

分析师：彭毅

执业证书编号：S0740515100001

电话：

Email：

研究助理：郭亮（责任编辑）

电话：010-59013914

Email：guoliang@r.qlzq.com.cn

欢迎关注中泰研究所订阅号



晨报内容回顾：

今日预览

今日重点>>

- 【策略】陈龙、徐驰：区块链技术应用落地或加速，建议三条主线把握相关投资机会-20191027
- 【宏观】梁中华：联储的大动作：重点不在QE，而是流动性-20191027
- 【机械-杰瑞股份(002353)】冯胜、郑雅梦（研究助理）：油服周期上行，压裂王者或迎戴维斯双击-20191026
- 【公用-长江电力(600900)】李俊松、王瀚（研究助理）：深度报告：稀缺的水电龙头标的，兼具价值与成长-20191025

重点行业透视>>

- 【策略】王仕进、陈龙：公募占比提升，消费仓位分化，中小创超配扩大——19Q3基金持仓结构分析-20191026
- 【银行】戴志锋、贾靖（研究助理）：详解银行的基金3季度持仓：环比减持0.45%，个股偏好中小银行-20191027
- 【煤炭】李俊松、王瀚（研究助理）：煤炭行业2019三季度末基金持仓综述：煤炭股持仓总市值&比重环比双升-20191027

研究分享>>

- 【银行-杭州银行(600926)】戴志锋、贾靖（研究助理）：3季报详细解读：业绩靓丽，资产质量继续环比改善-20191024
- 【地产-保利地产(600048)】倪一琛：2019年3季报点评：成长与稳健并举的行业龙头，物业上市锦上添花-20191027
- 【地产-万科A(000002)】倪一琛：2019年3季报点评：业绩如期稳健，销售彰显韧性，王者志存高远-20191024
- 【医药-美年健康(002044)】江琦、王超：公司点评：业绩略好于预期，

收入增长实现回暖-20191025

- 【医药-欧普康视(300595)】江琦、谢木青：业绩持续快速增长，角膜塑形镜行业持续高景气-20191027
- 【医药-天宇股份(300702)】江琦、祝嘉琦：2019 年三季报点评：欧盟 C EP 恢复带动业绩进一步加速-20191024
- 【医药-安科生物(300009)】江琦、赵磊：2019Q3 点评：生长激素逐步实现稳定增长，等待部分子公司四季度确认收入-20191024
- 【食品饮料-汤臣倍健(300146)】范劲松：风雨兼程，迎难而上-20191027
- 【纺织服装-瑞贝卡(600439)】王雨丝、曾令仪（研究助理）：2019Q3 点评：Q3 拐点明确，经营性净利润大幅增长-20191024
- 【教育-科锐国际(300662)】范欣悦、吴张爽：内生增速环比提升，灵活用工靓丽-20191025
- 【轻工-劲嘉股份(002191)】徐稚涵、徐偲（研究助理）：收入增速超预期，大包装高速前行-20191025
- 【钢铁-宝钢股份(600019)】笃慧、曹云：降本平滑周期波动-20191027
- 【建材-北新建材(000786)】孙颖：竣工好转叠加结构优化，需求增速和中高端产品价格环比持平-20191027
- 【化工-兴发集团(600141)】张倩：19 年三季报点评：黄磷供给侧改革助力，磷化工龙头迎来拐点-20191027
- 【计算机-启明星辰(002439)】何柄谕：收入逐季度加速，业绩边际改善显著-20191024
- 【通信】吴友文、周铃雅（研究助理）：5G 套餐即将面世，运营商迎来平台化经营时代-20191025
- 【电新-金风科技(002202)】苏晨、花秀宁：风机拐点已至，周转率和盈利能力共振向上-20191027
- 【军工-四创电子(600990)】苏晨、李聪（研究助理）：扣非归母净利润略有下滑，坚定看好公司平台价值-20191026

今日重点**►【策略】陈龙、徐驰：区块链技术应用落地或加速，建议三条主线把握相关投资机会-20191027**

事件：中共中央政治局 10 月 24 日下午就区块链技术的发展现状和趋势进行第十八次集体学习。强调区块链技术的集成应用在新的技术革新和产业变革中起着重要作用。我们要把区块链作为核心技术自主创新的重要突破口，明确主攻方向，加大投入力度，着力攻克一批关键核心技术，加快推动区块链技术和产业创新发展。

1、在良好的基础研究上，区块链产业生态战略定位提高，或是新一代信息技术后起之秀。2016 年 1 月中国人民银行数字货币研讨会确定了数字货币在降低传统货币发行等方面的价值，并表示央行在探索发行数字货币。2018 年 5 月的中国科学院第十九次院士大会上，区块链与人工智能、量子信息、移动通信、物联网一道被列为新一代信息技术的新代表。在近几年一系列政策扶持下，区块链技术与各新兴产业的深度融合已经展开大局。深圳先行示范区指导文件明确支持在深圳开展数字货币研究与移动支付等创新应用。我们认为，应该用战略发展眼光看区块链技术，特别是此次其被“作为核心技术自主创新的重要突破口”的战略定位的提高，或是新一代信息技术的“后起之秀”。

2、凭借降低运营成本、建设可信体系等作用，区块链技术广泛的集成应用或加速产业的升级变革。区块链技术以分布式的数据存储、共识机制、加密算法等特征，营造了信用的共同基础，其中，数据共享及加密算法等特征能够实现信息、人才的“互联互通”，保障生产要素的高效流动，加快制造业的协同融合发展。“区块链+”概念在教育、养老、精准扶贫、食品安全、公益等民生领域被提出，意在提升优质、精细的城市管理。我们认为，目前，区块链技术已经远远超出了加密货币，其凭借降低运营成本、建设可信体系等方面的作用，或加速产业创新升级的变革。

3、在金融及科技领域，区块链技术创新或将成为金融、科技创新“驱动力”。在中国金融体系的市场化、规范化、多元化发展背景下，金融业务及风险管理的复杂化程度均呈非线性地迅速上升，信息化、数字化的管理诉求日益加大。区块链技术依托算法在去中心的网络环境建立信任的特征能够助力金融信息化，金融数字化，同时，区块链能够通过防篡改和高透明的方式，降低金融风险的监管成本。从科技创新角度，5G、AI、量子计算等信息技术已经成为谋求竞争新优势的战略方向，伴随我国对科技企业的发展支持越来越大的背景下，区块链技术的应用成为科技自主创新的又一“驱动力”。

4、区块链发展下的技术引导、监管措施等配套措施会日益加强。近几年，数字货币受到大量投机资本追捧，加强对区块链技术的引导和规范，加强对区块链安全风险的研究和分析势在必行。良好的区块链基础设施建设及监管环境是区块链应用扩大的基本保障。在营造创新及融合的产业生态中，区块链技术需要与其他技术逐渐结合及反复磨合。我们认为，只有规范健康的区块链技术才能在建设网络强国、发展数字经济、助力经济社会发展等方面发挥更大作用，后续应密切关注区块链发展的技术引导及后续相关监管措施的落地。

5、投资建议：

区块链技术广泛的集成应用或加速产业的升级变革，其技术创新或将成为金融、科技创新“驱动力”。伴随此次区块链产业生态战略的地位提高，我们认为，应该从三条主线把握相关投资机会：

1) 区块链技术作为新一代信息技术的后起之秀，及“核心技术自主创新重要突破口”的定调下，建议近期密切关注区块链主题投资下的相关机会；

2) 区块链步入技术落地阶段，其集成应用是金融、科技企业创新发展的又一个强驱动，金融创新的鼓励力度或将大幅放开，建议关注受区块链技术应用驱动的金融创新利好的大金融板块；

3) 从科技创新角度，区块链、5G 及 AI 等信息技术已经成为谋求竞争新优势的战略方向在，建议持续关注以硬科技引领的科技创新类企业。

6、风险提示：

区块链基础设施开发、技术支持政策落地不及预期，监管政策的不确定性。

►【宏观】梁中华：联储的大动作：重点不在 QE，而是流动性-20191027

9 月份以来，美联储“动作”很大，到底是不是 QE？在巨量超额准备金还存在的条件下，美国金融机构为何还会出现流动性紧张问题？本专题对美联储近期的操作进行了梳理分析。

1. 回购利率飙升，联储宽松再加码。9 月中旬，回购市场利率连续两日飙升，超过联储管理目标区间。之后美联储不仅开启隔夜正回购操作，还重启扩表，大量投放流动性。

2. 为何联储动作大？重点不是 QE，而是流动性！LIBOR-OIS 利差以及 TED 利差逐步扩大，表明美元流动性早已凸显。美联储缩表导致金融机构超额准备金缩水近五成，抵御风险能力弱化。而且金融监管趋严情况下，看似高企的超额准备金，其实能够调用的并不多。再加上美债大量发行，一级交易商压力升级。

3. 经济仍在向下，联储宽松继续。美国制造业 PMI 指数创新低，零售销售一改增长势头转负，全球经贸降温下，经济下行压力大，十月降息概率仍超 90%。为抵御风险，缓和流动性问题，美联储宽松仍会继续，除了 QE 外，可能还会有新工具，如常设借贷便利以及收益率曲线管理等等。

风险提示：贸易问题；经济下行；政策变动。

►【机械-杰瑞股份(002353)】冯胜、郑雅梦（研究助理）：油服周期上行，压裂王者或迎戴维斯双击-20191026

我们认为，本轮油服周期还将继续上行；国内“七年行动”方案托底，三桶油持续加大勘探开发投资，主要针对页岩气、致密砂岩气等“非常规油气”，这对压裂设备需求更大；美国页岩气开采占天然气比重高达 70%，迎来压裂设备更新周期。杰瑞常规压裂处于全球第一阵营，电驱压裂性能全球第一；周期上行+规模效应，将迎来业绩+估值双升的戴维斯双击。

油企加大资本开支，油服行业复苏明显。

①2016 年以来，原油市场供应总体偏紧，年均原油供需缺口为 6860.12 万吨。近期，沙特阿美石油公司被袭，地缘政治紧张导致油价风险溢价提升；同时，美国页岩油企业债务和现金流问题不断地恶化，北美原油供应将趋紧。2019 年以来，以美联储为代表的各国央行停止缩表并且降息，对油价形成较好支持。预计未来油价中枢将上行至 80-90 美元/桶。

②随着油价重心逐步上移，油气行业整体回暖，国内外油气市场投资需求回升；Spears&Associates 预测 2019 年全球上游油气勘探开发投资将恢复到 4720 亿美元，同比增长 16%。

③能源安全战略背景下，国内加大油气勘探开发投资势在必行。2019 年，三桶油计划资本开支约 5169 亿元，较 2018 年资本开支增长 18.53%。2019 年 8 月，中纪委巡视“三桶油”，提出把方向、管大局、保落实不够到位，预计未来三桶油还将持续深入扩大油气勘探开发投资，特别是页岩气、致密砂岩气等“非常规油气”。

页岩气开采对压裂设备需求倍增，杰瑞设备竞争力强。

①美国页岩气开发改变世界能源格局，将迎来压裂设备更新周期。2018 年，美国页岩气产量为 6122.26 亿立方米，同比增长 19.81%。美国页岩气经过 10 多年的快速发展，相关压裂设备更新需求超 512 亿元。

②中国页岩气在探索中前进，产量稳定增加，压裂设备需求旺盛。2018 年，中国页岩气产量为 108.81 亿立方米，同比增长 21.08%，占天然气产量比重 6.74%，同比增长 0.66pct。根据《页岩气发展规划（2016-2020 年）》，当完成 2020 年页岩气产量 300 亿立方米的目标时，增量压裂设备市场空间为 196 亿元；当完成 2030 年 1000 亿立方米的目标时，增量压裂设备市场空间为 910 亿元。

③杰瑞常规压裂设备引领市场发展，电驱压裂设备全球第一。国内压裂设备已实现国产化，四机厂和杰瑞引领常规压裂设备发展，电驱压裂只有杰瑞和宏华有成熟产品，杰瑞性能高。随着美国压裂设备更新周期的到来，以及国内页岩气开发的高景气，将迎来快速放量阶段。

受益于页岩气大开发，公司钻完井设备等业务大幅增长。

①公司钻完井设备包括压裂设备、固井设备和连续油管设备。2018年,公司钻完井设备收入达14.79亿元,同比增长136.80%;毛利率为43.70%,同比增长7.87pct。预计电驱压裂需求,将带动公司设备、毛利率将再升一个台阶。

②公司维修改造及配件持续正增长,收入从2006年的1.63亿元增长至2018年的13.36亿元,年复合增速为19.16%;毛利率从2006年的22.84%增长至2018年的31.10%。预计维修改造及配件收入增长稳定,毛利率稳定。

③随着政策放开民营油服公司在西南做总包,公司油田服务量价齐升。2018年,公司油田工程技术服务合计收入达12.03亿元,同比增长21.70%;毛利率为17.54%,同比增长3.74pct。预计公司未来将扩大高毛利的西南总包服务和中东服务规模。

受益于全球油服行业景气度上行,美国页岩气压裂设备迎来更新周期;考虑到国内加大勘探开发政策托底,国内页岩气压裂设备增量市场大。公司常规压裂设备处于全球第一阵营,电驱压裂设备全球领先,竞争优势明显,预计公司业绩将持续快速增长。预计公司2019-2021年净利润分别为10.73亿元、14.77亿元、19.03亿元,对应EPS分别为1.12元/股、1.54元/股、1.99元/股。

风险提示:国际油价大幅下跌;油服行业复苏不及预期的风险;国内页岩气等非常规油气开发不及预期;海外市场业务不达预期;订单执行不达预期;汇率波动对公司业绩的不确定性影响。

►【公用-长江电力(600900)】李俊松、王瀚(研究助理):深度报告:稀缺的水电龙头标的,兼具价值与成长-20191025

公司简介:稀缺的水电龙头标的,兼具价值与成长。公司主要从事水力发电业务,截至2018年底公司运行管理三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝4座巨型水电站,总装机容量4549.5万千瓦,规模远超同行业其他上市公司。上市以来公司,营收和归母净利润的增长与装机容量增长保持同步,并同时受长江流域来水影响围绕业绩中枢小幅波动。与此同时,公司盈利能力也稳定在较高水平。稳定的盈利能力叠加高比例的分红,使得近年来公司股息率基本稳定在3.5-4.5%,兼具价值性与成长性。

价值性:四因素为业绩稳健&高股息创造条件。(1)收入端:电力外送区域(广东、浙江、上海)均为东南沿海发达地区、电力消纳能力较强且水电本身作为清洁能源就存在优先消纳的权利,因此公司基本不存在下游消纳限制发电量形成弃水的问题。此外,公司四库联调可以有效熨平来水波动,提高水资源利用率;发改委最新文件指明当前外送水电站的落地省市燃煤标杆电价回推机制将改为落地省市燃煤基准电价回推机制。由于基准价与现行标杆电价一致,因此落地端回推电价也将维持稳定,由此消除了前期国常会上并未明确后续水电落地端回推电价如何改革的隐忧。此外,当前公司市场化交易电量仅占到公司总售电量的11%,公司度电均价对市场化折价幅度不敏感;(2)成本端:公司电站平均单位投资成本为0.93万元/千瓦、具备明显优势,相应形成的单位折旧费用也较低。此外,良好的信用等级使得公司具备显著的融资成本优势,还本付息压力较小;(3)投资收益:公司可通过处置长期股权投资等手段平滑主营业绩波动。此外,公司参股多家水电上市公司,旨在通过股权纽带关系,建立利益分享机制,打造战略协同效应;(4)“集团注入”模式:使建设期较大的资本开支对公司自由现金流的影响最小化,保证了水电站注入后形成的充沛现金流可以立即用来进行还本付息,公司在不断阶段性成长的同时仍拥有极强的回报股东的能力。稳健的业绩叠加高比例的分红,公司股息率预计将长期稳定在3.5%-4.5%区间内,极具吸引力。

成长性:乌、白注入装机量再上台阶,海外配电业务进一步打开成长。自成立以来,长江电力的业绩实现了两次跨越式增长,核心驱动力是装机量的增长。当前三峡集团在建的乌东德水电站(1020万千瓦)和白鹤滩水电站(1600万千瓦)首台机组将分别于2020年和2021年分别投产。根据三峡集团避免同业竞争的承诺,两座巨型电站将在建成后择机注入上市公司,届时公司控股装机容量将大幅增长57.6%至7169.5万千瓦,发电量有望增长47.04%至3168.35亿千瓦时,由此实现新一轮的跨越式增长。此外,在当前水电行业增长空间逐渐收窄的背景下,公司积极向下延伸产业链,

进军配售电业务。2019年9月30日公司发布公告称拟竞标购买秘鲁配电资产，此次投资为公司实现向水、电两端延伸和国际化发展战略，逐步形成发、配、售电产业链协同一体化优势奠定了坚实基础，同时也进一步打开公司未来的成长空间。

投资策略：公司是A股市场中为数不多的兼具价值性和成长性的标的。存量方面，稳健的业绩叠加高比例的分红，未来公司股息率预计将长期维持在3.5%-4.5%区间内，在国内利率趋势向下的背景下价值性愈发凸显。增量方面，乌东德、白鹤滩电站建设工作正有序进行，未来公司装机量和业绩有望再次得到大幅提升，收购海外资产也将进一步强化公司成长属性。我们预计2019/20/21年实现归属于母公司股东净利润分别为229.44/231.18/231.24亿元，折合EPS分别是1.04/1.05/1.05元/股，当前17.76元股价。

风险提示：流域来水波动风险；相关工程建设进程不及预期；电价形成机制变动风险。

重点行业透视

►【策略】王仕进、陈龙：公募占比提升，消费仓位分化，中小创超配扩大 ——19Q3基金持仓结构分析-20191026

19Q3基金持仓结构分析

截至目前，基金2019年三季报基本披露完毕，我们重新对全部基金（含已到期）的配置情况进行了全面梳理，截止2019年10月25日，我们的监测样本共包括1187只偏股型基金（普通股票型+偏股混合型），较19Q2新增41只。除去新成立和已到期基金，实际有效样本885家。总结来看：

公募持股市值占比提升，偏股型基金股票仓位小幅提升。可比口径，偏股型基金规模由19Q2的9959亿元，升至19Q3的10066亿元，持仓市值由19Q2的8739亿元，升至19Q3的8891亿元。19Q3全部公募基金的A股投资市值约2.05万亿（19Q2为1.99万亿），占A股自由流通市值比例为9.15%（偏股型3.88%），该比值较上季度提升0.1%。19Q3偏股型基金的总仓位82.8%，较19Q2提升0.3%。

持股集中度提升，两只科创板进入基金重仓股，中小创超配比例扩大。偏股型基金重仓股家数减少，由19Q2的956只下降为912只，其中主板504只、中小板223只、创业板183只、科创板2只（19Q1主板531只、中小板239只，创业板186只）。19Q3基金主板重仓股市值减少303亿元，中小板重仓股市值增加69亿元，创业板重仓股市值增加4亿元。按持仓比例来看，主板持仓比例较19Q2下降3%至65.5%，主板低配比例扩大。中小板仓位提升，19Q3持仓比例增加2.4%至20.6%，创业板持仓比例提升0.7%至13.9%，中小创超配比例扩大。

行业加仓电子、医药和传媒，减仓金融、家电和食品饮料。大类行业来看，19Q3持仓比例上升幅度最大的是信息技术和医疗保健，下降幅度最大的是日常消费、金融和可选消费。一级行业来看，19Q3主要加仓的方向是电子、医药生物、传媒、休闲服务和化工，主要减仓的方向是非银金融、家电、食品饮料、商业贸易和银行。其中，电子大幅度加仓4.7%，休闲服务连续2个季度加仓，建筑、传媒连续2个季度减仓后首度加仓；纺织服装、轻工连续5个季度减仓，采掘连续4个季度减仓，房地产、电气设备、公用事业、国防军工、机械设备连续3个季度减仓，计算机、农林牧渔、汽车连续2个季度减仓，食品饮料连续两个季度加仓后首度减仓。如果要区分仓位的实际变化与名义变化，细分行业来看，19Q3实际加仓最多的是电子、医药、传媒等，实际减仓最多的是食品饮料、商业贸易、家电等行业。如果按行业将持股市值变化分解，19Q3多数行业实际上是减持的，在仓位提升的行业中，除了建筑和休闲服务，其余行业价的贡献显著高于量的贡献。

恒瑞医药、立讯精密进入十大重仓股。19Q3加仓最多的个股是药明康德、贵州茅台、恒瑞医药、立讯精密、海康威视、大族激光、保利地产、歌尔股份、生益科技和卓胜微，偏股型基金持仓市值增幅均在10亿元以上；持仓市值、持仓比例减少最多的个股是中国平安、伊利股份、招商银行、永辉超市、格力电器、亿纬锂能和新城控股，持仓市值减少均在20亿元以上。目前基金持仓比例最大的10只股票是贵州茅台、中国平安、五粮液、格力电器、泸州老窖、招商银行、恒瑞医药、

立讯精密、美的集团和长春高新。其中，恒瑞医药、立讯精密为新进入，而伊利股份、温氏股份退出十大重仓股。

风险提示：由于基金季报不公布全部持仓明细，基于重仓股数据计算的结果不够全面。

►【银行】戴志锋、贾靖（研究助理）：详解银行的基金3季度持仓：环比减持0.45%，个股偏好中小银行-20191027

基金配置银行股情况：3季度小幅减持、仍处低配状态。1、环比减持。3季度市场在配置“方向资产”，基金减持银行股。3季度基金持仓银行股比例为5.46%，环比下降0.45%。近几个季度银行持仓以来一直处于低位震荡的状态，拉长区间看仍处历史低位，增幅在28个行业中排位第22。2、银行股仍处超低配状态。3季度基金持仓银行股低配差为8.8%，较2季度低配差值继小幅走阔。自1H13至今，银行股一直是30个板块中持仓比例与标配差值最大的行业，与排位第二的采掘业低配差相差4.8%。

基金配置个股情况：偏好中小银行。3季度银行股配置方向为基本面优异的城商行+低估值股份行、城商行。对前期增配较多、估值偏贵的招行、常熟则有一定减持。增加前5的个股为宁波、南京、杭州、光大、成都，环比下降较多的个股为农行、北京、张家港、招行、常熟。

投资建议：继续看好银行4季度行情。近期我们持续推荐银行板块，详见《专题！银行三季报前瞻及投资策略：基本面稳定，稳健收益会被市场重视》。4季度，市场风格转向获取稳健收益和均衡风格，银行股稳健收益的特征会受到市场重视：绝对收益者（大类资产配置等）买银行股有较大确定性，相对收益者重视程度会加大，所以我们建议加配银行板块。银行选股逻辑：两条主线，1、核心资产是长逻辑；银行股核心资产：宁波银行、常熟银行、招商银行和平安银行。（中泰10月金股是常熟，9月金股是宁波）。近期涨幅较大。2、增加仓位者可以考虑的是低估值高roe策略：A股中股份行中的光大银行、兴业银行；城商行中的南京银行、江苏银行；以及港股和A股的工商银行、建设银行。

风险提示事件：宏观经济面临下行压力，银行经营不及预期。

►【煤炭】李俊松、王瀚（研究助理）：煤炭行业2019三季度末基金持仓综述：煤炭股持仓总市值&比重环比双升-20191027

2019Q3季末，煤炭股持仓总市值&持仓比重环比双升。通过对全部公募基金重仓持有的煤炭股市值进行计算，2019年三季度末，公募基金重仓股持有煤炭行业总市值为32.3亿元，环比上升11.8%。公募基金持有煤炭股总市值占基金总持股市值比重约为0.20%，环比上升0.02个百分点。

广深地区公募基金煤炭股持仓市值最高，占比最大。广深地区煤炭股持仓总市值14.1亿元，占持股总市值的0.25%，其中宝盈、景顺长城和招商基金重仓持煤炭股总市值最高，分别为5.74亿元、3.48亿元、1.55亿元。上海地区煤炭股持仓总市值12.96亿元，占持股总市值的0.22%，其中汇添富、富国和东方证券资管重仓持煤炭股总市值最高，分别为6.74亿元、2.34亿元、1.38亿元。北京地区煤炭股持仓总市值5.17亿元，占持股总市值的0.12%，其中银华、中融和建信重仓持煤炭股总市值最高，分别为1.65亿元、1.63亿元、1.03亿元。

2019Q3季末，公募基金对神华、陕煤、兖煤、西煤、淮矿等标的较为青睐。2019年第三季度末，公募基金重仓持股的18家煤炭公司的总市值合计33.32亿元，其中持有中国神华、陕西煤业、兖州煤业的基金产品最多，分别为81、28和19只；持有中国神华、陕西煤业、兖州煤业、蓝焰控股的市值最大，分别为15.37亿元、7.60亿元、3.33亿元、1.59亿元；持有蓝焰控股、中国神华、兖州煤业、陕西煤业市值占流通股市值比重最大，分别为2.9%、1.3%、1.1%、0.9%。

投资策略：看好业绩稳健的资产及山西国改相关标的。9月CPI涨幅同比扩大至3.0%，主要是由于猪肉价格带来的结构性通胀，后续有望逐步回调至3%以下。与此同时，国内1-9月GDP增速为6.2%、单三季度为6%，说明当前国内经济下行压力依然较大。在这样的背景下，我们认为业

绩稳健的核心资产价值性将愈发凸显，具备战略配置价值。此外，在历经两年多时间的摸底和准备后，我们认为山西煤炭企业集团混改（资产注入或整体上市）有望进入加速阶段，建议持续关注。主要推荐高股息行业龙头：陕西煤业、中国神华，有望受益于山西国改标的：潞安环能、西山煤电，高弹性标的建议关注：兖州煤业、神火股份、恒源煤电，同时焦煤股建议关注：淮北矿业，焦炭标的建议关注山西焦化、金能科技、中国旭阳集团（港股），以及煤炭供应链标的瑞茂通。

风险提示：（1）经济增速不及预期风险；（2）新能源持续替代风险；（3）进口煤政策的不确定性。

研究分享

►【银行-杭州银行(600926)】戴志锋、贾靖（研究助理）：3季报详细解读：业绩靓丽，资产质量继续环比改善-20191024

季报亮点：1、量价齐升带动净利息收入环比+16.2%，生息资产环比+3.7%，测算的时点单季年化净息差环比上行 20bp 至 1.70%，来自资产负债端的共同贡献，资产端主要是高收益零售信贷贡献，负债端则是较低利率的主动负债支撑。2、中收表现靓丽，净手续费收入同比 46.5%，同比增速较 2 季度是走阔的，预计 3 季度代销业务手续费仍对公司中收有一定支撑，同时债券承销、担保承诺等业务增长也带动收入增长。3、资产质量环比继续改善，不良率环比下行 3bp 至 1.35%，同时单季年化不良净生成比例环比下行较多至 0.43 的较低水平。拨备抵补能力也处于较优水平。4、核心一级资本充足率提升。公司非公开发行 A 股股票议案已获银保监会核准，静态测算公司核心一级资本充足率将提升至 9.22%，较现有提升 1.13%。

季报不足：1、存款环比增速较弱，但活期化程度是提升的。

投资建议：公司对自身客群结构进行调整，重点支持上市民企和科技融创、个人经营性小微贷款，科创金融特色鲜明。通过对资产负债结构优化调整、业绩保持平稳高增长，资产质量持续大幅改善，现有估值较低，建议积极关注。

风险提示：宏观经济面临下行压力，公司存款竞争面临压力，业绩经营不及预期。

►【地产-保利地产(600048)】倪一琛：2019 年 3 季报点评：成长与稳健并举的行业龙头，物业上市锦上添花-20191027

事件：10 月 25 日，公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 1117.94 亿，同比+17.77%；实现归母净利润 128.33 亿，同比+ 34.08%。

业绩高增，盈利能力持续改善

1) 业绩稳健：公司 2019 年前三季度实现营收 1117.94 亿，同比+17.77%，得益于竣工结转项目单价提高，增利快于增收，前三季度实现归母净利润 128.33 亿，同比+34.08%；2) 毛利率提升：公司前三季度毛利率 35.89%，较去年同期增加 3.18 个百分点，盈利能力持续改善；3) 债务结构合理：报告期末，公司短期借款仅 29.96 亿，长期借款及应付债券 2276.71 亿，优异的债务结构彰显公司融资端强势的话语权，此外，报告期末公司资产负债率 79.64%；扣除预收款项后，其他负债占总资产比重仅为 40.38%，我们测算公司净负债率 82.27%，较去年末略增 1.72 个百分点，整体合理可控。

1-9 月销售额近 3500 亿，回款率行业领先

1) 销售逆市增长：公司 2019 年前三季度实现签约面积 2293.78 万方，同比增长 13.29%，实现签约金额 3467.73 亿，同比增长 14.20%，其中一二线城市的签约金额占比 75%；2) 回款率不降反升：前三季度在行业去化率下行，资金趋紧背景下，公司累计实现销售回笼资金 3098 亿，回笼率较去年同期上升 3.62 个百分点至 89.34%，高回款率背后，是公司强大执行力、高效有力的管控水平及产品品质与竞争力的综合体现。

三季度加快布局土地价值洼地，坚持核心区域深耕

1) 三季度拿地力度持续加大: 1-9 月份, 公司新拓展项目 84 个, 新增容积率面积 1493 万方, 总拓展成本 996 亿。其中第三季度新增容积率面积 667 万方, 较二季度环比增长 21.9%, 公司在土地溢价率大幅走低的三季度加仓拿地, 在与同行整体收缩对比下, 背后由突出的融资优势、强大的产品竞争力及优秀的项目团队齐力支撑; 2) 坚持重点城市深耕: 前三季度新增土储中, 一二线城市拓展金额占比达 76%, 我们看好公司坚持核心区域深耕的战略。

物业板块上市稳步推进, 投顾与商管业务继续拓展

1) 保利物业核准 H 股上市: 公司于 2019 年 9 月 17 日收到中国证监会出具的《关于核准保利物业发展股份有限公司发行境外上市外资股的批复, 保利物业若成功登陆资本市场, 或进一步提升物管板块地位, 完善公司多元化布局; 2) 投资顾问与商业管理业务健康发展: 报告期内, 保利投资顾问继续推进与业界龙头合富辉煌战略合作, 加大与外部开发商的合作, 累计覆盖城市超过 210 个, 持续提升市场竞争力; 商业管理新拓展购物中心、酒店和公寓合计 14 个项目, 以轻资产模式继续推动品牌及管理输出。

投资建议: 公司是 A 股地产龙头之一, 在融资、经营管控方面优势明显, 亦具有央企资源整合平台的独特优势。2019 年前三季度, 公司坚持布局核心城市, 营收及归母净利润均实现较快增长, 销售及业绩弹性为龙头翘楚, 拿地力度持续加大; 同时, 物业板块赴港上市稳步推进, 有助于进一步增厚母公司估值。我们看好公司充分调动优质资源配合优势背景, 在完善的管控与优化的激励机制下, 全年业绩再超预期。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.97、2.40、2.89 元。

风险提示: 一二线城市调控政策收紧超预期; 公司销售回款不达预期。

►【地产-绿地控股(600606)】倪一琛: 2019 年 3 季报点评: 业绩超去年全年, 回款高位改善, 土储聚焦战略核心-20191025

事件: 10 月 24 日, 公司发布 2019 年三季报, 前三季度实现营收 2940.21 亿, 同比+26.17%; 实现归母净利润 118.13 亿, 同比+32.83%。业绩靓丽, 杠杆略高但较为稳定 1) 业绩稳定增长: 公司前三季度实现营收 2940.21 亿, 同比+26.17%; 实现归母净利润 118.13 亿, 同比+32.83%; 扣非后归母净利润 103.38 亿, 同比+13.54%; 2) 盈利能力提升: 报告期末, 得益于净利润率改善, 加权 ROE 升至 16.02%, 较去年同期上升 2.53 个百分点; 3) 负债率偏高, 但较为稳定: 报告期末, 公司剔除预收账款后资产负债率 81.50%, 较去年期末下降 2.90 个百分点, 净负债率 173.05%, 较去年期末提升 1.22 个百分点, 货币资金 823.77 亿, 对短债及一年内到期非流动负债之和覆盖率为 91.89%, 较去年期末的 86.38% 的覆盖率有一定的改善。房地产业务: 销售承压, 回款率高位提升, 拿地放缓聚焦战略区域 1) 销售有所回落, 回款率行业领先: 受整体市场下行压力及新增供应上市节奏影响, 前三季度, 公司房地产主业累计实现合同销售金额 2346 亿 (同比-12.13%), 合同销售面积 2117 万方 (同比-13.17%), 但由于城际空间站等重大项目的良好表现, 实现销售回款 2045 亿, 回款率达到 87%, 同比提升 5 个百分点; 2) 土储聚焦核心区域, 斩获战略级项目: 前三季度公司累计获取项目 82 个, 新增权益建面 2624 万方, 权益地价 649 亿, 按业态看, 住宅占比超过 7 成; 收获项目包括从中民投手中以相对较低的价格接手董家渡项目 50% 股权与债权, 标的资产为上海外滩核心地块。大基建业务: 保持快速发展势头, 积极并购完善布局 1) 高基数下增长依然强劲: 前三季度, 公司大基建业务实现营业收入 1389 亿, 同比增长 38%, 累计新签合同金额 2726 亿, 同比增长 28%, 公司着力承接有重大影响力的政府投资项目、大片区市政项目以及产业协同项目, 业务得到持续拓展; 2) 资本运作有序推进: 上半年, 公司成功收购河南公路工程公司, 进一步完善了区域和产业链布局。多元业务健康发展, 协同效应进一步提升 1) 大金融产业: 前三季度募资超过 36.9 亿, 较去年同期大幅增长, 大金融产业累计实现利润总额 23 亿, 同比增长 6.2%; 2) 商贸产业: 三季度, 签约客商 22 家, 新开展馆 3 家; 3) 酒店旅游业: 三季度, 在斯里兰卡、泰国、澳洲等地输出酒店轻资产管理项目 6 个, 新开业上海江桥铂骊等酒店; 4) 康养及科创产业: 杭州湾项目产业落地工作取得阶段性成果, 首批 15 家企业正式签约入驻。投资建议: 公司是房地产综合开发实力领先的世界 500 强, “地产+基建”业绩获释放, 盈利能力持续改

善，销售端因整体市场压力及推盘结构与节奏短期略显压力，但考虑到公司住宅项目大多以城际空间站为依托，在与本土开发商竞争中，去化与回款相对优势较为明显，我们看好公司销售端大概率长期跑赢行业平均水平；此外，公司大基建、大金融、大消费等多元产业协同并进，管控能持续提升，财务指标存改善空间，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.21、1.48、1.83 元。风险提示事件：三四线城市销售下行压力超预期；公司销售回款不达预期。

►【地产-万科 A(000002)】倪一琛：2019 年 3 季报点评：业绩如期稳健，销售彰显韧性，王者志存高远-20191024

事件：10 月 24 日，公司发布 2019 年三季报，前三季度实现营收 2239.15 亿，同比+27.21%；实现归母净利润 182.41 亿，同比+30.43%。

业绩高增，现金充足，负债低位再降

1) 业绩稳定增长：公司前三季度实现营收 2239.15 亿，同比+27.21%，归母净利润 182.41 亿，同比+30.43%，主要由房地产业务结算面积与结算均价双升所致；2) 结算毛利率略有下降：或因报告期内结转项目毛利率较低，公司前三季度房地产业务结算毛利率 27.6%，较去年同期下降 0.2 个百分点；3) 在手现金充足：报告期末，公司在手货币资金 1072.4 亿，远高于短期借款和一年内到期有息负债总和 590.8 亿；4) 以收定支，降低总债务规模：报告期末，公司经营活动现金流净额 17.34 亿，投资活动现金流净额-120.23 亿、去年同期-711.36 亿，筹资活动现金流净额-698.75 亿、去年同期 551.96 亿，公司今年明显在抓回款的同时，减少拿地支出，主动降低融资欲望，公司并没有利用融资上的突出优势在当前格局下进行错位竞争或抄底，我们认为原因或是所处格局的不同，公司看的不是规模亦或排名、也不是短期利益得失，坚持与坚信的是自身品牌与管控的长期竞争力，及城市综合服务商的战略方向。

销售稳步增长，已售未结资源丰富，拿地坚持审慎投资

1) 销售稳健：公司前三季度实现销售面积 3061.6 万方，同比+5.5%，实现销售金额 4756.1 亿，同比+10.2%；2) 可结转资源充足：报告期末，公司并表口径有 4474.3 万方已售未结资源，对应合同金额 6362.4 亿，账上合同负债（前预收账款）5873.46 亿，对今年全年业绩有较强支撑作用。3) 项目布局聚焦核心区位：前三季度公司新获取项 116 个，总建面 2832.1 万方，权益建面 2042.0 万方；新增项目中 81%（按权益投资金额算）位于一二线城市。

多元业务多点开花，强化各领域领先优势

1) 物业业务名利双收：上半年万科物业收入 52.8 亿，同比+27.1%，新增项目签约饱和收入 21.64 亿，同比+113.8%，报告期内，万科物业继续领跑中指院“物业服务品牌价值研究成果榜”第一名；2) 租赁业务规模与融资双向突破：截至 9 月底，公司租赁住宅业务累计开业约 9.8 万间；报告期内，公司成功发行 2019 年第二期住房租赁专项公司债券，发行规模 25 亿，票面利率 3.55%；3) 商业开发优化提效：上半年公司商管总建面超 1350 万方，其中印力平台 110 个项目，管理面积 915 万方，643 万方已开业面积中 90%为购物中心，购物中心整体出租率（不含改造项目）约 97%；4) 物流布局进一步完善：三季度，公司物流仓储服务业务新获取项目 4 个，总建筑面积（指可租赁物业的建筑面积）约 27 万平方米。截至 9 月底，物流仓储服务业务总建筑面积约 998 万平方米。投资建议：万科前三季度业绩维持高增，得益于项目如期结转；销售额在高基数下实现 10%的增长实属不易。公司经营端，在低杠杆背景下进一步降负债；投资端，坚持合理土地储备，前三季度拿地少而精，新增土储按金额 81%位于一二线；多元业务在各领域继续扩大优势，我们看好公司作为地产旗舰继续引领行业的同时，多元业务也能相继成为各领域标杆，为后继者指明前进的方向。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 3.54、4.11、4.79 元。

风险提示：一二线城市调控政策收紧超预期，公司销售回款不达预期。

►【医药-美年健康(002044)】江琦、王超：公司点评：业绩略好于预期，收入增长实现回暖-20191025

事件：公司发布 2019 年 3 季报，报告期内公司实现营业收入 62.8 亿元，同比增长 7.9%；实现归属上市公司股东净利润 3.9 亿元，同比下降 5.5%。公司 Q3 单季营收 26.4 亿元，同比增长 15.6%；实现净利润 3.7 亿元，同比增长 46.8%，实现扣非净利润 3.8 亿元，同比增长 55.8%；公司经营性现金流-0.56 亿元，同比下降 114%。

点评：公司 Q3 业绩略好于市场预期。公司收入增速相比上半年实现明显好转；单季度公司毛利率 49.5%，同比增长 0.6%；销售费用率和管理费用率分别为 19.85%和 5.98%，分别同比下降 3.27%和 0.83%，两项费用率控制良好；公司财务费用 1.37 亿元，同比增长 83%。

量价齐升的长期成长逻辑不改：主要发力个检业务，受此拉动上半年客单价同比约增长 8%，依然保持良好增长态势；严格把控医质，随消费者信心的恢复，体检量增长正逐渐回暖。

龙头地位突出，长期布局价值凸显：健康体检市场规模的扩容和非公体检的占有率提升是长期趋势，公司的门店数国内遥遥领先，规模化和先发优势明显。业绩已经实现回暖，定增有望近期完成，有望显著减少公司财务费用支出，公司作为行业龙头长期成长空间广阔，当下布局价值凸显。

盈利预测和投资建议：暂不考虑增发对公司的盈利贡献及股本摊薄效应，我们预计 2019-2021 年公司归属母公司净利润分别为 9.3 亿、11.9 亿元和 15.4 亿元，同比增长 15.6%、32.0%、33.9%，对应 EPS 为 0.25、0.32、0.41 元。

风险提示事件：体检中心盈利情况不及预期风险，医疗服务质量控制风险，定增后股本摊薄使得预期每股收益下降的风险。

►【医药-欧普康视(300595)】江琦、谢木青：业绩持续快速增长，角膜塑形镜行业持续高景气-20191027

事件：公司公告 2019 年三季报，实现营业收入 4.85 亿元，同比增长 46.90%，归母净利润 2.29 亿元，同比增长 38.60%，扣非净利润 2.02 亿元，同比增长 39.36%。

业绩持续快速增长，角膜塑形镜继续快速放量。公司 2019Q3 单季度实现收入 2.23 亿元，同比增长 42.25%，归母净利润 1.13 亿元，同比增长 37.43%，扣非净利润 1.04 亿元，同比增长 39.31%，继续延续了上半年的快速增长，我们认为主要是公司近年来对渠道加大投入带来产品终端覆盖面的扩大，带动核心产品角膜塑形镜的快速增长。公司综合毛利率 79.99%，同比提高 1.33pp，主要是受角膜塑形镜高端产品继续放量所致；期间费用率 29.87%，同比提高 5.26pp，整体净利率 45.99%，同比下降 4.17pp，主要是公司整合渠道带来直销占比大幅提高导致。

角膜塑形镜行业持续高景气，公司竞争优势强，未来三年有望持续保持 30%以上业绩增长。1、角膜塑形镜是目前青少年儿童近视防控少有的安全有效手段，国内渗透率仅约 1%，未来五年终端市场规模有望超过 200 亿元；2、国内市场共 9 家企业角膜塑形镜产品获批上市，公司产品在综合性能上行业领先，且是唯一可以适用于 500-600 度近视患者的产品，具备技术、渠道、服务等多方面优势；3、公司产品持续高端化升级，通过自研+投资形式，布局包括护理液、检测设备等眼视光相关产业链产品，并向眼科、体外诊断等领域延伸；4、公司加速营销团队扩建，通过投资入股和自建的方式布局终端医疗服务领域，我们预计在新产品和营销加速驱动下，公司有望持续保持 30%以上业绩持续增长。

风险提示：市场竞争加剧风险，原材料供应商相对集中风险，产品市场推广不达预期风险。

►【医药-透景生命(300642)】江琦、谢木青：业绩符合预期，扣非利润增速逐季提高-20191027

事件：公司公告 2019 年三季报，实现营业收入 2.91 亿元，同比增长 21.48%，归母净利润 9816 万元，同比增长 7.84%，扣非净利润 8461 万元，同比增长 13.52%。

业绩符合预期，扣非利润增速逐季提高。公司 2019Q3 单季度实现营业收入 1.17 亿元，同比增长 17.42%，归母净利润 4344 万元，同比增长 9.74%，扣非净利润 3972 万元，同比增长 18.53%，其中收入端延续了上半年的稳定增长，扣非利润增速较 2019Q1 和 Q2 的 8%和 10%有明显提速，

我们认为公司仪器投放加速对试剂的拉动作用持续体现,而高毛利项目占比提高带来公司综合毛利率 78.61%,同比提高 0.95pp,较上半年也有进一步提高,带来业绩的逐季改善;公司费用端继续大幅提高,主要是公司新产品肺癌甲基化、自身免疫等多个品种处于推广阶段,同时部分在研品种临床试验费用较高,带来销售费用率、研发费用率分别提高,整体费用率 43.63%,同比提高 3.50pp。我们认为在多因素催化下,公司业绩有望持续加速:1、装机速度持续提升带来原有试剂业务的稳定增长。2019 年前三季度公司新增流式荧光装机超过 100 台,继续延续装机加速趋势,未来试剂销售有望保持 25%以上增长;2、半开放式流水线有助于公司进一步占据检验科市场。公司已于 2018 年 3 月与日立合作推出半开放式生化免疫流水线,目前已顺利实现装机,有助于提高公司在医院检验科的品牌力;3、新产品陆续获批带来较高的业绩弹性。公司肺癌甲基化产品自 2017 年 12 月获批以来,目前已在 4 省实现定价,同时结直肠癌甲基化产品已于 2019 年 5 月获批,癌症早筛产品持续丰富;而流式荧光平台新项目十五项自身抗体谱检测已于 2019 年 4 月获批,在检测精确度上较传统方法学有显著提升,未来随着自免产品逐步齐全,有望实现快速放量。

风险提示:新产品研发风险,仪器设备、原材料采购风险,新产品市场推广不达预期风险。

►【医药-迪安诊断(300244)】江琦、谢木青:检验服务持续向好,经营性现金流大幅改善-20191024
事件:公司公告 2019 年三季报,实现营业收入 62.10 亿元,同比增长 27.10%,归母净利润 3.52 亿元,同比增长 20.47%,扣非净利润 3.18 亿元,同比增长 17.96%。

扣非利润增速逐季加速,经营质量持续提高。2019Q3 单季度公司实现营业收入 22.16 亿元,同比增长 14.76%,归母净利润 1.04 亿元,同比增长 18.04%,扣非净利润 8988 万元,同比增长 19.09%,其中收入增速较上半年有所放缓,主要原因是公司主动减少了低质量的合作共建项目,对收入端带来负面影响,利润端延续了上半年的稳定增长,扣非利润较前两季度有进一步的加速,整体趋势向好;与此同时,公司经营质量进一步提高,应收账款 35.59 亿元,同比增长 25.22%,增长趋势已得到有效控制,同时经营性现金流 1.33 亿元,较去年同期的-9544 万元有显著改善,公司整体经营质量持续提高。

第三方实验室业务收入继续保持 20+%稳定增长,渠道协同下扭亏趋势延续。公司目前 39 家实验室(含 1 家 CRO 实验室),截止到 2019Q3,我们预计较 2018 年底新增约 5 家盈利实验室,部分区域在产品渠道协同下将实验室的盈亏平衡期缩短到 2 年,进一步体现出公司“产品+服务”战略的价值,公司检验服务业务进入收获阶段。

高端精准诊断技术平台国内领先,伴随诊断、质谱等领域全面提高特检能力。公司在质谱领域与全球质谱龙头 SCIEX 合资的迪赛思 2019 年上半年完成 8 个产品注册/备案,与核酸质谱龙头 Agena 合资公司迪普诊断已完成包括药物基因组学等多个试剂项目的开发;NGS 平台携手 FMI 和罗氏推动国际领先伴随诊断产品的国内应用,前三季度预计收样超过 1200 例,受到国内医院广泛认可,公司布局的精准诊断+精准治疗产业链已初见成效。

风险提示:实验室盈利时间不确定风险,产品开发风险,应收账款管理风险。

►【医药-天宇股份(300702)】江琦、祝嘉琦:2019 年三季报点评:欧盟 CEP 恢复带动业绩进一步加速-20191024

事件:公司发布三季报,2019 年前三季度实现营业收入 15.83 亿元,同比增长 57.71%;归母净利润 4.44 亿元,同比增长 463.43%,扣非净利润 4.36 亿元,同比增长 346.61%。

业绩大幅增长,欧盟 CEP 恢复带动盈利加速。受益沙坦类原料药产能释放及价格上涨,公司前三季度业绩持续快速增长。Q3 单季度实现营业收入 6.04 亿元(同比 69.31%/环比 26.02%),归母净利润 1.90 亿元(396.32%/50.93%),业绩环比进一步加速,我们预计主要来自缬沙坦欧盟 CEP 恢复后的销量持续增加,沙坦价格环比保持稳定。

毛利率显著提升,收入大幅增长带动费用率下降。2019 年前三季度公司毛利率 54.38%(同比 18.35pp/环比 2.34pp),同比沙坦类 API 价格大幅上涨,环比提升预计来自高价的欧盟市场销售

增加。销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 1.78% (-0.12pp/-0.02pp)、18.22% (-8.94pp/-0.32pp) 和 0.06% (-0.10pp/-0.97pp)，三项费用率均下降，其中管理费用率同比显著降低，预计主要由于收入大幅增长。

特色原料药蓄势待发、紧抓机遇、后继有力；CMO 及制剂的转型之路加速推进。1) 原料药：天宇是全球最大的沙坦类原料药供应商之一，品种齐全，规模化生产能力强。前期布局完备，放量正当时，行业杂质事件提供更强力发展契机。核心沙坦产能扩建完毕，预计缬沙坦产能由 300 吨增至 500 吨，氯沙坦钾由 500 吨增至 700 吨，厄贝沙坦由 300 吨增至 500 吨。现有产能基本满产满销，新产能贡献增量。价格方面，供给侧冲击和原材料成本上升推动价格上涨，订单反应合理涨幅。公司其他在研原料药丰富，均围绕心脑血管等各大慢病领域，有望加速复制沙坦类的成功。2) CMO 及制剂：公司自 2013 年组建 CMO 团队，具备良好的客户资源及后端生产能力。CMO 新基地预计 2019 年中建设完毕，目前项目储备众多，等待后续发力。制剂的开发持续投入中，一体化具备优势，有望提供长期增长动力。

盈利预测与估值：我们预计公司 2019-2021 年营业收入 21.61、24.78 和 29.23 亿元，同比增长 47.29%、14.68% 和 18.02%；归母净利润 6.01、6.01 和 7.05 亿元，同比增长 267.13%、0.08% 和 17.23%。

风险提示：CEP 证书恢复时间不确定的风险，环保风险，质量风险，原料药及中间体价格波动的风险，新药研发失败带来订单流失的风险。

►【医药-安科生物(300009)】江琦、赵磊：2019Q3 点评：生长激素逐步实现稳定增长，等待部分子公司四季度确认收入-20191024

事件：2019 年 10 月 24 日，公司发布 2019 年三季报。2019 年前三季度公司实现营业收入 11.63 亿元，同比增长 14.24%；实现归母净利润为 2.57 亿元，同比增长 10.95%；实现扣非归母净利润为 2.48 亿元，同比增长 11.83%。

产能恢复后生长激素逐步实现稳定增长，等待部分子公司四季度确认收入。2019 年前三季度公司归母净利润同比增长 10.95%，其中母公司实现收入 6.14 亿元 (12.49%+)，归母净利润 2.19 亿元 (22.15%+)。其中第三季度合并报表实现营业收入 4.00 亿元 (2.27%+)，归母净利润 1.10 亿元 (8.12%+)；母公司实现营业收入 2.23 亿元 (7.28%+)，净利润 9170 万元 (26.56%+)。母公司生物制品利润回升至 20% 以上，其中第三季度单季度回升至 25% 以上，我们认为主要是生长激素粉针复产后销售逐步恢复，目前生物制品占利润比重达到 85% 左右。其余子公司我们预计贡献较少，等待四季度中德美联等逐步确认收入。

销售费用率 40.41%、基本稳定，研发投入继续加大。2019 年前三季度公司销售费用率同比下降 1.4 个百分点有余至 40.41%，绝对额 4.70 亿元 (同比 10.30%+)。管理费用 7514 万元、研发费用 7862 万元，合并口径占收入比重达到 13.4% (同比提升 2 个百分点左右)，其中研发费用同比增长 65.08%，公司在研项目曲妥珠单抗生物类似药 (临床 III 期)、长效生长激素 (临床 III 期)、贝伐珠单抗生物类似药 (临床 III 期) 等多个重磅在研产品投入较大。经营性现金流净额 1.34 亿元，环比增加 7000 万元左右、逐步好转。2019 年前三季度应收账款及票据 4.26 亿元、占收入比重 37%，和 2018 年第三季度基本接近；存货 1.34 亿元，占资产比重 4%，同样较为稳定。

盈利预测与投资建议：考虑粉针 GMP 复产后逐步上量、上半年利润较少，我们小幅下调 2019-2021 年公司营业收入分别为 17.88、21.81、26.11 亿元，同比增长 22.30%、21.99%、19.73%；归母净利润分别为 3.49、4.90 和 6.38 亿元，同比增长 32.75%、40.22%、30.19%，对应 EPS 为 0.33、0.47、0.61 元。公司核心产品生长激素粉针 2019 年恢复生产逐步上量，水针 9 月正式商业化有望 Q4 开始贡献增量，在研品种陆续取得进展。

风险提示：主营产品市场竞争进一步加剧的风险，在研产品进度不及预期的风险，精准医疗产业化不及预期的风险，商誉减值风险。

►【医药-普利制药(300630)】江琦、祝嘉琦：2019年三季报点评：Q3 盈利加速，有望迎来产能释放的新增长-20191024

事件：公司发布三季报，2019 年前三季度实现营业收入 6.10 亿元，同比增长 51.31%；归母净利润 2.06 亿元，同比增长 70.05%，扣非净利润 1.99 亿元，同比增长 69.30%。

Q3 盈利加速，有望迎来产能释放的新增长。公司前三季度营收利润快速增长，Q3 单季度营收 2.57 亿元（同比 69.46%/环比 31.68%），归母净利润 8595 万元（70.63%/71.65%），达到历史单季度最高水平。Q3 业绩提升明显，预计得益于阿奇霉素、伏立康唑、更昔洛韦等产品国内外市场的销售放量。公司目前已有 6 个产品在美国上市，其中阿奇霉素进入短缺药品目录，市场格局好，价格高，公司迎来机遇；万古霉素市场空间广阔。公司现有品种已经相对丰富，可支撑业绩增长。FDA 针对公司新生产线的审计已于 9 月份完成，现场检查情况较好，预计有望较快通过 FDA 认证。我们预计公司与美国经销商的订单情况良好，产能释放后有望带来更大增长空间。

毛利率及三项费用率保持稳定，研发投入加大。2019 年前三季度公司毛利率 82.68%（同比 0.33pp/环比-1.67pp）。销售费用率、扣除研发的管理费用率和财务费用率分别为 21.02%

（-2.05pp/0.22pp）、6.54%（0.03pp/1.28pp）和 0.88%（0.94pp/-0.28pp），毛利率及三项费用率基本保持稳定。公司前三年季度研发费用 1.13 亿元，同比增长 35.98%，研发投入继续加大。

制剂出口进入收获期，反哺国内，双线发力可期。制剂出口差异化定位注射剂市场，且与美国核心分销商建立长期良好的深度合作关系；2018 年以来，产品获批明显加速，左乙拉西坦、阿奇霉素、更昔洛韦钠和伏立康唑 4 个品种先后在美获批，2019 年来已有依替巴肽、万古霉素 2 个 ANDA 获批，其中万古霉素美国市场空间广阔，有望带来可观利润贡献。后续包括比伐卢定、硝普钠等注射剂品种均已提上日程，预计 2019 年有 5 个左右产品在美获批，未来 2-3 年将数十个产品在欧美上市。国内方面，一致性评价的“转报”路径已非常明确，后续大量品种将以相同的方式实现国内国外同步上市，双线发力值得期。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年营业收入为 8.50、14.10 和 19.04 亿元，同比增长 36.17%、65.92%和 35.09%。归母净利润 3.01、5.07 和 7.01 亿元，同比增长 65.90%、68.44%和 38.34%。

风险提示事件：药品降价的风险；国内外产品获批不达预期的风险；外部政策的不确定性。

►【食品饮料-汤臣倍健(300146)】范劲松：风雨兼程，迎难而上-20191027

事件：汤臣倍健发布三季报，1-9 月收入 43.81 亿元，同比+28.04%，归母净利润 11.91 亿元，同比+12.56%；19Q3 收入 14.11 亿元，同比+12.73%，归母净利润 3.24 亿元，同比-8.3%。

外部政策环境严峻，公司积极应对，收入保持稳健增长。1) 分渠道看，LSG 境外业务受《电商法》实施影响，面对中国消费者业务的澳洲客户受到较大冲击，我们预计 LSG 海外收入同比增速为负。考虑 2018 年 8 月 31 日开始并表 LSG，19Q3 并表 3 个月的基数差异，我们预计 19Q3 并表 LSG 收入占比 10%，略有正贡献。目前海外渠道积极转型去库存，但预计仍将持续一段时间。境内线下药店渠道受国家对药品零售行业改革和规范整治行动影响较大，我们根据渠道调研，预计公司药店渠道收入占比约 65%，前三季度收入增速保持 20%以上较快增长，19Q3 预计收入增速放缓至个位数，主因药店整治影响动销，造成的渠道库存影响 19Q3 发货，根据我们渠道调研了解动销逐渐转好，预计库存逐渐改善。国内线上渠道受电商平台政策变化影响，前三季度收入个位数增长。我们预计电商收入占比 17%，19Q3 收入增速 15%左右（19Q2 收入增速为负）环比改善，主因公司积极开拓新品+品牌推广投入增多引流，持续推进电商品牌化 3.0 战略。其他渠道：商超和母婴渠道建设进展良好。2) 分品类看，大单品健力多收入增长强劲，蛋白粉继续引领主品牌增长。公司 2019 年启动以蛋白质粉为形象产品的主品牌提升策略，主品牌“汤臣倍健”前三季度同比增长约 9%，其中蛋白粉增速较快；公司丰富和夯实大单品战略，前三季度大单品“健力多”关节护理产品同比增长约 50%，life-Space 益生菌国内线下进展良好。

19Q3 利润承压主因品牌推广费用同比提升+并表 LSG 业绩拖累。19Q3 公司净利润 3.24 亿元，同比-8.3%。我们分析如下：1) 公司 19Q3 毛利率下降 3.08pct 至 65.87%，其中国内膳食补充剂毛利率稳健，主因 LSG 产品毛利率较低并表拖累。2) 19Q3 公司销售费用率 33.2%，同比提升 9.73%，主因 Q3 推广大单品和新品造成品牌推广费用增多，考虑全年费用投放节奏，我们认为 19Q4 费用率好于 18Q4，预计全年销售费用率在 30-32%，同比略有提升。19Q3 管理费用率微降 0.63pct 至 7.51%，财务费用率同比提升 0.11pct 至 0.35%。3) 并购 LSG 产生无形资产摊销（19Q3 为 3500 万元、19Q1-Q3 为 1.05 亿元），考虑 LSG 境外业务受《电商法》冲击较大，本身业绩承压，加之无形资产摊销，预计并表后利润拖累较多。公司 19Q3 非经常损益 3764 万元，同比 18Q3 多 2661 万元，因此 19Q3 扣非净利润 2.86 亿元，同比-16.34%，前三季度扣非利润 11.35 亿元，同比+12.12%。

随着动销好转，库存预计逐渐下降，预计现金流逐渐转好。前三季度公司应收账款 4.49 亿元，较年初上升 102.77%，主要为销售规模增加及按照惯例年初授予部分客户信用额度，年底集中进行清收所致；短期借款 8482 万元，较年初下降 46.36%，主因偿还银行借款。预收款 2660.55 万元，较年初下降 91.95%，主因 2018 年末客户提前备货导致预付货款较多而本年度已发货所致。前三季度公司经营现金流量净额 7.57 亿元，同比-17.17%，主因购买原材料及品牌推广费增加所致；投资现金流量净额 3.08 亿元，同比+107.49%，主因去年同期收购 LSG 及购买澳洲 Penta-vite 品牌所致；筹资现金流量净额-9.04 亿元，同比-149.34%，主因去年同期取得投资款及本期偿还借款所致。

加大研发和新品推广，创新+品牌推广+渠道多样化走出困境。公司 1-9 月研发费用 8169 万元，同比+34.13%，加大基础科学及产品研发创新。1) 年初以来公司积极培育新品 life-Space 益生菌、19Q3 电商推广年轻化新品 yep 胶原蛋白口服液、代餐蛋白纤维奶昔、胶原蛋白软糖等。2) 9 月 27 日公司与 DuPont 杜邦签署《创新战略合作协议》，加大肠道微生态、潜在新功能益生菌等研发合作。3) 10 月 14 日，公司与新西兰 Fonterra Limited（恒天然）战略合作，围绕特殊功能性蛋白、特定益生菌、抗衰老功能成分等原料的筛选及产品开发。4) 10 月 17 日，公司与上海生科院共建“中国科学院上海营养与健康研究所-汤臣倍健-营养与抗衰老研究中心”在全国范围内开展营养与抗衰老领域的相关技术项目合作。

盈利预测及投资建议：我们长期看好汤臣作为膳食补充剂行业龙头的成长性，2019 年受到政策和外部环境影响较大，短期业绩略有承压，目前公司积极应对，有望在四季度逐渐走出困境，预计 2020、2021 年业绩表现好于 2019 年。我们阶段下调盈利预测 5-10%，调整后预计 2019-2021 年收入分别为 55.8、69.7、85.8 亿元，同比+28.3%、24.95%、23.04%，净利润分别为 11.75、14.23、17.19 亿元，同比+17.25%、21.09%、20.82%。

风险提示：保健行业整治政策影响；益生菌、健视佳国内推广不及预期；新电商法及电商平台政策影响。

►【纺织服装-九牧王(601566)】王雨丝、曾令仪（研究助理）：2019Q3 季报点评：主品牌实现净开店，投资收益拉动利润增长-20191025

公司发布 2019Q3 财报，期内实现营收 20.25 亿元(+5.37%)，分别实现归母/扣非净利润 3.81/2.31 亿元，分别同比+8.88%/-28.28%。2019Q3 单季度实现营收 6.71 亿元(+1.64%)，分别实现归母/扣非净利润 0.56/0.36 亿元，分别同比-35.81%/-52.74%。归母及扣非净利润的差值主要来自期内公司处置持有的财通证券股份有限公司所带来的投资收益。

主品牌重回净开店，收入增长稳健。期内主品牌实现营收 17.03 亿元，同比+0.35%，主要受益于渠道扩张及单店面积的增长。从渠道数量看，主品牌前三季度净增门店 45 家至 2456 家；其中 Q3 为集中开店期，单季度净增 46 家，且直营及加盟渠道均得以扩张，门店数量分别净增 25/21 家。同时，公司贯彻“关小开大”的策略，促进店效提升，直营/加盟平均单店面积较年初分别提升

9.91/6.21 平米至 92.56/117.78 平米。未来,预计单店面积的提升,叠加新开门店逐步进入收获期,有望推动主品牌业绩持续增长。

新品牌持续发力,保持高增长。①FUN 期内实现营收 1.85 亿元,同比+25.75%,一方面受益于加盟渠道的快速拓展,其加盟门店数量较去年同期净增 37 家 129 家(FUN 整体同比净增 44 家至 218 家);另一方面是依靠单店面积的持续提升,其中直营/加盟平均单店面积分别同比提升 18.80/10.00 平米至 111.66/118.46 平米,可比门店店效保持高单位数增长。②Vigano 营收同比+47.72%至 689.32 万元,主要由于品牌处于成长期,内生增长强劲,其报表端店效同比+92.03%。③Nasty Palm (原 J1) 换标调整完成,期内营收同比+139.77%至 1577.39 万元。④Ziozia 受 2018 年 6 月并表影响,营收同比+326.80%至 6015.90 万元。

毛利率微降,投资收益增厚净利率。在终端需求较弱的背景下,期内终端折扣率较上年同期略有提升,导致公司毛利率同比-0.23PCTs 至 56.85%。费用方面,Q3 因直营门店增加,使得销售/管理及研发费用率+3.51/+0.18PCTs 至 29.32%/8.54%;汇兑损失增加以及利息收入减少使得财务费用率同比+0.16PCTs 至 0.51%。此外,期内公司处置其持有的财通证券股份,使得公允价值变动收益同比减少 5853.82 万元,而投资收益同比增加 1.87 亿元。综合来看,公司净利率+0.25PCTs 至 18.35%。

整体运营稳健,经营性现金流略有下降。期内公司存货为 9.18 亿元,环比/同比+28.93%/+11.15%,周转天数为 266 天(+11 天)。同期应收账款余额为 1.36 亿元(-3.23%),周转天数较为稳定为 21 天(+1 天)。此外,公司经营活动净现金流同比-68.93%至 8389.13 万元,主要是由于期内新开店及备货导致购买商品、接受劳务支付的现金同比+17.06%。

盈利预测及估值:公司三大服装平台战略稳步推进,以拓宽客群、为公司注入新活力。2018 年主品牌渠道调整基本到位,2019 年实现净开店。同时,年轻化、时尚化的新品牌有望保持快速增长,逐渐成为业绩新驱动力。预计 2019/20/21 年净利润分别为 5.57/5.74/6.26 亿元,对应 EPS0.97/1.0/1.09 元。

风险因素。宏观经济增速放缓,终端消费低迷;新品牌经营效果和外延拓展进度不及预期。

►【纺织服装-瑞贝卡(600439)】王雨丝、曾令仪(研究助理):2019Q3 点评:Q3 拐点明确,经营性净利润大幅增长-20191024

公司发布 2019 年三季报,期内实现收入 14.19 亿元(-3.09%),实现归属净利润 1.84 亿元(-0.39%)。Q3 单季度实现收入 4.73 亿元(-0.6%),实现归属净利润 0.62 亿元(+5.1%)。其中 Q3 单季度经营性净利润大幅增长(不考虑汇兑),预计同增近 60%(2018Q3/2019Q3 经营性净利润分别约 5400/3400 万)。

新开店&新店发力,Q3 内销环比提速。预计 Q3 单季度品牌内销收入同增 10%+,较 2019H1 的 8%提速。一方面期内净开店增加,另一方面 2019H1 新开店开始发力,带动收入增长。盈利能力方面,Q3 单季度预计实现净利润近 1000 万,但考虑到 Q3 天气炎热,为假发销售淡季,而费用相对刚性,Q3 单季度净利率环比或略有下降(2019H1:21.5%),但同比仍提升明显(2018 全年约 15%)。

美洲市场减亏,非洲市场平稳。Q3 单季度美国市场因许昌环保停产导致 OEM 延迟发货、以及电商业务收入受平台影响延迟确认,导致收入端小幅下滑,但降幅环比收窄(2019H1:-16.35%)。同时 Q3 单季度公司控费得当(销售费用 2019Q3 比 Q2 减少 1300 万),预计美国市场较 2019Q2 减亏明显;非洲市场整体较为平稳,预计收入利润略有下滑,主要因期内南非货币贬值,导致报表端收入小幅下滑。

行业需求旺盛&原材料降价,阻燃纤维盈利能力大幅提升。Q3 阻燃纤维产能复产,在供不应求状态下收入预计同增 20%+。同时,因其主要原材料腈纶大幅降价,期内该业务毛利率进一步提升,带动阻燃纤维业务利润快速增长。

Q3 经营性净利润同增近 60%，汇兑损失拖累业绩。前三季度盈利能提升明显，毛利率为 35.2%，同比提升 3.1PCTs，同时管理费用率下降 1.22PCTs 至 3.86%，而销售费用率因 2019 年开始加速国内直营业务及美国线下零售业务布局，同比提升 1.83PCTs 至 10.27%。同时，期内财务费用 1694 万，扣除利息费用 2471 万，则汇兑收益约 777 万，较上年同期的 2500 万+大幅减少，进而导致 Q3 单季度整体净利润增速大幅低于经营性净利润增速（近 60%）。

存货环比下降，经营性净现金流持续改善。在电商业务快速发展及库存控制得力的背景下，报告期内存货规模 32.9 亿元，环比 2019H1 末减少 400 万元。同期经营性净现金流为 0.87 亿元，环比 2019H1 增加 0.22 亿元，同比转正（2018.1-9 月：-0.17 亿元）。

盈利预测：公司内销业务调整到位，叠加行业需求提速，2019 年有望迎来收入业绩双拐点，同时电商助力外销保持平稳且边际改善。考虑到 Q3 因美元借款造成汇兑收益少于预期，调整 2019/20/21 年净利润至为 2.64/3.37/4.07 亿元，分别同增 12.7%/27.5%/20.8%，对应 eps 分别为 0.23/0.30/0.36 元。

风险提示：内销渠道拓展进度不及预期；美国业务投入超预期；电商拓展进度不及预期；汇率波动风险。

►【教育-科锐国际(300662)】范欣悦、吴张爽：内生增速环比提升，灵活用工靓丽-20191025

事件：公司发布三季报，前三季度实现营收 26.16 亿元、同增 80.14%；归母净利润 1.15 亿元、同增 24.81%。点评：内生增速环比明显改善。收入端，前三季度营收同增 80.14%，估算内生增速 40%+（估计 Investigo 贡献收入 8+亿元）；拆分来看，估计灵活用工增速超过 100%，猎头增速约 15~20%，RPO 基本持平。业绩端，前三季度归母净利润 1.15 亿元、同增 24.8%，剔除 Investigo 并表影响，内生利润约 0.99 亿元、同增 13.9%；Q3 单季归母净利润 0.51 亿元、同增 14.4%，剔除 Investigo 并表影响，内生利润约 0.46 亿元，同增 14.7%。相比 Q2 内生增速 0.45%环比提升约 14pct，估计主要是猎头业务 Q3 回暖所致。Investigo Q3 业绩同增 12%，贡献净利润约 600 万。Investigo 前三季度累计贡献净利润约 1600 万元，其中 Q1、Q2、Q3 分别贡献约 400、614、586 万元，Q3 收入同增 11.8%、利润同增 12%。灵活用工收入占比提升致毛利率、净利率下降。前三季度，综合毛利率 14.34%（-5.59pct），期间费用率 7.47%（-3.63pct），其中销售费用率 3%（-1.41pct）、管理费用率 4.26%（-1.92pct）、研发费用率 0.17%（-0.41pct）、财务费用率 0.04%（+0.11pct）。净利率 5.33%（-2.23pct）。科技赋能，丰富产品、扩大客户覆盖。公司自 2016 年底以来持续加强技术赋能，扩大客户覆盖面；H1 追加投资上海客汗、才到等，试运营“禾蛙网”，Q3 追加投资上海云武华科技，打造 SaaS 产品系列（目前签约客户已达近百家）；以“即派”为代表的模块化产品客户总数达到 379 家，平台累计人选 78 万人，每月营收过千万。投资建议：公司作为行业龙头，长期受益我国灵活用工行业的快速发展，截至 Q3 末管理外派员工 1.45 万余人（较 19H1 末增长 11%）。猎头业务受宏观环境影响，Q3 环比改善，随着灵活用工收入占比提升，影响趋弱。维持 2019/20/21 年净利润 1.50/1.91/2.38 亿元、每股收益 0.83/1.06/1.33 元的盈利预测。风险提示：三大业务板块增速不达预期；Investigo 业绩不达预期；宏观经济对人力资源服务业造成的系统性风险。

►【教育-美吉姆(002621)】范欣悦、吴张爽：美杰姆并表致业绩高增长-20191025

事件：公司发布三季报，前三季度累计实现营收 4.82 亿元、同增 203.75%；归母净利润 0.83 亿元、同增 523.06%。Q3 实现营收 2.05 亿元、同增 236.14%；归母净利润 0.49 亿元、同增 747.27%。点评：

美杰姆为利润贡献主要来源，整体业绩符合预期。公司前三季度累计实现归母净利润 0.83 亿元、同增 523.06%，净利接近此前指引的区间上限。拆分来看，估计美杰姆前三季度实现净利近 1.6 亿元，以 70%权益比例计算并表贡献约 1.1 亿元（美杰姆 19H1 净利 0.92 亿元）；全年业绩对赌

为 2.38 亿元，由于美杰姆主要盈利贡献来自下半年（18H1 净利占全年比重接近 1/3），全年看完成业绩承诺问题不大。楷德教育招生良好，上海运营优异，预计实现净利近 0.3 亿元；估计传统制造业务及总部费用合计开支 0.5 亿元左右。

美杰姆并表致盈利能力提升。前三季度，公司综合毛利率 67.57%(+23.26pct)，期间费用率 30.88% (-10.11pct)，其中销售费用率 6.99% (+0.36pct)、管理费用率 19.99% (-11.24pct)、研发费用率 2.70% (-0.99pct)、财务费用率 1.21% (+1.76pct)。净利率 26.21% (+17.79pct)。

品牌优势显著，开店趋势良好。美杰姆作为国内早教龙头，品牌优势显著，加盟粘性强，在一二线城市加密门店的同时积极向三四线城市拓展，18 年底在全国 29 个省市开有 434 个门店，19 年前三季度净增约 70 个门店，驱动业绩快速增长。

定增缓解资金压力。公司 9 月公告拟向珠海融远、霍晓馨 (HELEN HUOLUO) 和刘俊君募资不超过 16.5 亿元用于支付收购美杰姆 100% 股权事项尾款及偿还借款，有利于缓解资金压力、进一步绑定美杰姆管理层。

投资建议：美杰姆并表致业绩高增长，美杰姆作为国内早教龙头，品牌优势显著，加盟粘性强，开店趋势良好，业绩增长确定性较强，预计完成业绩承诺问题不大。

风险提示：加盟中心扩张进度不及预期；早教行业的政策风险。

►【轻工-劲嘉股份(002191)】徐稚涵、徐偲(研究助理)：收入增速超预期，大包装高速前行-20191025

事件：劲嘉股份发布 2019 年三季度报告，2019 年前三季度公司实现营收 28.84 亿元，同比增长 21.35%；实现归母净利润 6.73 亿元，同比增长 23.44%；实现扣非后归母净利润 6.6 亿元，同比增长 26.8%。单三季度公司实现营收 10.20 亿元，同比增长 32.76%；实现归母净利润 2.08 亿元，同比增长 24.76%；实现扣非后归母净利润 2.08 亿元，同比增长 30.17%。公司预计全年归母净利润为 8.7-9.4 亿元，同比增长 20%-30%。

烟标彩盒双驱动，推进业务快速增长。烟标方面，受益于原有业务增长和新产品推出，烟标业务量价齐升，部分烟标产品实现独家供应。卷烟行业经历了 2015-2016 年两年下滑后，见底复苏势头明显，据国家烟草专卖局数据，烟草行业 18 年实现税利总额 1.2 万亿元，同比增长 3.69%。因防伪及其他创新诉求，行业扩容的同时份额倾向于向集设计研发能力于一体的龙头企业靠拢，公司作为烟标龙头企业，市场份额有望进一步提升。彩盒方面，继 15 年进军大包装之后，彩盒逐步进入收获期。前期有效布局与龙头品牌合作叠加产能释放，收入增速靓丽。

技术改善有效降成本，利润率基本稳定。2019 年前三季度公司总体毛利率为 42.9%，同比下滑 1.0pct。其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 43.8%/42.2%/42.6%，同比变动-3.3pct/+1.2pct/-0.9pct，毛利率基本稳定且高于同行，主要原因系公司生产批量化且自动化水平提高。费用率方面，前三季度公司销售费用率为 3.2%，同比下降 0.12pct；管理费用率 7.0%，同比下降 0.45pct；研发费用率 4.0%，同比下降 0.61pct；财务费用率-0.2%，同比上升 0.89pct。公司净利率 25.6%，同比下降 0.10pct。其中 Q1/Q2/Q3 净利率分别为 27.5%/26.1%/23.3%。

业务多元化初显成效，大包装与新型烟草高速增长。新型烟草方面，公司电子烟业务稳健有序进行，自 2019Q2 起为电子烟企业做 ODM 生产，并加大了自主研发投入，9 月 24 日发布新品，稳步抢占电子烟市场。酒包方面，公司与茅台技开司达成战略合作，申仁包装业务进展顺利，与四川五粮液精美印务有限责任公司设立合资公司，合资公司的厂房规划为一万平方米左右，目前已经进行设备调试，进入试生产阶段。

投资建议：我们预估公司 2019-2021 年实现归母净利润 8.91、10.31、11.63 亿元，同比增长 22.88%、15.65%、12.81%，对应 EPS 为 0.61、0.70、0.79 元。

风险提示：卷烟产销量大幅下滑；上游原材料价格变动；控烟政策加紧；烟草行业复苏不及预期风险。

►【轻工-集友股份(603429)】徐稚涵、徐偲(研究助理)：短期业绩承压，关注四季度预增兑现

-20191025

事件：集友股份发布 2019 年三季度报告，2019 前三季度公司实现营收 4.12 亿元，同比增长 42.86%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 33.18%；实现扣非后归母净利润 9398 万元，同比增长 37.48%。单三季度公司实现营收 1.21 亿元，同比增长 16.43%；实现归母净利润 2423 万元，同比增长 13.84%；实现扣非后归母净利润 2205 万元，同比增长 8.51%。预计公司 2019 年实现归母净利润 1.96 亿元-2.19 亿元，同比增长 70%-90%。其中 Q4 净利润为 0.95 亿元-1.18 亿元，同比增长 138%-196%。

烟标业务快速放量，带动业绩高成长。2019H1 公司烟标业务实现营收 1.45 亿元，占营收比重的 49.8%，标志着公司已逐步形成烟标+烟用接装纸双轮驱动的业务格局。2019 年 7 月 27 日，公司公告通过非公开发行募集资金约 4 亿元，用于烟标新产能建设。根据项目规划，新产能达产后预计可为公司带来每年 195 万大箱的新增烟标产能，提升公司在烟标领域拓展的潜力。2019 年前三季度公司总体毛利率为 43.5%，同比下滑 4.7pct。其中 Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 47.8%/41.1%/40.9%，同比下降 4.8pct/3.6pct/6.5pct。主要系烟标业务放量，而烟标毛利率低于接装纸所致（2018 年公司接装纸毛利率为 54.7%，烟标毛利率为 33.1%）。费用率方面，前三季度公司销售率为 2.5%，同比下降 0.03pct；管理费用率 8.1%，同比下降 1.0pct；研发费用率 5.6%，同比下降 0.8pct；财务费用率-0.4%，同比下降 0.4pct。公司净利率 24.8%，同比下降 2.0pct。其中 Q1/Q2/Q3 净利率分别为 27.9%/25%/20.3%。

布局新型烟草核心技术，打造未来新增长点。公司先前公告分别与江苏中烟和重庆中烟签署新型烟草均质化薄片研发合作协议。从国外新型烟草的发展轨迹来看，烟草薄片是加热不燃烧产品的核心技术环节，对新型烟草的出烟口感起着决定性作用。因此在国外，对薄片技术的研发是烟草公司推进新型烟草产品的核心布局点。例如国际烟草巨头菲莫国际在其新型烟草旗舰产品 IQOS 的研发技术方面投入高达 45 亿美元。此次集友股份携手江苏中烟和重庆中烟开展均质化薄片研发，标志着公司开始涉足新型烟草核心技术领域。

从中长期视角看新型烟草行业的成长性可以被赋予较高的期许。全球范围内：2011 年电子烟用户人数不足 700 万，至 2018 年用户突破 4000 万，欧睿预计 2021 年用户人数将达到 5500 万人，占烟民总数比重接近 5%。美国市场：美国是全球电子烟最成熟的市场，2017 年销售额 46.3 亿美元，占全球规模的 38.6%。美国电子烟用户数约 900 万人，占烟民总数的 16.4%。日本市场：日本是加热不燃烧产品的主战场，领军产品 IQOS 烟弹销售量占烟草市场总量的 15.2%，加热不燃烧产品占比为 24.7%，IQOS 设备保有人数占烟民总数超过三分之一。长期成长性：以菲莫国际对 IQOS 的长期规划为例，2025 年全球（不含美国）IQOS 用户目标数 4000 万人，仅该产品就将占据全球烟民总数的 4%。烟弹出货量 2500 亿支，占公司烟弹总出货量的 40%左右。因此，我们认为，从全球视角来看，新型烟草对传统烟草的延伸和替代正在加速推进，若未来国内新型烟草行业能够实现 10%的市占率，意味着行业规模将达到约 1500 亿元。

投资建议：考虑公司烟标业务有望在 2019-2021 年逐步放量，我们预估公司 19-21 年实现归母净利润 2.07、3.11、3.73 亿元，同比增长 79.2%、50.2%、20%。对应 EPS0.78、1.17、1.40 元。

风险提示：烟草行业政策风险、宏观经济波动风险、业务拓展不达预期

►【钢铁-宝钢股份(600019)】笃慧、曹云：降本平滑周期波动-20191027

业绩概要：公司公布 2019 年前三季度业绩公告，1-9 月合计实现营业收入 2168.76 亿元，同比降 3.75%，归属于上市公司股东净利润 88.74 亿元，同比降 43.65%，折合 EPS 为 0.40 元；其中第三季度收入 760 亿元，同比降 1.02%，归属于上市公司股东净利润 26.87 亿元，同比降 53.17%，环比降 22.36%，折合 EPS 为 0.12 元；

经营分析：公司三季度完成铁产量 1179.6 万吨，钢产量 1243.7 万吨，材产量 1197 万吨，同比分别增长 0.73%、0.18%及 0.25%。以公司披露的经营数据测算，前三季度商品坯材销量分别为 1115 万吨、1220 万吨及 1211 万吨，对应吨钢净利为 264 元、307 元及 241 元，三季度环比二季度下降 66 元，三季度盈利创年内新低；

财务分析：公司 2019 年 1-9 月综合毛利率 10.72%，其中第三季度毛利率 10.1%，环比二季度降 1.7 个百分点，在销量大致相当的情况下，吨钢售价下降是导致营收下滑的直接原因，1-9 月平均吨钢售价同比下滑 279 元至 4255 元，Q3 吨钢售价则同比下滑 232 元至 4286 元；另一方面，三季度普氏 62%铁矿石指数环比上涨 1.9%，但由于存货周期影响，实际成本端抬升幅度更大。1-9 月期间费用率 6.3%，同比降 0.7 个百分点，吨钢期间费用同比降 64 元至 383 元，一是公司利用直接融资置换银行借款使得财务费用同比大幅下滑 48.1%，二是管理费用同比减少 13.5 亿元，主要系去年同期因提升青山基地劳动效率计提职工辞退福利使得基数较高。此外，2019 年 1-9 月公司经营性现金流 222.1 亿元，同比降 159.1 亿元，其中将近一半减量源于净利润下滑；

四季度行业盈利有望企稳：虽然近期黑色商品持续走弱，但从最新公布出来的的地产数据来看，结合节后的库存和成交数据，钢铁实际需求表现依然不俗，持续好于市场预期，钢价波动更多的受供给限产政策变化和市场情绪摆动的影响。后期随着市场利空情绪逐渐释放，在需求相对平稳之际，钢材价格仍有反弹可能，另外松弛了近一年的环保限产政策近期有所收紧，供给端得到一定程度控制，行业盈利将迎来阶段性修复时点；

投资建议：虽然 2019 年行业盈利逐步回归常态，公司主要下游汽车市场低迷，但宝钢作为国内钢铁企业龙头，盈利能力优于行业平均水平，同时随着公司自身持续降本增效及产品不断升级优化，盈利有望继续领先于行业水平。我们预计 2019-2021 年公司 EPS 分别为 0.54 元、0.58 元及 0.62 元；

风险提示：宏观经济大幅下滑导致需求承压；供给端压力持续增加。

►【钢铁-攀钢钒钛(000629)】郭皓：三季报点评-钒钛跌价压制盈利-20191025

三季报概要：公司发布 2019 年三季报，前三季度公司实现营业收入 103.8 亿元，同比下降 2.7%，归母净利润 14.1 亿元，同比下降 31%；扣非归母净利润 14 亿元，同比下降 31.7%；EPS 为 0.164 元。单季度归母净利润 2.1 亿元，同比下降 76.6%。Q1-Q3 单季 EPS 分别为 0.09 元、0.05 元、0.024 元。

钒、钛价格继续回落：三季度五氧化二钒均价环比下跌约 6%，同比降幅达 58.7%，虽然今年钢产量同比增幅高达 8.4%，钒产品需求不俗，但环保限产放松以及去年价格上涨导致石煤提钒供应增加，供应增量超过需求增量，行业景气度回落，价格和吨盈利显著收缩。钛行业方面，三季度钛白粉价格环比下跌 5.8%，同比降幅为 9.4%，公司钛业务盈利能力同样受到压制。

毛利率下降、管理费用率上升：三季度单季毛利率环比下降 2.8Pct，管理费用率环比增加 4Pct，是净利率环比收缩 7Pct 的两个主要原因。前三季度公司毛利率同比回落 5.4Pct，净利率同比降低 5.9Pct。

钒产品业务整合迈出实质性一步：公司日前发布公告，拟以支付现金方式购买公司控股股东攀钢集团有限公司下属攀钢集团西昌钢钒有限公司钒制品分公司整体经营性资产及负债。公司目前钒制品产能为 2.2 万吨，攀钢集团下属西昌钢钒有限公司钒制品产能为 1.8 万吨（目前由公司托管经营，托管费 80 万元/年），若后续资产重组完成，公司钒制品产能规模将达到 4 万吨，集团内钒资源业务完全整合纳入上市平台，有利于增强公司持续盈利能力。

钒价中短期预计低位震荡：供应增量大于需求增量是今年钒价回落的主要原因，阶段性供过于求的格局可能将在中短期内维持，一方面需求端钢产量短期内进一步上台阶的难度较大，另一方面今年环保限产执行力度较弱，较难指望供应出现显著收缩。供需弱势格局今年内较难打破。

投资建议：公司全面整合集团钒资源业务迈出实质性一步，扩大产品业务规模的同时，将有效解决同业竞争问题增强公司盈利能力。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.19 元、0.20 元及 0.22 元。风险提示：资产重组事项不确定性、宏观经济下行风险，钒行业供给增加风险。

►【建材-北新建材(000786)】孙颖：竣工好转叠加结构优化，需求增速和中高端产品价格环比持平-20191027

事件：北新建材发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营收 98.17 亿元，同比增加 3.2%；归母净利润-1084 万元，同比减少 100.53%；扣非后归母净利润 18.42 亿元，同比下降 7.46%。其中，非经常性损益中，美国石膏板事项和解费、律师费等各项费用合计为 19.40 亿元。三季度单季收入 37.79 亿元，同增 7.21%，归母净利润 6.81 亿元，同降 8.57%，扣非后归母净利润 7.44 亿元，同降 0.56%。公司发布 19 年全年业绩预告，预计实现累计净利润 3~4.5 亿元，同比下降 81.75%-87.83%，以此测算 2019Q4 实现净利润 3.11~4.61 亿元，同比增长-26.4%~9.0%。

点评：

竣工持续回暖带动单三季度石膏板需求增速维持，我们预计北新建材整体石膏板销量增速为 5%。中高端需求较高叠加结构升级，龙牌及泰山石膏整体价格环比持平，低端产品（梦牌）价格环比有所下滑。单三季度毛利率环比提升 1.2%至 36.7%，我们认为主要是销量增加及成本下降带来的贡献。值得强调的是，得益于消费升级及品牌意识的提升，龙牌销量继续维持高增（超过 10%）。我们认为后续竣工持续回暖将带动石膏板需求稳步提升，公司采取的差异化品牌竞争模式也将共同推进市占率稳步提升和盈利稳定。

单三季度期间费用率 13.1%，同比增加 2.89%，销售、管理、财务费用率分别提高 3.54、0.29、0.1 个百分点。销售费用大幅增长 171%，主要是公司及子公司运输费、广告宣传及展览费增加，与公司更加注重品牌建设及积极拓展 B 端业务有关。财务费用同比增长 47.5%，主要是公司费用化的借款利息支出同比增加以及汇兑损失同比提高。

投资建议：

石膏板主业：高集中度下市占率仍有提升空间+产品持续中高端化

1) 【量：行业有望稳定增长+公司全球产能布局+市占率提升】截止日前石膏板产能为 27 亿平，后续将通过海外投资继续推进石膏板产能布局（全球 50 亿石膏板产能规划）。2018 年市占率接近 60%，随着环保淘汰落后产能，公司凭借其产能、品牌和营销优势，市占率有望进一步提高。

2) 【价：定价权增强+中高端占比提升】公司注重品牌建设，积极拓展中高端客户，伴随着消费升级及客户品牌意识的提升，公司中高端产品占比仍将稳步提升。同时，公司紧抓精装趋势，加快高端产品渗透。

3) 【成本：自有护面纸+脱硫石膏布局领先+技术领先等】公司前瞻性的脱硫石膏布局构筑护城河，获取成本低且稳定；护面纸自有产能降低纸价波动性。

渠道协同拓展龙骨业务，收购四川蜀羊切入防水领域，成长空间进一步打开。公司大力推进龙骨的销售，增强与现有渠道的协同，2019H 收入同增超过 40%，随着环保对于小龙骨厂的淘汰、消费升级以及公司渠道拓展，有望打开收入增长窗口。防水材料作为公司未来的发展主业之一，行业需求广阔及集中度依旧有较大提升空间，对于有充足现金流的央企来说，具备较强竞争力。

我们预计公司 19、20、21 年归母净利为 4.28、25.7、29.9 亿。公司中期市占率、定价权提升趋势不改、品牌建设及产品结构升级可期，需求增长潜力仍然存在。

风险提示：下游行业需求出现大幅下滑；石膏板价格大幅下跌；海外拓展不及预期；龙骨业务拓展不及预期；防水领域拓展不及预期。

►【化工-兴发集团(600141)】张倩：19 年三季报点评：黄磷供给侧改革助力，磷化工龙头迎来拐点-20191027

事件：公司发布 2019 年三季报，公司前三季度实现营业收入 144.47 亿元，同比增长 1.01%；实现归母净利润 3.01 亿元，同比下滑 23.08%；实现扣非后归母净利润 2.92 亿元，同比下滑 50.35%。公司三季度实现营业收入 49.40 亿元，同比增长 0.62%，环比减少 4.15%；实现归母净利润 1.77 亿元，同比减少 14.60%，环比大幅增长 129.23%；实现扣非后归母净利润 1.98 亿元，同比减少 42.44%，环比大幅增长 246.42%。

同时，公司发布公告，联营公司湖北兴力电子材料有限公司引入贵州磷化集团作为战略合作方进行增资扩股。增资完成后，Forerunner、公司、贵州磷化集团分别持股比例为 40%、30%和 30%。目前兴力公司正在开展电子级氢氟酸项目建设。

作为国内磷化工行业龙头企业，公司已形成了“资源能源为基础、精细化工为主导、关联产业相配套”的产业格局，并打造了“矿电化一体”、“磷硅盐协同”和“矿肥化结合”的循环产业链优势。公司主营产品包括磷矿石、黄磷、精细磷酸盐、磷肥、有机磷农药、有机硅及电子化学品等。公司目前拥有磷矿石设计产能 530 万吨，黄磷产能超过 10 万吨，精细磷酸盐产能约 20 万吨，电子级磷酸产能 3 万吨，有机硅单体产能 20 万吨，草甘膦产能 18 万吨，磷铵产能 60 万吨及氯碱产能 31 万吨。

分业务看：

黄磷供给侧改革推动磷化工盈利改善。前三季度，公司黄磷产量为 7.19 万吨，同比增长 3.75%，销量为 1.00 万吨，同比减少 36.7%，均价为 1.4 万元/吨，同比增长 5.41%；精细磷酸盐产量为 14.92 万吨，同比增长 7.3%，销量为 14.24 万吨，同比增长 9.6%；草甘膦产量为 13.27 万吨，同比增长 49.77%，销量 11.16 万吨，同比增长 24.97%，营业收入为 25.63 亿元，同比增长 19.25%。受西南地区黄磷行业环保整治等因素影响，黄磷产品价格出现阶段性大幅波动，已逐步趋稳并处于历史相对高位。黄磷市场供给侧改革推动磷化工市场行情出现回升，公司黄磷及磷酸盐、草甘膦板块盈利能力较上半年明显增强。

原料价格单边下行，磷铵业务承压。前三季度，公司磷铵产量为 49.57 万吨，销量为 46.09 万吨，同比减少 4.4%，实现营业收入 10.83 亿元。自去年底以来，磷铵主要原材料硫磺价格单边下行，三季度仍继续下滑，7-9 月均价环比分别下滑 13.55%、10.14%、12.62%。主要原料价格下跌，导致下游采购需求低迷，磷铵价格、销量均承受较大压力。三季度，磷酸一铵和磷酸二铵市场均价（含税）分别为 2090.8 元和 2448.1 元/吨，同比分别下降 4.97 和 11.33%。

有机硅业务触底。前三季度，公司有机硅和 107 胶产量合计为 7.65 万吨，销量为 5.25 万吨，实现营业收入 8.50 亿元，平均售价分别为 1.60 万元/吨和 1.64 万元/吨，均较去年同期大幅下滑。自 2018 年 9 月以来，受下游需求疲弱影响，有机硅价格大幅下行，2019 年上半年有机硅均价（含税）仅为 1.59 万元/吨。三季度以来，在需求旺季及行业内部分装置检修的影响下，有机硅市场价格明显反弹，8 月上旬回升至 2 万元/吨，9 月价格主要维持在 2.0-2.1 万元/吨之间，三季度有机硅均价环比微涨 2%。受益于此，107 胶价格也有所回暖，前三季度均价（含税）为 1.64 万元/吨，同比下降 38.53%，三季度环比上涨 2%。

电子化学品业务持续推进，公司未来发展值得期待。公司控股子公司兴福电子是国内唯一一家拥有电子级磷酸自主知识产权的国家高新技术企业，产品国内市占率超过 70%。兴福电子通过加大市场开发力度，产品国内市占率进一步提升，电子级硫酸与电子级混配系列产品国内客户认可度大幅提升，部分客户已开启验证测试，为后续业绩快速增长打下坚实基础。

此外，公司大力推进亏损板块减亏增效，新疆兴发已实现扭亏为盈，襄阳兴发等子公司减亏效果明显。

期间费用率略有提升，盈利能力环比改善

2019 年前三季度，公司期间费用率为 9.16%，较去年同期增加 0.32pct。其中，销售费用率、管理费用率（含研发费用）和财务费用率分别为 3.45%、2.45%和 3.26%，较去年同期增加 0.29pct、-0.02pct 和 0.06pct。盈利能力方面，受化工行业景气度下降影响，公司前三季度毛利率为 13.06%，

较去年同期减少 4.58pct；净利率为 2.72%，较去年同期降低 2.53pct。受益于黄磷供给侧改革，公司三季度毛利率为 15.49%，同比下降 5.67pct，环比提升 3.32pct。

“三磷整治”是长江保护修复工作重点，磷化工有望充分受益供给侧改革

“三磷治理”是长江保护修复工作重点。2019 年 2 月，生态环境部、发展改革委在京联合召开长江保护修复攻坚战推进视频会。会议指出，“三磷”排查整治是长江保护修复的重点领域重点问题之一。根据会议要求，以湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省市为重点，对“三磷”（即磷矿、磷化工企业、磷石膏库）企业达标排放治理、初期雨水收集处理、物料遗撒和跑冒滴漏管理、渗滤液拦蓄设施和地下水监测井建设情况等开展排查整治，有效缓解长江总磷污染。

“三磷治理”方案下发，黄磷整治预计年内完成。2019 年 4 月，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，指导湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省（市）开展集中排查整治。《方案》明确了长江“三磷”专项排查整治行动的总体要求和工作安排，可概括为三项重点，即指磷矿、磷化工和磷石膏库，和五个阶段，即“查问题-定方案-校清单-督进展-核成效”五个阶段。生态环境部还指出年内将先行完成黄磷企业的环境整治。

央视曝光引发广泛关注，“三磷治理”取得阶段成果。7 月初，央视《焦点访谈》对国内黄磷企业污染现状进行报道，引发社会舆论广泛关注。随后，国内黄磷行业的开工率骤降，并导致黄磷价格（含税）出现大幅上涨，近期价格随有所回落，但仍位居高位。2019 年 8 月，生态环境部指出，经过排查，“三磷”692 家“三磷”企业（矿、库）中有 276 家存在生态环境问题，占比 40%；长江“三磷”专项排查整治行动也由“查问题”阶段进入“定方案解决问题”阶段，

行业龙头有望充分受益行业环保压力趋严。公司是国内磷化工龙头企业，不仅产能规模和技术水平领先行业，而且也是行业环保标杆，为保证可持续经营，始终保持较大幅度的环保投入。今年以来，随着“三磷整治”工作不断推进，行业内供给端明显收缩，特别是黄磷行业迎来供给侧改革。公司作为行业龙头，将充分受益，业绩有望持续向上。

引入战略合作方，兴力有望加速发展。公司联营公司湖北兴力正在开展电子级氢氟酸项目建设。生产电子级氢氟酸的主要原料为无水氟化氢。鉴于贵州磷化集团旗下拥有包括瓮福蓝天在内的多家子公司生产无水氟化氢，为提高兴力公司在建项目产品电子级氢氟酸的原材料保障能力，增强产品成本控制能力，通过增资扩股及老股转让方式引进贵州磷化集团，持股比例为 30%。

电子级氢氟酸主要用于集成电路和超大规模集成电路芯片的清洗和蚀刻，是微电子行业生产所需的关键基础化工原材料之一。近年来，随着国内集成电路产业迅猛发展，对电子级氢氟酸特别是中高纯度产品的需求迅速增长。为积极抢抓电子级氢氟酸市场发展机遇，经充分论证及准备，2019 年 8 月兴力公司启动 3 万吨/年电子级氢氟酸一期 1.5 万吨/年工程建设，计划 2020 年三季度建成投产。

盈利预测：我们预计公司 2019-2021 年实现营业收入 196.99/229.36/261.72 亿元，对应实现归母净利润 4.38/6.29/7.61 亿元。

风险提示：下游需求不及预期；行业产能出清进度不及预期

►【计算机-启明星辰(002439)】何柄谕：收入逐季度加速，业绩边际改善显著-20191024

投资事件：公司发布三季报：（1）前三季度收入 15.83 亿元，同比增长 21.57%，归母净利润 9709.51 万元，同比下滑 17.93%，扣非归母净利润 7765.27 万元，同比增长 239.18%；（2）第三季度收入 7.01 亿元，同比增长 24.77%，归母净利润 8334.09 万元，同比下滑 12.28%，扣非归母净利润 7975.51 万元，同比下滑 12.49%。收入呈现逐季度加速趋势，扣非归母净利润高速增长。今年以来公司业绩呈现加速增长趋势，2019 年 Q1 收入 3.47 亿元，同比增长 18.64%，Q2 收入 5.35 亿元，同比增长 19.46%，Q3 收入 7.01 亿元，同比增长 24.77%。收入逐季度加速增长，业绩边际改善显著。从利润角度来看，前三季度公司归母净利润下滑 17.93%，主要因为去年由恒安嘉新由于确认方式转变产生约 8400 万投资收益，而扣非净利润增速高达 239.18%，实现高速增长。费用

率明显下降，公司经营效率提升。2019年前三季度公司销售费率、管理费用率分别为27.63%和7.24%，分别同比下降1.78个百分点2.6个百分点，费用率下降明显，公司经营效率有所提升。重视研发投入，新产品新服务不断，产品实力强劲多获市场殊荣。公司作为信息安全领域龙头企业，重视研发投入，前三季度研发费用4.39亿元，占收入比例高达27.74%。公司研发的工业防火墙（IFW）在国内市占率高达29.8%，被FROST&SULLIVAN授予市场领导者奖。根据CCID最新数据显示，公司IDS/IPS产品连续17年市场排名第一，UTM连续12年市场排名第一，安全管理平台（SOC）产品连续11年市场排名第一，数据安全产品连续4年排名第一。公司产品实力强劲，极具市场竞争力。城市安全运营业务加速推进，业务模式获市场高度认可。公司在业内率先推出城市安全运营服务，目前基本完成基础建设并完成团队组建，已经形成四个运营业务支撑中心（北京、成都、广州、杭州）及二十余个城市级运营中心，并且还根据过往的安全运营经验打造成成熟的标准运营体系，为服务模式的异地快速复制奠定坚实的基础。从落地情况来看，上半年新增订单过亿元，新模式落地情况良好。投资建议：预计公司2019/2020/2021年EPS 0.78/0.96/1.21元。风险提示：业务发展不及预期

►【计算机-深信服(300454)】何柄谕：三季报点评：收入稳步增长，单季度扣非净利增长提速
20191024

公司发布三季报，收入稳步增长。2019年前三季度，公司实现营业收入27.92亿元，同比增长35.34%；实现归母净利润3.13亿元，同比减少0.02%；实现扣非归母净利润2.48亿元，同比减少9.18%。前期公司三季报业务预告称，公司预计19年前三季度实现归母净利润3.00-3.16亿元，同比增长-4%-1%，三季报业绩符合市场预期。

单季度扣非净利增长提速。从单季度数据看，19Q3，公司实现营业收入12.33亿元，同比增长39.42%；实现归母净利润2.46亿元，同比增长30.82%；实现扣非归母净利润2.33亿元，同比增长32.38%。与19Q1、19Q2相比，19Q3公司扣非归母净利润增长提速（19Q1、19Q2扣非归母净利润增速分别为-274%、14.23%）。

信息安全业务受益于等保2.0等相关政策。（1）下一代防火墙在UTM领域市占率第一。2019年9月，IDC发布《2019年第二季度中国IT安全硬件市场跟踪报告》，公司的下一代防火墙产品在IDC的统一威胁管理硬件UTM市场中，进一步提升市场份额，以17.9%市场占有率排名第一。截止目前，深信服下一代防火墙的用户数量已经达40000+。国内90%以上的政府部委单位、80%以上的全球500强中资企业、80%以上的银行、证券和保险机构、85%以上的985和211高校、90%以上的医疗百强机构都是深信服的用户。（2）等保2.0即将落地。2019年5月13日，国家市场监督管理总局、国家标准化委员会召开新闻发布会，正式等保2.0相关国家标准，并将于2019年12月1日正式实施。国家明确实行等级保护制度，网络运营者应按等级保护要求开展网络安全建设。关键信息基础设施也必须落实等级保护制度。我们认为，等保2.0将为行业带来的百亿级别的市场增量，作为国内信息安全行业领导者之一，深信服信息安全业务或将受益于等保2.0等相关政策。

云计算业务营收占比提升，超融合稳居国内前三。2019年前三季度，公司云计算业务占比相对上年同期扩大。根据IDC近期发布的《China HCI Market Key Vendor Analysis, 2019H1》，按厂商收入统计，2019上半年中国超融合市场增长率为56.7%，大幅超越去年同期增长速度。其中，公司超融合软硬件整体市场占有率稳居国内前三，市场份额13.7%，销售额同比增长80.6%。公司在政府、教育、制造业、运营商、医疗等多个行业广泛交付的超融合架构已超过5000家。

盈利预测与投资建议。我们认为，深信服是国内信息安全行业领导者之一，云计算相关业务逐步放量，未来有望带来新的增量市场。我们预计公司2019-2021年，归母净利润分别为6.81亿元/8.71亿元/11.53亿元，EPS分别为1.69元/2.16元/2.86元。

风险提示。政府对信息安全行业投入不及预期；云计算业务拓展不及预期；研发风险；企业级无线市场竞争加剧的风险。

►【电子-捷捷微电(300623)】刘翔、刘尚：三季报点评：收入端加速，业绩逐步体现-20191026

事件：公司发布三季度报告，前三季度实现营收 46511.55 万元，同比增长 15.29%；归母净利润 13559.76 万元，同比增长 2.40%。其中第三季度实现营收 17870.99 万元，同比增长 24.15%；归母净利润 5026.64 万元，同比增长 3.46%。

营收加速，主要来自扩产产能释放。今年新增的产能主要来自募投项目产能的释放，其中功率半导体器件生产线首次贡献利润，上半年实现营收 2704.00 万元，净利润 257.80 万元，Q3 继续放量。另外今年公司开发多款新产品，包括 MOSFET 等，使得整体收入增速加快。收入的增加是利润增加的前提，我们认为随着公司新产能与新产品的理顺，利润端也将跟随兑现，我们看好公司在未来几年内的加速成长。

利润稳定增长，盈利能力有所恢复。Q3 单季度归母净利润基本与 Q2 持平，Q3 单季毛利率为 46.49%，环比 Q2 增加 0.81pct，虽然功率器件价格有所下降，且新产品毛利率偏低，但是公司仍然保持了较高的盈利水平。现金流作为盈利质量的体现，依旧表现良好，前三季度经营性现金净流量为 1.54 亿元，同比增长 20.10%，且绝对值高于净利润。

研发费用大增，保证公司长期竞争力。Q3 单季度研发费用 1190.59 万元（占营收比重 6.66%），几乎等于前两个季度之和。研发费用投向包括老产品的升级与新品类的开发，今年如 MOSFET 等新产品的推出正是加大研发的体现。从经营战略来看，从单一优势产品到多品类是功率半导体企业发展壮大的必然路径，这也需要研发支出的配合。研发是企业长期竞争力的保证，我们判断未来公司研发支出将持续保持较高水平。

在建工程大增，定增募投项目加快实施。三季报在建工程 2.15 亿，同比增长 161.71%，主要系非公开发行股票募投项目“电力电子器件生产线”加速推进所致，这保证公司 2-3 年之后的增长。公司非公开发行股票项目已获得证监会审核通过，预计将很快实施，募集资金的到位将保障相关项目的顺利推进。

我们维持原有盈利预测不变，预计 2019-2021 年公司营收分别为 6.49 亿、7.72 亿、9.68 亿，归母净利润为 1.83 亿、2.18 亿、2.73 亿。

风险提示。产能扩张不及预期；下游需求持续低迷；MOSFET 研发与销售不及预期。

►【通信】吴友文、周铃雅（研究助理）：5G 套餐即将面世，运营商迎来平台化经营时代-20191025

事件：据每日经济新闻报道，运营商将于 11 月 1 日正式执行 5G 套餐，10 月 31 日至 11 月 3 日将在北京举行 2019 年中国国际信息通信展览会。

套餐设计将是运营商 5G 时代的核心手段，指引着产业发展趋势。自 2019 年 9 月 20 日起，三大运营商纷纷推出 5G 套餐预约活动，目前预约量已超过千万，据每日经济新闻报道，运营商将于 11 月 1 日正式执行 5G 套餐。我们认为，套餐设计在 5G 时代具有更重要的战略意义，将影响运营商的未来竞争战略和发展趋势。从内部因素看，电信行业收入增速明显放缓，4G 用户增速放缓，整体趋于饱和，用户 ARPU 值下降的同时 DOU 值正急速上升，据运营商披露的三季报数据，2019 Q3 中国移动 ARPU 值为 50.2 元，同比下滑 9.9%，中国联通 ARPU 值为 40.6 元，同比下滑 13.25%，据工信部统计，前三季度电信业收入累计完成 9914 亿元，同比持平，9 月当月户均移动互联网接入流量（DOU）达到 8.39GB，同比增长 62.91%；从外部因素看，“提速降费”要求正进一步深化，2019 年 8 月，相关主管部门要求运营商压降销售费用，运营商营销政策出现大变革，套餐设计成为 5G 时代的核心手段。我们认为，面对这样的“内忧外患”，将驱使运营商由过去的粗放式管理演进为精细化管理，从价格战转向价值战，积极构建 5G 物联网生态体系，对目标客户进行精确细分，丰富产品体系和计费方式，创新 5G 套餐模式，深化网络挖潜，提升网络利用率，加强资源共享，努力降低单位造价，从而提升自身盈利能力。

5G 套餐设计将根据市场发展程度逐步创新，将经历三个阶段，目前仍处于用户迁移期。5G 市场将是一个从简到繁、由浅至深的发展过程，与 5G 网络的发展相匹配，运营商的角色从信息运营商

转变为平台运营商,大量的垂直行业应用场景应运而生,为运营商带来更多的企业客户和合作伙伴。从技术的应用功能来看,最先实现大规模商用的是增强型宽带,其次是高可靠低延迟、切片技术,最后是海量物联;从终端及应用侧看,最先得到普及的是智能手机,随后是高速网络支撑下的高清视频/监控、AR/VR等,最后是车联网等万物互联场景。对照4G套餐设计的发展过程——用户流量导入期、流量规模经营期、流量精细经营期,我们认为,5G套餐设计将经历三个阶段——用户迁移期、创新经营期、价值重构期:第一阶段将基于现有4G套餐设计,突出5G网络的高网速,第二阶段将基于速率、数据使用量、时延等定价,形成有层次、有差异、全方位的套餐体系,第三阶段将基于服务定价,服务捆绑网络。目前,国内三大运营商推出5G套餐预约活动,采取了“套餐折扣+购机优惠+业务体验”组合推广方式,海外部分国家也推出5G套餐,但总体来看,5G套餐设计仍处于用户迁移期,创新功能及计费方式还未出现。

5G套餐设计早期C端沿用传统思路,后期物联端创造新模式。我们判断5G套餐设计将有三大创新:计费方式、商业模式、终端形式。第一,套餐计费方式将多样化,由单量纲向多量纲转换,套餐内容不再局限于语音、流量、信息,将引入包括速率、网络延迟等服务特征元素,用户不再基于使用量付费,而是基于何种速率,何种服务级别付费;第二,商业模式将转化,由B2C模式转变为B2B2C模式,运营商可以引入第三方中介来支持不同客户的需求,提供定制网络连接服务,用户既可以通过B2C方式向运营商购买网络费,再向中介购买服务,也可以通过B2B2C方式直接向中介购买融合服务,而服务将捆绑网络;第三,终端形式将多样化,移动终端将由手机逐渐转化为多种多样的非手机移动终端,运营商套餐收费主体将由手机终端逐步向各类移动终端扩展。从发展节奏上看,我们判断运营商5G套餐设计早期聚集于C端,沿用传统思路,后期将广泛应用于B端,创造新的模式。

投资建议:5G套餐预约活动正在火热进行,套餐设计在5G时代具有更重要的战略意义,影响运营商的未来竞争战略和发展趋势。我们认为,运营商套餐的创新将加快5G在移动互联网应用和物联网应用的推进速度,同时为运营商平台化转型提供新的机遇。5G套餐的加速推进将提升5G手机上市量的预期,重点关注闻泰科技、信维通信等;同时高带宽应用包括视频会议和AR/VR等也有望迎来加速,关注会畅通信、淳中科技、易尚展示等;预计在5G手机套餐推出后,明年物联网应用套餐有望推出,将加速物联网发展,重点关注移远通信等;5G驱动的平台化运营的机会,也有望带来运营商价值的重估,关注中国联通、中国移动等。

风险提示:运营商经营质量改善不达预期、资本支出和运营成本变化不及预期、5G业务进展不及预期、中美关系缓和低于预期、市场系统性风险

►【通信-宝信软件(600845)】吴友文、陈宁玉:武钢工技并表与订单进度影响短期业绩-20191025

公告摘要:公司发布2019年三季报,前三季度实现营收45.19亿元,同比增长12.01%,归属上市公司净利润6.08亿元,同比增长24.82%,经营活动现金流量净额8.76亿元,同比增长47.63%。业绩略低于预期,武钢工技并表与订单进度影响短期业绩表现。2019年7月公司完成对同一控制下武钢工技100%收购,三季度对合并报表上年同期数,以及相关财务指标进行了追溯调整。调整后单季度19Q3实现营收17.03亿,同比增长13.57%,归属上市公司净利润2.15亿,同比增长7.11%,扣非净利润同比微降3.92%。我们判断三季度业绩放缓有以下原因:(1)18Q3订单结算集中和IDC上架率快速提升导致基数较大,18Q4环比净利润下降32.29%,而19Q3以来IDC交付产生折旧较大影响当期利润,信息化订单的释放季度性放缓,存货增加较多。(2)19Q3并表武汉工技,当期合并报表包含部分子公司亏损,我们预计武汉工技全年有望盈亏平衡。公司主要市场钢铁行业兼并重组持续推进,智慧制造建设需求扩大,数据中心全国布局正式开启,上架率持续提高。宝武集团持续整合收购,宝信软件成为智慧制造领先者。宝武合并后,再次整合收购马钢集团。中钢协数据显示,2018年宝武和马钢集团粗钢产量分别为6743万吨和1964万吨,合计8707万吨,与全球最大的钢铁集团安赛乐米塔尔(粗钢产量9250万吨)产量差距进一步缩小。按照宝武集团产能规划路线图,2021年建成产能规模近亿吨的钢铁精品智造服务商。宝信软件专

注于钢铁智能制造优化升级，在 MES、EMS、冷连轧、运维服务等产品和服务在钢铁领域市场占有率第一。培育集控、智能装备、大数据、人工智能、移动物联、工业网络安全、虚拟制造七大关键技术，重点开展 5G 技术前瞻性研究并取得突破，支撑中国宝武发布无人驾驶 120 吨框架车、机器人远程实时操控、远程质检、远程炼钢等全球首批钢铁行业 5G 应用，围绕创新构建核心竞争力，不断提升公司智慧制造的总体策划能力和产业服务能力，引领行业技术进步。数据中心业务向全国市场布局。公司上海宝之云 IDC 第四期按计划逐步交付中，四期合计 3 万标准机柜将陆续投入运营，形成 20 亿左右的产值。宝信武汉地区 IDC 中心区规划分三阶段建设 1.8 万 20A 机柜，建成后可成为华中区域单体规模最大的大数据和云计算中心。2019 年/2021 年/2023 年，计划投资建设约 2000 个/6000 个/10000 个标准机柜。武汉是公司 IDC 业务走出上海、迈向全国的第一步。核心城市数据中心客户需求旺盛，但能耗指标控制严格，核心城市具有能充足稳定供电条件、较低用地成本，规模化、集中化高质量的数据中心选址将成为稀缺的优势资源。我们预计公司将结合宝武集团的资源优势和自身的技术运营能力在上海周边以及其他核心城市进行业务拓展。投资建议：宝信软件是钢铁信息化龙头，智慧制造领导企业，助力中国制造业转型升级。依靠宝武集团稀缺资源优势和自身信息化能力，快速发展 IDC 业务，成为华东乃至全国的第三方数据中心龙头。我们预计公司 2019-2021 年净利润为 8.52 亿/11.29 亿/14.26 亿，EPS 分别为 0.75 元/0.99 元/1.25 元。风险提示：钢铁行业信息化投资建设低于预期的风险；IDC 交付上架进度低于预期的风险

►【电新-金风科技(002202)】苏晨、花秀宁：风机拐点已至，周转率和盈利能力共振向上-20191027
事件：公司公布 2019 年三季报，实现营收 247.35 亿元，同增 38.84%；归母净利润 15.91 亿元，同降 34.24%；扣非归母净利润 14.29 亿元，同降 37.91%；EPS 0.37 元，ROE 5.33%。其中，3Q19 实现营收 90.02 亿元，同增 32.65%；归母净利润 4.06 亿元，同降 54.30%；扣非归母净利润 4.08 亿元，同降 53.41%；EPS 0.10 元，ROE 1.37%，业绩符合预期。盈利能力环比回升，风机拐点已至。3Q19 公司毛利率和净利率分别为 19.12%/4.38%，同比分别变化-7.77/-8.78 PCT，环比分别变化+1.17/-4.82PCT。由于三季度来风较差，高毛利率的发电业务占比下滑，我们预计公司毛利率环比提升主要原因是风机毛利率环比提升所致，风机拐点已至。风机销量维持高位，大型化趋势明显。1Q-3Q19 公司风机对外销售容量达到 5245MW，其中 1Q-3Q19 对外销售分别为 929/2262/2054MW，维持高位水平。从销售结构来看，3Q19 对外销售中不同机型占比及其环比变化分别为 2S (58.6%，QoQ: -8.2PCT) /2.5S (24.1%，QoQ: +1.9PCT) /3S (12.8%，QoQ: +4.4PCT) /6S (3.8%，QoQ: +2.4PCT) /1.5MW (0.6%，QoQ: -0.5PCT)，大型化趋势明显。招标市场量价齐升，风机进入盈利回升通道。1Q-3Q19 国内公开招标量已达到 49.9GW，同比增长 108.5%，超过以往年份的年度招标总量。从招标价格来看，自 2018 年四季度以来，各机组投标均价持续回升，且增幅不断扩大：（1）2019 年 9 月，2.5MW 级别机组投标均价为 3898 元/千瓦，比去年 8 月份的价格低点回升 17%；（2）2019 年三季度，3.0MW 级别机组投标均价为 3700 元/千瓦以上，9 月达 3900 元/千瓦。考虑风机 1-1.5 年交付周期、风机产品聚焦、交付机型大型化且 3Q19 风机毛利率已环比回升，风机板块将进入量利齐升阶段。投资建议：风机拐点已现，周转率和盈利能力将共振回升，ROE 进入快速提升的阶段。预计 2019-2021 年分别实现净利 32.71、46.21 和 55.68 亿元，同比分别增长 1.68%、41.27%、20.51%。风险提示事件：市场竞争风险、弃风限电风险、汇率风险。

►【电新-通威股份(600438)】苏晨、花秀宁：业绩超预期，光伏制造板块边际改善-20191026
事件：公司公布 2019 年三报，实现营收 280.25 亿元，同增 31.03%；归母净利润 22.43 亿元，同增 35.24%；EPS 0.58 元，ROE 13.04%。其中，3Q19 实现营收 119.01 亿元，同增 33.32%；归母净利润 7.92 亿元，同增 7.02%；EPS 0.20 元，ROE 4.71%，业绩超预期。

电池价格下滑致公司三季度盈利水平下滑。3Q19 公司毛利率和净利率分别为 15.69%/6.89%，同比分别降低 2.12/1.45 PCT，环比分别降低 6.18/2.91 PCT。我们认为盈利能力下滑主要原因是三季度以来电池片价格下跌而上游硅片价格基本持平所致。

2020 年全球需求同增 15%以上。国内方面，考虑 2019 年需求递延、平价项目以及竞价项目，预计 2020 年国内需求 40-50GW。海外方面，考虑产业链价格下跌，海外平价区域扩大，预计海外需求在今年 80-90GW 基础上增长 15%以上至 90-100GW，全球需求约 140GW，同增 15%以上。单晶料供需状况好转。硅料环节，2020 年除公司之外无扩产计划，考虑 1 年建设期和 3-6 个月产能爬坡期，2020 年硅料环节无新增产能释放，供需状况好转，盈利能力将提升。

电池环节盈利能力或将回升。当前单晶 PERC 价格对应一线企业龙头毛利率约 10%，盈利处于行业底部，供给有所压制，同时由于硅片环节扩产在 2020 年释放，硅片价格预计下滑，电池盈利能力或将回升。

硅料新产能生产成本降至 4 万元/吨以下，电池扩产稳步推进。硅料方面，公司三季度公开业绩说明材料显示，目前永祥多晶硅（2 万吨产能）、永祥新能源、内蒙古通威单晶料占比分别为 82%、80%、50-60%，且新项目（永祥新能源、内蒙古通威）生产成本已降至 4 万元/吨以内。电池片方面，扩产稳步推进，成都四期项目目前正在工艺设备安装调试，预计 2019 年底投产，眉山一期项目目前土建施工，预计 2020 年上半年投产。

投资建议：预计 2020 年全球需求同增 15%以上，单晶用硅料供需状况好转，电池片盈利能力或将回升。我们预计 2019-2021 年分别实现净利 31.17、40.61 和 47.66 亿元，同比分别增长 54.40%、30.28%、17.36%。

风险提示：去补贴化加速带来的市场波动风险；技术更新的风险。

►【电新-三花智控(002050)】苏晨、邹玲玲：汽零业务加速增长，业绩略超市场预期-20191025

事件：公司发布 2019 三季度财报，1) 前三季度实现收入 86.21 亿元，同比+4.30%；归母净利润 10.56 亿元，同比+3.22%；扣非归母净利润 10.51 亿，同比+2.94%，略超市场预期；2) 单季度看，2019Q1/Q2/Q3 收入分别为 27.8 亿、30.5、27.9 亿，同比增长 7.9%/1.23%/4.29%；归母净利润分别为 2.59、4.34 亿、3.63 亿，同比增长 4.18%/1.29%/4.91%；3) 前三季度三费：销售/管理（含研发）/财务费用分别为 2.63 亿、8.37 亿、-0.31 亿，同比-5.51%/+18.05%/+53.7%，主要因为客户质保款项扰动，造成销售费用和管理费用之间腾挪，总体变动不大。4) 经营活动现金流量净额 11.27 亿，符合预期；

制冷板块：整体较为平稳，商用空调是亮点。Q3 单季度收入 23.5 亿元，同比+1.5%，归母净利润 2.81 亿元，同比+1.2%；前三季度收入 74.2 亿元，同比+2.9%，归母净利润 8.2 亿元，同比+0.3%，主要受微通道业务和亚威科的影响。分拆来看，家用空调目前较为稳定；微通道短期遇到瓶颈，利润有所下滑；亚威科小幅亏损；亮点在商用空调，毛利率较高，且目前公司产品的渗透率只有 6%，未来提升空间大。

汽零板块：整体快速增长，新能源贡献半壁江山。Q3 单季度收入 4.4 亿元，同比+20%，新能源占比 43%，归母净利润 0.69 亿元，同比+20%；前三季度收入 12 亿元，同比+14%，归母净利润 2.4 亿元，同比+14%，新能源占比预计超过一半。

汽零在手订单 140 亿，海外核心车企占比 70%。公司前期公告通用 10 亿订单，目前公司汽零业务在手订单约 140 亿，主要来自于大众、通用、宝马、戴姆勒等海外核心车企。

拓展产品品类，配套单车价值量逐步增加。公司每年研发费用超 4 亿，目前正在开发水泵、油泵、热交换器、CO2 冷媒等新产品，随着产品线的丰富，公司配套电动车单车价值量未来将逐步增加。

投资建议：公司作为热管理零部件领域的龙头标的，制冷业务较为稳定，汽零业务在手订单饱满，收入、利润快速扩张，Q3 业绩出现拐点趋势。我们预计 2019-2021 年公司净利润为 14.4/17.4/20.2 亿元，同比增长 11.4%/20.6%/15.9%。

风险提示：下游需求下滑、汇率波动风险、原材料价格波动、新能源车销量不及预期风险

►【电新-正泰电器(601877)】苏晨：业绩符合预期，龙头地位稳固-20191025

公司发布 2019 年三季度报告：前三季度营收 224.77 亿元，同比增长 17.62%；归母净利润 28.64 亿元，同比增长 2.65%，剔除去年同期出售光伏电站收益影响，实际归母净利润增速为 20.46%；毛利率 29.41%，同比下降 0.36pct；净利率 13.32%，同比下降 1.80pct。单季度来看：营收 80.50 亿元，同比增长 11.67%；归母净利润 10.80 亿元，同比增长 7.21%；毛利率 31.71%，同比提升 1.40pct；净利率 14.36%，同比下降 0.36pct。符合市场预期。

去年同期水投电站交易影响表观业绩增速，同口径业绩增速为 20.46%。2018 年公司向浙江水利水电转让 10 家子公司各 51%股权，增厚 2018 年前三季度归母净利润约 4 亿元，剔除该影响公司 2019 年前三季度实际业绩增速为 20.46%，持续稳健增长。公司单三季度毛利率为 31.71%，同比提升 1.40pct；前三季度毛利率为 29.41%，同比小幅下降 0.36pct，保持相对稳定。

光伏运营业务稳健增长。2019 年三季度末公司光伏电站经营装机容量为 3.18GW（分布式 2.03GW+集中式 1.15GW），相比 2018 年三季度末提升 1.25GW；2019 年前三季度电费收入规模 17.96 亿，同比提升 14.50%，光伏电站运营规模及电费收入持续稳健增长。

期间费用管控良好，经营现金流大幅提升。公司前三季度销售/管理（含研发）/财务费用同比增长 18.61%/4.55%/41.50%，三费率分别为 6.23%/7.04%/1.53%，期间费用率为 16.28%，同比下降 0.31pct，费用管控良好。公司前三季度经营性现金流净额为 29.55 亿元，同比大幅增长 99.05%，主要系公司销售回款同比大幅增加。

大客户+高端市场战略强化份额，泛在及 5G 推进带来新动力。公司持续强化经销网络，聚焦行业大客户，积极布局高端产品，产品份额有望持续提升，业务结构将持续优化。当前泛在电力物联网与 5G 建设全面推进，将带来广阔配网侧低压电器、能源解决方案与 5G 基站配电系统需求，公司基于品牌优势、完善产品线与强大研发实力将充分受益。

投资建议：公司为国内低压电器龙头，基于能源解决方案打造“新能源发电+配、售、用电”全产业链，协同效应凸显。公司持续推进渠道建设与行业大客户拓展，低压电器份额有望持续增长；新能源领域公司积极推进海外布局，全球竞争地位稳步提升。我们预计 2019-2021 年公司归母净利润将分别达 42.24/50.61/58.46 亿元，EPS 分别为 1.96/2.35/2.72 元。

风险提示：宏观经济不及预期、原材料价格上涨、海外业务拓展不及预期

►【军工-四创电子(600990)】苏晨、李聪（研究助理）：扣非归母净利润略有下滑，坚定看好公司平台价值-20191026

事件：10 月 25 日，四创电子发布三季度业绩报告，营业收入 15.15 亿元，同比减少 26.27%；前三季度净亏损 7236.56 万元，扣非归母净利润同比下滑 30.68%。

扣非归母净利润略有下滑，博微长安业务调整见成效。公司前三季度营业收入同比减少 26.27%，前三季度扣非归母净利润同比下滑规模为 2086 万元，略有下滑。业务规模下滑主要系本报告期子公司博微长安压缩缺乏核心竞争力的业务规模，公司本部智慧产业收入规模较上年同期减少所致，本部前三季度营收同比下降 1.19%。公司整体毛利率仍然实现了增长，同比提升 4.63 个百分点，由于智慧产业项目毛利率水平下降，母公司毛利率略微低于上年同期，因此我们认为毛利率的提升主要与博微长安业务结构调整有关。

研发创新持续高投入，存货同比增长显著。公司报告期内费用率同比提升了 8.04 个百分点，其中，研发费用同比增幅最大，达到 64.33%，公司研发创新投入持续高速增长；管理和销售费用有所增长，财务费用实现同比下降。本期现金流情况改善，净现金流同比增加 13.20%，其中经营性净现金流同比增长 23.99%。报告期内，存货相较于营收同比上升幅度较大，达到 16.62%，主要系本报告期内雷达电子业务在产品投产以及智慧产业业务工程施工投入增加，尚未确认收入，未来有望逐步确认。

聚焦雷达电子主业，统筹推进智慧、能源业务发展新格局。公司专注雷达电子产业、智慧产业和能源产业，报告期内博微长安进行业务调整，压缩缺乏核心竞争力的业务，不断聚焦于雷达主业。气象雷达方面：公司气象综合探测系统研制取得进一步的突破；空管雷达方面：军用空管领域已从单一整机向监控系统、维修器材等多维度拓展；警戒雷达业务方面：受益于国家雷达警戒系统的逐渐完善，未来三年业务有望保持稳定增长。同时，公司深耕人防、智慧农业和能源等重点行业，推进业务统筹发展格局，拓展产品下游应用空间。

中电博微子集团唯一上市平台，持续看好公司平台价值。公司控股股东中国电科 38 所是我国一流的军民用雷达研制生产基地，在电子信息技术和系统工程方面具有强大的综合实力。随着博微长安子集团内部资源整合加速，公司作为子集团旗下唯一上市公司，平台价值凸显，或将持续受益。

10 月 15 日，与四创电子同为电科集团旗下的国睿科技发布公告，重大资产重组方案获证监会受理，随着本次重组工作的推进和集团内部资产证券化推进，四创电子的资产优化配置有望加速。

盈利预测及投资建议：我们预测公司 2019-2021 年实现收入分别为 56.71/ 62.66/ 70.36 亿元，同比增长 8.09%/ 10.49%/ 12.29%；实现归母净利润 2.70/ 3.19/ 3.77 亿元，同比增长 4.75%/ 18.36%/ 18.28%。

风险提示：军品雷达招标不及预期；市场竞争风险；政策风险

►【军工-航发控制(000738)】苏晨、李聪(研究助理)：军民机市场前景可期，业绩稳步增长-20191025

事件：10 月 24 日，公司发布 2019 年三季度业绩报告，公司前三季度实现营收 20.77 亿元，同比增长 11.33%；其中第三季度实现营收 7.09 亿元，较去年同期增长 21.93%；前三季度实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 8.14%。

三季度营收同比大幅改善，净利润持续增长。公司是国家航空动力控制系统及产品的研制、生产基地，在发动机控制系统的研发起着重要作用。公司第三季度营收较去年同期有了较大改善，同比增长 21.93%，得益于公司聚焦主业，其发动机控制系统及衍生产品成为营收主力。前三季度实现归母净利润 2.52 亿元，同比增长 8.14%，由于公司生产产品阶段性调整，发动机控制系统产品的毛利率有所下降，导致增速略低于营收增速。同时，公司研发费用 0.45 亿，同比增长 32.82%，公司加大了对新产品的研发投入也成为净利润增速较营收增速较低的原因之一。

军民机市场前景广阔，业绩值得期待。公司内部控制改善明显，期间费用率由 19.80%降至 16.16%，其中，管理费用由 0.78 亿降至 0.61 亿。2019 年民用飞机市场持续增长，对于民用飞机配套产业的发展具有促进作用，作为全球主要的航空发动机产业供应商，随着营收增加，规模效应有望显现，预计公司整体利润率继续提升。公司应收票据及账款较去年同期增加 28.09%，预收款项同比增长 37.95%，说明公司手持订单充足，公司 2019 年整体业绩值得期待。

国家支持核心技术发展，补贴收入大幅提高。公司构建了较为完整的航空发动机燃油与控制系统专业体系，积累了比较丰富的科研经验，打造了一支国内一流专家人才队伍，科研人员的数量与能力不断提升。中国政府目前较为重视航空航天、芯片等高新技术产业的发展，从而摆脱核心技术受制于人的困境。作为航空工业核心技术的航空发动机，其自主创新能力攻关得到了政府的大量资金、人力、政策支持。由于政府补贴收入的增加，公司的其他收益为 0.44 亿元，较去年同期增长 331.82%。国产大飞机自主创新建设受重视，“两机”专项引领协同创新。航空发动机控制系统是发动机的神经系统，控制系统的优劣直接关系到航空发动机的性能和可靠性。公司在军用航空发动机控制系统方面一直保持领先，与国内各发动机主机单位均有密切合作，并与国际厂商 GE、霍尼韦尔等建立了长期稳定的合作关系。随着国家“两机”专项的推进实施，公司作为专项实施的承载者之一，将在自主产品研制和能力建设上进一步提升核心竞争力和行业地位。同时，随着国产 C919 大型客机和运 20 军用运输机的陆续试飞与投产，与之配套的发动机设计、生产、维修等产业也将随之蓬勃发展。

盈利预测及投资建议：我们预测公司 2019-2021 年实现收入分别为 29.90/32.74/36.13 亿元，同比增长 8.85%/9.50%/10.37%；实现归母净利润 2.99/3.33/3.72 亿元，同比增长 15.27%/11.46%/11.76%；

风险提示：公司产品目前尚未实现完全均衡生产；航空发动机控制系统老产品市场需求面临有限的增长空间；技术风险。

►【军工-中航光电(002179)】苏晨、李聪（研究助理）：公司经营业绩稳步提升，下游需求有望持续增长-20191025

事件：10 月 24 日，公司发布 2019 年三季度业绩报告，公司前三季度实现营业收入 68.92 亿元，同比增长 19.34%；归母净利润 8.31 亿元，同比增长 19.22%。其中第三季度实现营业收入 22.96 亿元，同比增长 4.81%；归母净利润 2.58 亿元，同比增长 11.37%。

经营业绩稳步增长，产品毛利率逐步提升。前三季度，实现营业总收入 68.92 亿元，同比增长 19.34%；毛利率为 33.64%，同比上升 1.58 个百分点，环比上升 0.39 个百分点。期间费用方面，前三季公司期间费用总计同比增加 27.87%，其中财务费用同比增幅较大，达到 130.17%，主要是可转债利息增加；研发投入同比亦大幅增长 47.53%，体现公司度研发创新的重视；销售费用和管理费用分别同比增长 7.85%、3.83%，经营效率不断提高。

生产经营稳健推进，资本结构有所改善。随着业务规模扩大，前三季度应收账款和票据同比增长 20.61%，存货同比增加 20.98%，我们认为公司生产经营活动在稳定运行。前三季度整体净现金流同比下降 43.90%，其中经营性净现金流同比上升 155.11%，来自产品销售现金收入同比增长 19.42%；投资性现金流基本稳定，略增 1.29%；筹资性现金流同比大幅下降 2.45 亿，主要是由于吸收投资和取得借款收到的现金下降，公司短期负债同比减少约 2 亿，流动比率和速动比率皆有所上升。

军工通讯需求旺盛，未来有望保持高速增长。防务领域，公司紧跟国家重点项目，未来增长有望维持稳定；通讯领域，公司聚焦高速连接器、光互连背板等高端产品，跟进 5G、数据中心、云计算等新一代通讯技术发展，开展多项产品研发项目；新能源汽车领域，围绕高压大电流连接器产品，巩固国内自主品牌车企市场的基础上，正在逐步进军海外市场。随着公司研发投入不断增长，打造产品竞争优势，随着下游 5G 建设投入和新能源汽车产业的不断发展，公司业务在这些领域有望实现高速增长。

盈利预测及投资建议：我们预测公司 2019-2021 年实现收入分别为 100.22/130.72/170.95 亿元，同比增长 28.22%/30.43%/30.78%；实现归母净利润 11.75/14.61/18.24 亿元，同比增长 23.19%/24.33%/24.84%；对应 19-21 年 EPS 分别为 1.49/ 1.85/ 2.31 元。

风险提示：市场竞争风险；民品领域竞争加剧；5G 建设不及预期。

►【军工-中直股份(600038)】苏晨、李聪（研究助理）：营收利润高速增长，直升机龙头扬帆起航-20191025

事件：10 月 24 日，公司发布 2019 年三季度业绩报告，公司前三季度实现营收 105.29 亿元，同比增长 28.63%；其中第三季度实现营收 36.28 亿元，较去年同期增长 28.38%；前三季度实现归母净利润 4.05 亿元，同比增长 32.12%。

营收利润高速增长，直升机龙头扬帆起航。公司 2019 年前三季度实现营业收入 105.29 亿元，同比增长 28.63%，前三季度公司实现归母净利润 4.05 亿元，同比增长 32.12%，我们认为营业收入利润的增加主要是哈尔滨分部的新型产品持续放量。经营活动现金流入同比增加 20.47%，主要是由于本期销售商品、提供劳务的现金增加，公司回款有所好转。应付票据和账款较去年同期增加了 14.93 亿，同时经营现金流同比减少 12.19%，存货同比增长 12%，我们认为这足以说明公司在手订单充足，生产经营活动饱满，公司 2019 年全年业绩值得期待。

期间费用有效控制，研发费用增速显著。公司前三季度净利润的增速高于营收增速，受益于公司与诸多领先企业多方面的合作，引进了先进的生产制造技术和管理经验，管理费用仅同比增长 10.88%。同时，由于本期的利息收入增加，财务费用同比减少 153.65%。但报告期内公司研发费用仍然大规模同比增加 33.12%，表明公司对研发创新的重视，后续预言型号饱满。公司的净利率为 3.84%，增长了 12.61%，我们认为主要是哈尔滨分部交付增加的规模效应带来了净利率的提高。公司加强与世界著名航空制造企业在型号、技术、售后服务等方面的交流合作，公司核心竞争力有望提升。

直-20 亮相国庆阅兵，我国潜在市场广阔。直-20 相继在国庆阅兵、国际直升机博览会亮相，公司直升机设计水平向世界前列靠拢。从我国整体情况看，直升机尚有发展空间，目前我国军用直升机的数量为 902 架，数量仅为美国的 1/6；民用直升机大部分为国外厂家生产，国内自主品牌市场占有率还不到 10%，国产替代需求迫切。公司目前已经拥有较为完善的 AC 系列民用直升机谱系，且产能足够，我们预计公司未来有望充分收益军民融合，迎来新一轮增长。

盈利预测及投资建议：我们预测公司 2019-2021 年实现收入分别为 169.59/213.83/269.83 亿元，同比增长 29.08%/26.08%/26.19%；实现归母净利润 6.62/8.35/10.54 亿元，同比增长 29.79%/26.11%/26.12%；

风险提示：新机型列装不及预期；宏观经济波动风险；原材料短缺及价格波动风险；产品质量与安全生产风险。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。