等四个品牌，形成对时装领域多维度、深层次的渗透。 定位中高端，重视会员管理，疫情下韧性强、复苏快。公司品牌注重会员的培养，会员的销售占比较高，也维护了品牌的稳定性。 公司电商业务逆势增长，未来通过专供款和云店等形式加大线上投入，有望维持公司收入较快增速。	1.32	1.59	1.79	15.44	12.89	11.42
泸州老窖（000568.SZ）	孟斯硕	高端白酒 Q2 动销恢复较好，提价动作逐步启动。消费者在消费力升级后，对品牌及高端产品的需求逐步明确，认为高端白酒需求中商务及聚会消费占比相对较高，且相对刚性，所以 Q2 疫情缓和以来，终端动销恢复或较快。 公司 2-4 月份实行经销商灵活打款制度，减轻渠道库存压力，挺价决心较大，渠道调研显示目前渠道库存约 1.5-2 个月处于良性水平，5 月份公司恢复配额制回款有望逐渐向好，并在河南等地区进行“会战”。 产品结构迎合自身竞争优势，向上向下游刃有余：泸州老窖高档酒的发展呈现“W”型趋势，如今双品牌逻辑不断兑现。未来公司高档酒与中档酒或呈现比翼齐飞局面，量价齐升的逻辑并未改变。	3.62	4.42	5.27	35.37	28.97	24.30
上海环境（601200.SH）	沈一凡	固废处理行业未来很有发展有空间，与发达国家相比，我国人均垃圾处理量有提升空间。2019 年我国人均垃圾焚烧量为 67.05kg/人，与美国、日本、欧盟等发达国家或地区还有比较大的差距。 公司项目所在地区财政收入良好，多高于全国平均。主要经营区域的地方人均公共财政收入远高于全国平均，在这些地区的项目未来收益有充分保障。	0.62	0.99	0.17	19.32	12.04	10.17

华帝股份（002035.SZ）	闵繁皓	1.厨电行业规模成长空间依旧，中短期即将迎来景气上行阶段；2.公司品牌高端化带动均价提升，产品多元化布局扩大营收规模；3.渠道优化治理，调整结构；4.下沉整合低线市场，拥抱高毛利渠道。	0.93	1.09	1.34	12.77	10.88	8.87
桐昆股份（601233.SH）	徐昆仑	公司是涤纶长丝行业龙头，行业市占率 15%。公司一直专注于聚酯行业，同时向产业链上游延伸，嘉兴石化 PTA 项目二期投产后，基本实现聚酯原料自给自足。同时公司参股浙石化 20%股权，将享受浙石化投产给公司带来的稳定业绩增长。根据我们测算，浙石化一期年均净利润将达到 120 亿元；浙石化二期投产之后，公司所占股权对应投资收益有望达到 50 亿元，大幅增厚公司业绩。由于新冠疫情，今年上半年涤纶长丝的销量和价格都受到较大影响，外贸订单也遭遇推迟或取消。但随着目前全球新冠疫情逐渐得到控制，我们预计全球纺织服装及涤纶长丝需求将迎来报复性反弹。同时九、十月份进入纺织服装传统旺季，目前涤纶长丝环节盈利已有明显改善迹象。	1.61	2.05	2.37	10.24	8.03	6.94

资料来源：wind，东兴证券研究所

4. 风险提示

政策推进不及预期，宏观经济下行，疫情发展超出预期

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526