

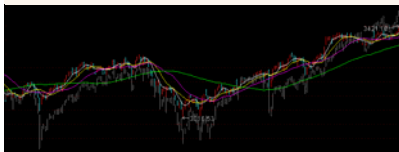
## 招商研究一周回顾

2017 年 10 月 27 日

( 1020-1027 )

上证指数： 3416.81

市场走势 160930-171027



## 上证综指一周市场表现

上证开盘	3382.28
上证最高	3421.10
上证最低	3374.12
上证收盘	3416.81
上证成交( 万手 )	74790
成交金额( 亿元 )	9540
涨跌幅	1.13%

## 深证成指一周市场表现

深成开盘	11239.68
深成最高	11509.01
深成最低	11228.67
深成收盘	11444.53
深成成交( 万手 )	83167
成交金额( 亿元 )	12020

资料来源：WIND 资讯

章红宝

86-10-57601852  
zhanghongbao@cmschina.com.cn  
S1090611050142

## 招商研发宏观组与策略组重要观点回顾摘要：

## 宏观组。

1、市场非常担心美联储缩表造成中国央行资产负债表的收缩导致国内流动性和商业银行资产负债表收缩，进而对实体经济有负面影响。但我们认为不必为此担心，这是因为央行外汇占款自从今年 2 月份以来进入低速波动，这是因为央行再次尝试减少对外汇市场干预。与过去最大的不同在于，今年中国汇市的供给和需求更加均衡，这是央行持续少干预的基础。我们此前多次指出央行外汇占款继续在 0 附近波动的概率较大。那么这意味着过去美联储资产负债表对央行资产负债表影响最大的传导渠道之一——央行外汇占款的影响已经弱化。

2、随着央行外汇占款在 0 附近波动，这也意味着美联储缩表对国内流动性的影响弱化。此前中国央行总资产快速扩张时期与美联储四轮 QE 的时间高度一致，最重要的传导渠道是央行外汇占款。未来美联储缩表更可能通过人民币汇率等资产价格的波动来体现，进而对跨境资金产生负面影响。

## 策略组。

1、新时代下 A 股投资方向的重大变化：1、创新中国：将十三五规划八大新兴领域作为主攻方向：重视新兴产业各细分领域的龙头，与 QFII 共舞；不妨采取斑马策略——50%白马 50%黑马（创意来自中融基金甘总）。2、美好生活：消费升级仍然作为重要配置方向，更加重视玩好、乐好、用好；重视影视、游戏、出版等符合数字经济发展的传媒领域在付费大时代逆袭的机会；重视 VR/AR 等在未来三年可能会实现产业化的消费升级领域；重视新消费业态、新消费模式带来的机会。3、美丽中国：重视生态环境建设的“运动式”发展带来的爆发机会

2、我们认为，从明年开始政策可能将会全面转向支持消费和科创，政府建设项目，有可能会偏向生态环境、旅游、市政工程等。供给侧改革、新能源汽车和消费升级是 2016 年触底以来的主战场，美好生活还会持续，消费升级和生态建设仍会持续。

## 目录

一、宏观篇 .....	8
1、央行外汇占款低增的原因及影响-中国跨境资本流动数据月报 2017 年 9 月 .....	8
2、PPP 项目 ABS 挂牌条件及披露要求同步发布——资产证券化市场周报（2017.10.23） .....	9
3、不必过度担心美联储缩表对国内流动性的冲击 .....	10
4、“打开的窗户不会再关上”-9 月份境外机构债券托管数据点评 .....	10
二、策略篇 .....	11
1、新时代 A 股投资三大方向 .....	11
2、十九大的召开对投资的指导意义——投资策略周报（1022） .....	12
3、私募基金规模分化，公募基金仓位回升——A 股市场流动性监测周报（1023） .....	13
三、行业报告精粹 .....	14
1、招商“交”点之周报篇—上海自由港起航，BDI 持续向上 .....	14
2、原油周观点 20171021—库尔德局势再起波澜 飓风短期影响不足惧 .....	15
3、石化周观点 20171022—我国天然气消费量大增，关注板块机会 .....	16
4、医药生物行业 2017 年第 43 周周报—可以继续提升医药配置 .....	18
5、餐饮旅游行业周报—华住首旅 Q3 经营数据靓丽，坚定看好酒店业龙头 .....	19
6、趣店：背靠蚂蚁金服，规模快速扩张 .....	20
7、煤炭产业链跟踪周报（2017-10-21）—环保限产持续冲击，等待煤炭股调整后的机会 .....	21
8、铜镍强势运行、锂钴持续供应紧张—招商有色最新观点 .....	23
9、计算机行业周报 2017 年 10 月 22 日—AlphaGo Zero：迈向通用 AI 的重要一步 .....	24
10、钢铁行业周报—关注钢铁库存快速下降 .....	25
11、板块超额收益区间渐进、上游供需关系仍存改善空间 - 招商房地产周观点&高频追踪报告 ..	26
12、双氧水、TDI 价格涨幅居前，MDI 明显回落—招商基础化工行业周报 2017 年 10 月第 3 周 ...	28
13、建筑行业定期报告—生态建设作为长远任务，PPP 园林长期看好 .....	29
14、新零售深度报告—“新零售”一周年，阿里的求索与梦想 .....	30
15、食品饮料行业周报（2017.10.22）—如何看待伊利不断新高——基本面向好的优质资产价值重估 .....	31
16、招商建材周报 10.22—持续推荐中材科技、伟星新材，关注伟星三季报 .....	33
17、短期建议关注三季报机会，新能源汽车 18 年补贴退坡？—汽车行业周报 .....	33
18、关于网传新能源汽车补贴 18 提前退坡的几点思考—新能源汽车政策点评 .....	34
19、军工行业信息周报—目标明确：到本世纪中叶全面建成世界一流军队 .....	36
20、电子行业策略观点—iPhone X 预约即将开启，把握跨年布局良机 .....	37
21、一张图看懂 A 股家电估值 17w43—探寻“稳定之锚” .....	41
22、机械行业 2017 年 10 月报—朱格拉周期复苏的脚步更加坚定 .....	42
四、公司报告精选 .....	43
1、众安在线（06060）调研纪要 .....	43

2、经纬纺机（000666）：经营表现卓越，业绩不可阻挡，估值极具吸引-2017 三季报点评.....	45
3、航民股份（600987）—环保受益品种 低基数及产品提价致 Q3 业绩增速提升 .....	46
4、首旅酒店（600258）—三季报预增超预期，如家 Q3 业绩增长超 60%.....	46
5、锦江股份（600754）—收购铂涛剩余股份，提升控制权增厚全年业绩 .....	47
6、东方园林（002310）—前三季度业绩符合预期，预计全年可达预增区间上限 .....	49
7、中航机电（002013）—稳健增长的航空装备系统供应商！ .....	50
8、歌尔股份（002241）—三季度业绩低于预期，新品放量驱动 Q4 业绩回升 .....	52
9、恺英网络（002517）—《王者传奇》表现亮眼，期待敢达手游上线表现 .....	53
10、齐翔腾达（002408）—甲乙酮、顺酐持续景气，Q3 业绩超预期.....	54
11、摩恩电气（002451）—三季报大幅增长，AMC 业务发展势头强劲.....	55
12、昆仑万维（300418）—出售趣店部分股权，投资收益逐步兑现 .....	56
13、跨境通（002640）—自营延续 Q2 快速增长趋势 精细化调整导致三方平台放缓 .....	58
14、通威股份（600438）—硅料价格维持高位推动毛利率超预期 .....	60
15、光迅科技（002281）：Q3 毛利率提升，传输网建设驱动光模块需求改善.....	61
16、富春环保（002479）—高增速低估值，业绩确定性增强 .....	63
17、立讯精密（002475）—三季度逆势强劲表现，新品放量助力 Q4 和明年高增长 .....	64
18、康弘药业（002773）—业绩快速增长、推进海外市场布局 .....	66
19、佛慈制药（002644）—新区厂房建设进展顺利 继续加强营销工作 .....	67
20、信立泰（002294）—业绩符合预期，比伐芦定快速增长 .....	68
21、晨光文具（603899）—业绩高于预期 办公直销业务明年有望实现盈利 .....	69
22、宇通客车（600066）—业绩基本符合预期，Q4 业绩有望继续回升.....	70
23、好莱客（603898）— 业绩符合预期，渠道扩张贡献逐步体现 .....	71
24、裕同科技（002831）—业绩符合预期，四季度起有望步入改善通道 .....	73
25、扬农化工（600486）—前三季净利 4 亿元同比增 38%，看好未来麦草畏需求加速释放.....	74
26、中国动力（600482）—动力龙头增长确定，估值具备优势 .....	75
27、思源电气（002028）—费用增加影响当期业绩，企业治理结构变化较大 .....	77
28、比音勒芬（002832）—内生增长性强 助推 Q3 业绩提速 .....	77
29、东土科技（300353）—获中国电信认可开展全面战略合作并落地雄安；大股东增持彰显未来发展信心.....	78
30、亨通光电（600487）—前三季度业绩增长 50%-80%略超预期，中国移动新一轮光缆招标有望近期启动.....	80
31、龙蟠佰利（002601）—三季报符合预期，印证公司良好盈利能力。系列报告之二十八 .....	81
32、智飞生物（300122）—三联苗快速放量，HPV 疫苗即将获批签发.....	83
33、通化东宝（600867）—加快吸入式胰岛素的引入，继续强烈推荐 .....	84
34、机器人（300024）—受益工业整体复苏，营收利润创新高 .....	85

35、豪迈科技（002595）—收入略超预期 三轮动车将持续驱动增长 .....	86
36、艾迪精密（603638）三季报点评——三季度超预期 增长更看明年 .....	88
37、合力泰（002217）—Q3 业绩符合预期，全年业绩指向超预期！ .....	88
38、阳光城（000671）—三季度业绩持续高增、规模成长潜力仍然显著 .....	90
39、云南能投（002053）—食盐受盐改冲击盈利下滑，天然气业务值得期待 .....	91
40、当升科技（300073）—业绩持续稳步增长，产品结构不断优化 .....	92
41、中金环境（300145）—业绩保持高增长，进军危废打造环保综合平台 .....	94
42、鲁西化工（000830）—前三季盈利超预期，多头产品四季度涨价有望持续，继续强烈推荐！ .....	95
43、威创股份（002308）—大屏业务有所增长，幼儿园业务持续快速发展 .....	96
44、二三四五（002195）—三季度继续高走，需求端保证长线空间 .....	98
45、佩蒂股份（300673）—毛利率持续提升，宠物咬胶龙头成长可期 .....	99
46、宁波华翔（002048）—业绩超预期，核心子公司步入收获期 .....	101
47、安琪酵母（600298）—业绩符合预期，利润率仍有上升空间 .....	102
48、华润双鹤（600062）—输液业务边际改善超预期 .....	104
49、华东医药（000963）—商业增速暂缓 工业增长稳健 .....	105
50、永安药业（002365）—等待长单价格落地 .....	106
51、长春高新（000661）点评—生长激素龙头，持续收益市场扩容 .....	107
52、中信银行（601998）—息差改善非息亮眼，安全边际充足 .....	108
53、七匹狼（002029）—基本面改善持续 Q3 收入增长提速 .....	110
54、东华能源（002221）—Q3 旺季优势未体现，明年 PDH 业绩将充分释放 .....	112
55、尚品宅配（300616）—业绩略超预期，加盟渠道扩张提升盈利 .....	114
56、文科园林（002775）—业绩高增长符合预期，增速逐季提升 .....	115
57、海澜之家（600398）—Q3 受中秋节错后影响收入略下滑 但经营质量有所改善 .....	116
58、华孚时尚（002042）—色纺纱量价齐升，网链业务快速发展深化产业布局 .....	117
59、博威合金（601137）—三季度业绩快速增长 产能瓶颈突破静待佳音 .....	118
60、深圳新星（603978）—国内铝晶粒细化剂龙头，三季度业绩稳增长 .....	119
61、畅联股份（603648）—Q3 业绩略有下滑，长期受益上海自贸区 3.0 .....	120
62、韵达股份（002120）—Q3 利润增速环比下降，长期看好韵达竞争力 .....	121
63、启明星辰（002439）—信息铠甲守护智慧家园 .....	122
64、福耀玻璃（600660）—Q3 营收增速符合预期，美国工厂预计全年扭亏 .....	123
65、伊之密（300415）—订单充沛维持规模效应 明年增长有望持续 .....	124
66、威孚高科（000581）—业绩高增长，重卡行情持续火爆 .....	126
67、通化东宝（600867）—第 3 季度胰岛素国内制剂继续快速增长 .....	127
68、众信旅游（002707）—出境游市场仍显低迷，费用大增导致 Q3 盈利下滑 .....	129

69、康普顿（603798）—Q3 净利率下滑，产能释放值得期待.....	130
70、晨鸣纸业（000488）—业绩符合预期，行业景气助力业绩抬升.....	131
71、金牌厨柜（603180）—业绩超预期，费用精细化助力盈利能力抬升.....	132
72、太阳纸业（002078）—复星财务考量减持，新产能投放助力持续成长.....	134
73、曲美家居（603818）—业绩符合预期，大家居战略长期发展可期.....	135
74、丽珠集团（000513）—艾普拉唑肠溶片加速放量 期待粉针年内获批.....	136
75、碧水源（300070）—利润表符合预期，三季度新增订单速度再加快.....	137
76、三聚环保（300072）—业绩维持快速增长，生物质业务超预期.....	138
77、海利得（002206）—17 年前三季利润 2.6 亿符合预期，看好未来新产能投放带来的高速增长.....	140
78、宋城演艺（300144）—Q3 业绩环比改善，明后年更值得期待.....	141
79、潜能恒信（300191）—前三季度亏损明显，传统油服仍处冬天.....	142
80、华锦股份（000059）—Q3 同比增长约 50%，业绩符合预期.....	143
81、贵州茅台（600519）—报表高增护航，市值加速进攻.....	145
82、山西汾酒（600809）—改革红利持续，高增长态势不改.....	146
83、好想你（002582）—百草味加速成亮点.....	148
84、亿联网络（300628）—前三季业绩增长处于预告上限，未来高成长可期.....	149
85、浙江仙通（603239）—三季报符合预期，静待新车型放量.....	150
86、新北洋（002376）—收入提速，研发投入奠基新一轮扩张.....	151
87、许继电气（000400）—业绩平稳，有较强的发展潜力.....	152
88、紫金矿业（601899）—量价齐升 鉴证具成长型特征的周期股.....	153
89、南山铝业（600219）—全产业链优势明显 顺势而起大有可为.....	154
90、一汽富维（600742）—扣除分红等季节影响，Q3 同比持平.....	156
91、嘉诚国际（603535）—立足华南，Q3 业绩增长 64.2%.....	157
92、广深铁路（601333）—经营面临压力，改革势在必行.....	158
93、圆通速递（600233）—利润增速重回两位数，Q4 业绩弹性加大.....	159
94、小天鹅 A（000418）—双寡头地位确立，打开未来成长空间.....	161
95、TCL 集团（000100）—面板业绩亮眼，全年高增长无忧.....	162
96、福斯特（603806）—毛利率逐渐回暖，静待新业务开花.....	163
97、亿纬锂能（300014）—业绩符合预期，静待动力电池放量.....	164
98、罗莱生活（002293）—家纺主业逐季回暖 “大家纺小家居”战略转型效果渐显.....	165
99、寿仙谷（603896）—三季报增长稳健，看好保健养生产品市场大空间.....	165
100、葵花药业（002737）—黄金单品梯队成型，业绩谷底反转.....	166
101、深圳机场（000089）—业绩高速增长，T3 改造优化产能.....	167
102、长江证券（000783）—2017 三季报报点评：舍得投入，等待收获.....	168



103、聚光科技（300203）—业绩符合预期，增长动力内含，受益环保监管趋严 .....	169
104、超图软件（300036）—订单高企，景气依旧——订单统计系列（四） .....	171
105、万润股份（002643）—盈利平稳，产能增长明确，业绩符合预期 .....	172
106、华域汽车（600741）—Q3 业绩符合预期，打造全球化汽车零部件巨头 .....	173
107、宁波银行（002142）—高成长、高盈利属性明确，息差不良展现行业趋势 .....	174
108、吉艾科技（300309）—AMC 业绩力压同侪，攻势汹汹拓疆域 .....	176
109、鼎龙股份（300054）—各业务有序推进，净利润持续增长 .....	177
110、万科 A（000002）—盈利能力周期性回升、关注市占率及新业务溢价 .....	178
111、中百集团（000759）—3 季度亏损同比大幅下降，改善仍在路上 .....	180
112、四维图新（002405）—业务布局完善，长期趋势向好 .....	181
113、安车检测（300572）—Q3 业绩持续高增长，机动车检测行业进入有序成长周期 .....	182
114、重庆百货（600729）—主业回暖持续，关注混改进程 .....	182
115、建设银行（601939）—业绩改善超预期，重申看好后续四大行估值持续提升 .....	183
116、美亚柏科（300188）—毛利率回升，行业协同拓展顺利 .....	185
117、中国重汽（000951）—Q3 如期高增长，Q4 销量有望环比持平 .....	186
118、荣盛石化（002493）—Q3 符合预期，浙江石化稳步推进 .....	187
119、上海石化（600688）—Q3 环比大增，业绩符合预期 .....	188
120、迪森股份（300335）—2017 年三季报点评：清洁能源设备销量大增，助力“蓝天保卫战” .....	189
121、博世科（300422）—利润表略超预期，在手订单饱满确保未来高增长 .....	190
122、外运发展（600270）—主业持续盈利，敦豪收益良性增长 .....	192
123、片仔癀（600436）—片仔癀系列提价红利开始释放 牙膏业务初具规模 .....	193
124、天赐材料（002709）—业绩基本符合预期，长期竞争力更加稳固 .....	194
125、益丰药房（603939）—运营能力突出，业绩快速增长 .....	195
126、威创股份（002308）—定增顺利完成，幼教版图扩张进入落地执行阶段 .....	196
127、志邦股份（603801）—业绩符合预期，稳健增长渠道为先 .....	198
128、巨化股份（600160）—三季报点评：业绩亮眼打消市场疑虑 .....	199
129、铁汉生态（300197）—业绩高增长符合预期，现金流有所改善 .....	200
130、奥瑞金（002701）—业绩略低于预期，原材料上涨拖累盈利 .....	201
131、中国国旅（601888）—三季报业绩超预期，免税龙头王者归来 .....	203
132、乐普医疗（300003）—业绩延续快速增长，收购胰岛素大品种 .....	204
133、生物股份（600201）—双品种丰收，业绩高增长 .....	205
134、国机汽车（600335）—Q3 同比大增 44%，行业健康发展 .....	206
135、宝泰隆（601011）—业绩增长超预期，针状焦项目值得关注 .....	207
136、海油工程（600583）—Q3 新开工情况不及预期，在手订单继续回暖 .....	208

137、泸州老窖（000568）—加速迈向千亿市值	209
138、海天味业（603288）—增速领跑盈利夯实，龙头风范尽显	211
139、合兴包装（002228）—业绩超预期，龙头企业获客优势凸显	212
140、大亚圣象（000910）—业绩符合预期，内部体系梳理助力效率提升	213
141、浙江鼎力（603338）—业绩持续高增长，定增获批文	214
142、众合科技（000925）—苏州科环并表 业绩完成扭转	215
143、老板电器（002508）—持久胜过狂热	217
144、上海天洋（603330）—三季报同比下降，原材料涨价冲击缓解仍需时日	218
145、广汽集团（601238）—Q3 业绩符合预期，18 年新产能释放助力高增长	220
146、新经典（603096）—业绩延续高增长，净利率逐季提升	221
147、中兴通讯（000063）：经营性现金流创历史新高，海外主流运营商持续突破	222
148、华峰超纤（300180）—威富通并表，成长再添强引擎	224
149、神州泰岳（300002）—继续筑底，曙光在前	225
150、泰山石油（000554）—营收略有下降，现金流稳定	226
151、隆平高科（000998）—隆晶两优表现优异，内生外延潜力十足	227
152、伟星新材（002372）—收入维持较快增速，防水涂料静待放量	228
153、岭南园林（002717）—业绩实现高速增长，现金流有待改善	229
154、健盛集团（603558）—俏尔婷婷并表增厚业绩 贴身衣物优质供应商扬帆起航	231
155、飞凯材料（300398）—17Q3 利润环比提升源于并表和成显示，电子化学品龙头待启航	231
156、峨眉山 A（000888）—三季报增长乏力，期待改革增效	233
157、丽江旅游（002033）—三季报继续承压，开拓稻城亚丁演艺	234
158、国轩高科（002074）—基本符合预期，四季度电池放量可期	235
159、东方嘉盛（002889）—供应链管理先行者，Q3 利润略有下滑	236
160、三安光电（600703）—业绩符合预期，LED 龙头增长动力强劲	237
五、债券、基金和量化研究	238
1、危中见机，毋须过分悲观	238
2、基金市场一周观察（1016-1020）—市场整体回调 首只 FOF 基金成立	239

## 一、宏观篇

### 1、央行外汇占款低增的原因及影响-中国跨境资本流动数据月报 2017 年 9 月

( 分析师： 谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn )

事件：

央行公布：9 月央行外汇占款余额变化为+8.5 亿元。外管局公布：9 月银行结售汇+19 亿元，其中银行代客结售汇+218 亿元，自身结售汇-199 亿元。银行代客远期净购汇 495 亿元；境内银行代客涉外收付款-115 亿元。

核心观点：

1) 9 月代表批发和零售的外汇市场供求状况指标的数据均显示资本流入，结束过去超过 20 个月的资本外流。具体来看，银行结售汇顺差 19 亿元，其中代客结售汇顺差 218 亿元，自身结售汇逆差 199 亿元。不过由于跨境人

民币由流入 385 亿元转为流出 323 亿元，导致银行代客涉外收付款仍是逆差 115 亿元。

2) 9 月央行外汇占款余额增长 8.5 亿元，依然在 0 附近，再次验证我们的判断。央行外汇占款增量较小意味着对流动性的贡献较弱。9 月央行官方外汇储备新增 170 亿美元，虽然汇率折算因素、资产估值因素影响分别为-25、-100 亿美元，但是我们坚持认为央行外汇占款仍不具有大幅增长的可能性，增长的主因是利息和投资收益。预判央行外汇占款仍在 0 附近的关键，是看清央行较少干预外汇市场的态度，让外汇市场供求变化调节汇率走势。在外汇市场供求弱平衡的背景下，边际的成交价格快速变化，体现为人民币汇率的快升快贬。因此，无法根据汇率升值的幅度去倒推净需求的规模。

3) 随着央行外汇占款在 0 附近波动，这也意味着美联储缩表对国内流动性的影响弱化。此前中国央行总资产快速扩张时期与美联储四轮 QE 的时间高度一致，最重要的传导渠道是央行外汇占款。未来美联储缩表更可能通过人民币汇率等资产价格的波动来体现，进而对跨境资金产生负面影响。



4) 继续维持此前的判断，国内外汇市场供求弱平衡，年内人民币兑美元汇率窄幅“双向波动”，而非单边的升值或者贬值。

## 2、PPP 项目 ABS 挂牌条件及披露要求同步发布——资产证券化市场周报（2017. 10. 23）

（分析师：谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn）

1、本周银行间共有 3 期信贷资产支持证券发行，分别为招商银行股份有限公司发起的和信 2017 年第一期汽车分期贷款资产支持证券，华夏银行股份有限公司发起的龙居 2017 年第一期个人住房抵押贷款资产支持证券和奇瑞徽银汽车金融股份有限公司发起的瑞泽 2017 年第一期个人汽车抵押贷款资产支持证券。

2、本周银行间市场共有 1 期资产支持票据公开发行，为新城控股集团股份有限公司发起的新城控股集团股份有限公司 2017 年度第一期资产支持票据。

3、根据上交所和深交所公告，本周共有 15 期资产支持证券在交易所挂牌，其中 10 期在上交所挂牌，5 期在深交所转让。此次挂牌转让产品的基础资产包括小额贷款、基础设施收费、租赁租金、PPP 项目、企业债权和应收账款。

4、下周银行间市场共有 2 期信贷资产支持证券发行，包括 1 期金融租赁资产支持证券和 1 期个人住房抵押贷款资产支持证券，发行总规模为 91.43 亿元。

5、17 华永 1 的基础资产涉及 15 名借款人向发起机构借用的 18 笔金融租赁，资产池未偿本金余额为 251,670.80 万元；17 建元 6 的基础资产涉及 38,956 名借款人向发起机构借用的 39,017 笔个人住房抵押贷款，资产池未偿本金余额为 662,626.48 万元。

6、本周基金业协会共公告 8 只资产支持专项计划完成备案。备案的基础资产包括小额贷款、应收账款和个人消费贷款。

7、本周上交所有 1 个资产支持证券项目状态更新为“通过”；深交所共有 2 个资产支持证券项目状态更新为“通过”。

8、本周银行间资产支持证券成交金额较上周大幅上升，共成交 6,059.00 万份，总成交金额为 60.59 亿元；上交所资产支持证券共成交 268.00 万份，成交金额为 2.69 亿

元，较上周小幅上升；深交所资产支持证券共成交 397.00 万份，成交总额为 4.38 亿元，较上周出现小幅下降。

### 3、不必过度担心美联储缩表对国内流动性的冲击

( 分析师： 谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn )

对当前社会主要矛盾的新判断是理解十九大报告的钥匙，这意味着宏观经济政策的着力点将有所调整。过去几年政策重心在于通过去产能、去库存等手段对两高一剩行业做减法，未来 5 年决胜全面建成小康时期，政策重心将转移至提升产品、服务供给质量，在高端制造业、消费升级、现代服务业以及公共产品方面做加法。精准扶贫、美丽中国以及科技创新是弥补当前国民经济方面不平衡不充分发展的主要手段，这意味着未来居民收入、企业研发支出将进一步提升，推动消费成为经济发展的基础因素，投资成为优化供给结构的关键因素。消费和投资在国民经济中的重新定位也表明在现代化经济体系中，我国经济将摆脱对房地产行业的依赖，居民消费对经济增长的贡献度将进一步向发达国家靠近。今年前三季度，消费对 GDP 增速的贡献率达到 64.5%，超过投资的贡献 30 个百分点以上，就已经体现了未来中国经济结构调整的趋势。

市场非常担心美联储缩表造成中国央行资产负债表的收缩导致国内流动性和商业银行资产负债表收缩，进而对实体经济有负面影响。但我们认为不必为此担心，这是因为央行外汇占款自从今年 2 月份以来进入低速波动，这是因为央行再次尝试减少对外汇市场干预。与过去最大的不同在于，今年中国汇市的供给和需求更加均衡，这是央行持续少干预的基础。我们此前多次指出央行外汇占款继续在 0 附近波动的概率较大。那么这意味着过去美联储资产负债表对央行资产负债表影响最大的传导渠道之一——央行外汇占款的影响已经弱化。

### 4、“打开的窗户不会再关上”-9 月份境外机构债券托管数据点评

( 分析师： 谢亚轩 等；联系方式：86-755-83295524；xieyx@cmschina.com.cn )

境外机构 9 月份大幅增持人民币债券 960.96 亿元，增持幅度再创历史新高，目前已连续 7 个月增持人民币债券。其中主要增持了同业存单 501.26 亿元，国债 284.17 亿元。国债市场中境外占比再创 4.51% 的新高，债券市场整体中境外占比进一步回升至 1.62%。

外管局局长潘功胜在多个场合中指出我国资本市场“打开的窗户不会再关上”，相应的外汇管理将坚持两项原则：“一方面是坚持国家对外开放战略不动摇，跨境贸易和投资便利化水平将继续提升；另一方面是防范跨境资本流动风险，维护国家经济和金融安全。”我国债券市场开放的政策效应不断发酵，将是境外机构趋势性增持人民币债券的核心驱动力。

而近来处于高位的中美利差、处于低位的全球避险情绪以及初步实现双向波动的人民币汇率，均有效提高了人民币债券对于境外机构的吸引力。预计 10 月份境外机构的增持幅度可能将继续维持高位。

跟踪“债券通”的运行情况，9 月份的交易量相较开通首月出现明显提升。我们依旧认为，直接通过“债券通”机制增持的规模应当相对有限，但“债券通”开通的间接效应仍不可小觑。

## 二、策略篇

### 1、新时代 A 股投资三大方向

( 分析师：张夏等；联系方式：0755-82900253    zhangxia1@cmschina.com.cn )

新时代下 A 股投资方向的重大变化

1、创新中国：将十三五规划八大新兴领域作为主攻方向

重视新兴产业各细分领域的龙头，与 QFII 共舞

不妨采取斑马策略——50%白马 50%黑马 ( 创意来自中融基金甘总 )

2、美好生活：消费升级仍然作为重要配置方向，更加重视玩好、乐好、用好

重视影视、游戏、出版等符合数字经济发展的传媒领域在付费大时代逆袭的机会

重视 VR/AR 等在未来三年可能会实现产业化的消费升级领域

重视新消费业态、新消费模式带来的机会

3、美丽中国：重视生态环境建设的“运动式”发展带来的爆发机会

## 2、十九大的召开对投资的指导意义——投资策略周报(1022)

( 分析师：张夏等；联系方式：0755-82900253    zhangxia1@cmschina.com.cn )

我们认为，从明年开始政策可能将会全面转向支持消费和科创，政府建设项目，有可能会偏向生态环境、旅游、市政工程等。供给侧改革、新能源汽车和消费升级是 2016 年触底以来的主战场，美好生活还会持续，消费升级和生态建设仍会持续。

【策略观点】2017 年十九大提出的“我国社会主要矛盾已经转化为人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”是自 1981 年中共十一届六中全会后时隔 36 年再次带来的对社会主要矛盾的新判断，这次将带来什么样的改变，我们拭目以待。

【策略观点】新时代之前经济发展存在经济波动明显、高负债、环境污染以及城镇化交通基建水平要求高四大约束条件。随着经济进步与社会发展，经济发展理念发生明显变化，对经济发展提出更高要求，从以人为本、可持续、全面、协调的科学发展观转型为当前创新、协调、绿色、开放与共享五大发展理念。

【策略观点】当前资本形成对 GDP 贡献率一路下滑，我们认为科创与消费是未来新的增长点。从新时代投资领域的变化来看，无论从增长质量，还是从投资驱动力，到融资方式等，都具有了新的含义。从创新的领域来看，我们认为未来创新主要集中于通信技术、人工智能、机器人与智能制造、新材料、医药、数字经济等领域。

【策略观点】新时代下 A 股投资方向的重大变化：1、创新中国：将十三五规划八大新兴领域作为主攻方向：重视新兴产业各细分领域的龙头，与 QFII 共舞；不妨采取斑马策略——50%白马 50%黑马（创意来自中融基金甘总）。2、美好生活：消费升级仍然作为重要配置方向，更加重视玩好、乐好、用好；重视影视、游戏、出版等符合数字经济发展的传媒领域在付费大时代逆袭的机会；重视 VR/AR 等在未来三年可能会实现产业化的消费升级领域；重视新消费业态、新消费模式带来的机会。3、美丽中国：重视生态环境建设的“运动式”发展带来的爆发机会

【主题跟踪】党的十九大报告为中国未来发展规划蓝图。针对我国社会主要矛盾已经从“物质文化需要”到“美好生活需要”，从“落后的社会生产”到“不平衡不充分的发展”，中央提出抓重点、补短板、强弱项。民生（收入、医疗、养老、教育、居住等）、创新、

环保、区域经济是政策发力的重点领域。短期关注自由贸易港、健康中国、美丽中国，中期关注雄安和租售同权、高端制造业（新能源汽车、人工智能等）。

【财经要闻】美国上周初申请失业金人数触及 44 年低位，巩固美联储 12 月升息预期；扎实推进人民币国际化，金融监管趋势会越来越严；地产销售下滑但土地成交同比增速提升，中游钢价水泥继续上行。

【估值/解禁跟踪】上周全部 A 股估值（TTM）环比下降，中小板估值从 42.5 上下降至 41.7，创业板估值从 55.6 下降至 54.6。沪深 300 成分股整体估值持平。下周限售股解禁规模环比下降，上周全周重要股东二级市场减持 5.8 亿。

【盈利预测】对全 A（非金融）2017 年盈利预测下降，对中小板 2017 年盈利预测下降，对创业板 2017 年盈利预测下降；对部分周期品（特别是钢铁），对通信、电子、机械设备、电气设备等行业盈利预测下调（均为 Wind 一致预期）。

### 3、私募基金规模分化，公募基金仓位回升——A 股市场流动性监测周报（1023）

（分析师：张夏等；联系方式：0755-82900253    zhangxia1@cmschina.com.cn）

私募基金规模分化，公募基金仓位回升——A 股市场流动性监测周报（1023）今年以来，私募证券投资基金的发行速度明显放缓，且证券基金管理规模在 2 月达到最高值 28014 亿元后，逐月递减，虽然 7 月略有回升，但仍未改变基金管理规模下行的趋势，最近两个月继续收缩，截至 9 月末为 22189 亿元，较年初减少了近 20%。与之相反，股权创投私募基金的规模则在持续快速扩张，9 月末达到 64816 亿元，较年初增长了约 38%。市场未形成趋势行情、私募监管趋严、统计口径变化等因素共同导致两类私募基金规模分化的结果。

10 月 16 日-10 月 20 日，招商 A 股流动性指数为 -2.39，较前一周大幅下降 12.8，市场流动性下降。资金面预期指标上升，从 -1.36 上升至 -0.17。分项看，基金发行份额较前一周上升约 16.2 亿至 22.9 亿；IPO 融资较前一周下降约 35 亿至 35.8 亿，下一周 IPO 融资预计将上升至 53 亿；限售解禁市值为 648.9 亿，较前一周下降约 626 亿，下一周将下降至 420.6 亿元。资金供需指标大幅下降，从 17.92 下降至 -3.76。分项看，截至 10 月 20 日，融资余额为 9821 亿元，融资净买入大幅下降 313 亿元，为 -75 亿。



沪深股通累计净流入约 23 亿元，净流入较前一周下降 116 亿；重要股东净减持，金额较前一周下降约 3 亿元至 2.8 亿。资金活跃度指标较前一周下降，从-0.35 下降至 -0.38。

基金持仓方面，股票型和混合型基金整体仓位（10 月 20 日）分别较前一周（10 月 12 日）增加 1.21%和增加 1.58%至 90.69%和 81.75%。大盘股仓位较前一周增加 0.88%至 0.99%；中盘股仓位较前一周增加 0.99%至 15.22%，小盘股仓位较前一周减少 0.34%至 25.36%。

### 三、行业报告精粹

#### 1、招商“交”点之周报篇—上海自由港起航，BDI 持续向上

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

交运板块市场变化（本周）：本周，沪深 300 指数报收 3927 点，上涨 0.1%；申万交运报收 3019 点，上涨 1.4%，领先沪深 300 指数 1.2%。二级子行业全部上涨，物流涨幅最大，上涨 4.81%；航运涨幅最小，上涨 0.40%。个股本周上涨 53 家，未涨 2 家，下跌 48 家；涨幅最大的是华贸物流，上涨 17.79%；跌幅最大的是音飞储存，下跌 6.84%。

海运数据回顾（本周）：（1）远洋干散：BDI 指数报收 1578 点，本周上涨 6.3%；BCI 指数报收 3145 点，本周上涨 9.5%；BPI 指数报收 1643 点，本周上涨 2.3%；BSI 指数报收 1126 点，本周上涨 5.3%；BHSI 指数报收 679 点，本周上涨 4.6%。CDFI 指数报收 1184.68 点，本周上涨 5.3%。（2）沿海干散：CCBFI 综合指数报收 1279.6 点，本周上涨 4.2%。（3）集运：CCFI 报收 772.27 点，本周下跌 0.0%；SCFI 报收 747.38 点，本周上涨 3.1%。（4）远洋油轮：BDTI 指数报收 903 点，本周下跌 0.8%；BCTI 指数报收 563 点，本周下跌 6.4%。CTFI 指数报收 765.94 点，本周上涨 9.6%。

铁路（九月）：2017 年 09 月，铁路客运周转量为 1101 亿客公里，同比增长上涨 3.50%；货运周转量为 2273 亿吨公里，同比上涨 11.10%。

公路（九月）：2017 年 09 月，公路货运量为 34.49 亿吨，同比上涨 12.44%；公路客运量为 11.94 亿人次，同比下跌 9.5%。

固定资产投资（九月）：截止 2017 年 09 月，交运行业固定资产投资 43270 亿元，同比上涨 15.1%，占全部固投的 9.4%。其中，铁路运输投资 5260 亿元，同比下跌 2.5%；道路运输投资 28632 亿元，同比上涨 24.8%。

投资策略：受“上海自由贸易港”主题催化，上海本地股表现强势，继续重点推荐主业高增长+外延并购预期的华贸物流，关注上港集团和上海机场。长周期看，干散 7.6% 的订单/运力比逼近上一轮熊市底部，大周期触底态势明确；17 年供给增速 3.5% 略小于需求增速 3.8%，支撑运价回升；BDI 短暂回调后继续上行，持续推荐中远海特。个股重点推荐组合：华贸物流、龙洲股份、春秋航空、白云机场、中远海特、韵达股份、建发股份

风险警示：宏观经济大幅下滑

## 2、原油周观点 20171021—库尔德局势再起波澜 飓风短期影响不足惧

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

本周油价先扬后抑，继续震荡走高。周初，受伊拉克库尔德地区交火事件以及特朗普否认伊朗遵守伊核协议引发市场波动，油价明显上扬。随后因合约交割换月，多头获利了结，周四油价回吐了部分涨幅。截至周末，布油收 57.94 美元/桶，涨 1.35%；WTI 收于 51.66 美元/桶，涨 0.41%。

库尔德地区局势再发酵，出口量已明显下降。本周，伊拉克政府军宣布占领基尔库克地区的炼油厂、燃气设施以及部分公路和桥梁，但库尔德官方否认了这一说法，双方仍有交火发生。目前库尔德局势仍存在很大不稳定因素，我们认为冲突是否进一步升级将取决于伊拉克对 ISIS 的战况进展，短期冲突升级的可能性不大。有消息称，库尔德自治区经管道去往土耳其杰伊汉的原油出口量已由 60 万桶/天降至 20 万桶/天以下，提振了市场情绪。

美国原油产量受飓风纳特影响超预期下降，维持短期效应判断。10 月 20 日当周美国石油钻机数继续下降 7 台至 736 台，但市场对于钻机数变化的反应明显趋于平淡。当前二叠纪地区大公司能够将成本控制在 30 美元/桶以下，我们认为 Permian 盆地产量在两年维度看基本没有天花板，关键在于投放速度，这对于美国原油产量是非常重要

的支撑。10月13日当周,美国原油产量巨幅回落至840.6万桶/天,环比降幅超过100万桶/天,其中本土48州产量降至789.4万桶/天,阿拉斯加产量则继续回升至51.2万桶/天。本土产量下降是受到飓风纳特(Nate)纳特过境墨西哥湾影响。墨西哥湾区域90%以上的原油产能短期集中停产,影响超出我们预期。据了解,纳特并未像哈维那样带来超强降雨,且基本没有听闻原油生产设施被破坏的消息,预计产量很快将恢复。据此我们依然维持美国原油日产量将创新高的观点不变。

美国出口突增是基于布油-WTI价差效应,背后蕴含深刻变化。美国原油出口量在9月底创历史新高,9月29日当周出口量达198万桶/天,随后几周维持高位。我们认为当前布伦特-WTI的高价差是出口突增并实现区域套利的核心因素。5-6美元/桶的价差自9月开始便持续维持,起初受美国炼油产能中断和北海布伦特地区供应偏紧的共同影响,但在飓风效应消退之后的1个月时间内价差依然能够维持,表明背后另有深意。我们认为WTI的折价一方面反映美国供应依然充足的预期,另一方面也是美国扩大出口抢占市场份额的需要。WTI 50美元为美国页岩油企套期保值18年H1产量提供了难得机遇!市场接纳美国原油出口也是中长期走向再平衡的必经之路。

维持Brent“中油价”观点,重点关注四条主线。未来1年油价波动的主因依然是OPEC减产力度与美国页岩油产量增速之间的动态博弈。油价仍将在“上有顶、下有底”的“中油价”区间运行,我们相对看好18年以后的油价。基于此判断,应持续关注4条主线:一是涤纶长丝的中期复苏和龙头进军大炼化,推荐桐昆股份;二是滚动低成本收购美国页岩油核心资产,推荐新潮能源;三是具有天然气一体化产业链优势的中天能源;四是丙烷脱氢制丙烯高景气,推荐东华能源;风险提示:页岩油产量持续超预期;地缘政治风险。

### 3、石化周观点 20171022—我国天然气消费量大增,关注板块机会

(分析师:王强等;联系方式:13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn)

最新原油观点:库尔德局势再起波澜,飓风短期影响不足惧?周初,受伊拉克库尔德地区交火事件以及特朗普否认伊朗遵守伊核协议引发市场波动,油价明显上扬。随后因合约交割换月,多头获利了结,周四油价回吐了部分涨幅。截至周末,布油收57.94美元/桶,涨1.35%;WTI收于51.66美元/桶,涨0.41%。我们继续维持去年下半年

以来的 Brent“中油价”观点，油价仍将在“上有顶、下有底”的“中油价”区间运行，不盲目乐观、也不必要过分悲观。

大石化产品：本周石脑油价格上涨 0.09%，乙烯价格走平，丙烯和纯苯分别上涨 1.06% 和 0.77%，苯乙烯和甲苯价格分别下跌 0.25% 和 0.38%，丙烷和丁烷价格分别下跌 1.06% 和 1.05%。化纤产品：本周 PX 进口价格微涨 0.16%，PTA 价格下跌 1.57%，MEG 大涨 3.48%，涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 价格分别下跌 1.03%、1.53% 和 0.88%；锦纶产业链己内酰胺和锦纶 POY 价格分别上涨 6.63% 和 4.35%，氨纶 20D 价格走平，40D 价格上涨 1.28%。截止 10 月 20 日，中纤网统计涤纶长丝 POY、FDY 和 DTY 的库存天数分别为 13、13 和 21.5 天，环比上周分别下降 1、1 和 0.5 天，国庆期间长丝库存有所上升，节后下游采购积极性增加，继续关注行业库存变化，维持涤纶长丝行业中长期复苏的观点，建议重点关注桐昆股份。橡胶产品：本周天然橡胶上涨 0.22%，丁苯橡胶和顺丁橡胶均分别下跌 5.67% 和 5.70%，丁二烯（FOB 韩国）价格走平。目前下游国内全钢胎和半钢胎的开工率为 64.10% 和 65.83%，环比节前略有下降，开工率整体依然不高，2017 上半年全球天然橡胶产量增长 5.8%，而同期消费量仅增长 0.3%。丙烯酸产业链：本周丙烯酸价格下跌 2.92%，甲醇和乙醇分别上涨 2.57% 和 0.80%，丁醇、辛醇、丙烯酸乙酯和丙烯酸丁酯价格下跌 1.97%、0.68%、3.08% 和 8.43%，丙烯酸甲酯走平。其他产品：本周环氧丙烷、环氧乙烷和正丁烷价格走平，醋酸大涨 4.94%，顺酐微跌 0.23%，MTBE 价格上涨 0.90%。国改方面：《深化石油天然气体制改革的若干意见》下发，我们认为油气改革的核心是价格机制市场化和市场准入放开，关注天然气价格市场化、民营炼油放开、LNG 接收站放开确认及油气专业化重组，关注荣盛石化、桐昆股份、恒力石化、恒逸石化、中天能源、中国石化和大庆华科。关注中石化销售公司上市带来的价值重估，重点关注中国石化。

原油相关数据监测。截至 10 月 20 日，美国活跃石油钻机数下降 7 台至 736 台，截止 10 月 13 日当周美国原油产量较上周下降 107.4 万桶/天至 840.6 万桶/天；10 月 13 日当周美国原油商业库存 4.565 亿桶，周下降 570 万桶，汽油库存 2.223 亿桶，周增加 90 万桶。

化工品价格监测。在我们监测的 53 种化工产品中，本周涨幅前 5 名的产品分别为己内酰胺 CPL 内盘、醋酸（华东）、锦纶 POY、MEG（华东）、HDPE(DGDA6098)：齐鲁石化，分别上涨 6.63%、4.94%、4.35%、3.48%、2.86%。在我们监测的 29 种化

工产品价格差中，本周涨幅前 5 名分别为丁二烯:华东地区、丙烯酸丁酯（华东）、顺丁橡胶(BR9000):华东地区、丁苯橡胶(1502):华东地区、碳四原料气:齐鲁石化，分别下跌-13.52%、-8.43%、-5.70%、-5.67%、-4.12%。

中油价时代可以持续关注 4 条主线：（1）是涤纶长丝的中期复苏，化纤龙头进军芳烃大炼化，建议推荐桐昆股份，（2）低成本收购美国页岩油资产的窗口依然存在，重点推荐目标成为国际化中大型石油公司的新潮能源；（3）我们长线看好拥有海外便宜气源的天然气一体化公司，重点推荐中天能源；（4）中油价丙烷脱氢制丙烯（PDH）处于最佳盈利区间，推荐龙头东华能源及卫星石化。

本周模拟组合：本周模拟组合不变，为桐昆股份、东华能源、新潮能源、中国石化和中天能源，权重各 20%。上周我们模拟组合的收益率为-3.03%，累计收益率为 11.10%，超额收益率为 8.02%。

风险提示：国际原油价格暴跌，下游化工品需求下降。

#### 4、医药生物行业 2017 年第 43 周周报—可以继续提升医药配置

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

主要观点：

上周板块数据回顾：上周上证综指下降 0.35%，中小板下降 0.41%，创业板下降 2.38%。医药生物板块表现一般，上周上涨 0.07%，跑赢中小板和创业板。中药饮片板块在寿仙谷个股拉动下，上涨 3.78%，涨幅最大。跌幅方面，受富祥股份、新光医药等个股影响，化学原料药板块下跌 2.55%，跌幅最大；受益于新政策的医疗器械板块，热度逐渐回落，下降 2.35%；其他医药生物子板块变动较小。

个股方面，上周中成药个股表现强势，四只中成药股票跻身涨幅前十，其中云南白药、片仔癀分别上涨 8.8%、7.6%，位于涨幅第二、第六；此外，贝达药业作为国内创新药标杆企业，研发管线看好，股价上涨 10.7%；沃森生物引入新投资者，对子公司玉溪沃森增资，上涨 7.8%；FDA 宣布批准 Kite Pharma 的 CAR-T 疗法 Yescarta 上市，与 Kite 合资在中国推进 Car-T 的复星医药股价上涨 7.6%。跌幅方面，医疗器械个股股价逐渐回落，其中九安医疗、乐心医疗、康德莱分别下跌 16.2%、14.6%、12.3%，



跌幅较大；溢多利预计前三季度净利润下降，股东拟减持，股价下跌 15.5%；此外，次新股大理药业上周开盘，跌幅为 14.5%。

投资策略上，我们认为创新（包括创新药、创新器械、创新技术）将继续是明年的主要投资逻辑之一，研发管线对于提升上市公司的估值将越来越重要，可以关注研发实力优秀、估值尚合理的企业，如华东医药、丽珠集团、乐普医疗等，以及有新药已经上市或即将上市的公司，如通化东宝、长春高新等，创新检测技术公司如透景生命等。我们强烈推荐的标的是：1、信立泰，被低估的创新药企业，明年开始每年 1~2 个首仿或创新药，18PE 仅 21 倍；2、华东医药，未来三年复合增速 25%，PEG 在版块内最低；3、云南白药，看好未来持续快速增长；4、太极集团，混改预期+定增底价提供安全边际；5、通化东宝，业绩稳健 30%的增速；6、老百姓，全国布局连锁扩张，虽然短期股价受压制，但估值仅 34 倍。

风险提示：市场波动风险，个股业绩不达预期

## 5、餐饮旅游行业周报—华住首旅 Q3 经营数据靓丽，坚定看好酒店业龙头

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

大盘股表现强势，其他板块普跌，旅游板块继续回调。本周 A 股多数板块下跌，仅食品饮料、交运、银行板块上涨，餐饮旅游板块指数下跌 1.59%，表现弱于沪深 300 指数（上涨 0.15%），居各板块涨跌幅中游。个股方面，除了国旅联合、首旅酒店、中国国旅上涨外，大部分个股本周出现下跌。

首旅三季报预增超预期，如家 Q3 业绩增长超 60%。首旅酒店发布三季报业绩预告，归属净利润同比增长 245%至 255%，达到 5.41-5.57 亿元，业绩略超市场预期。其中 Q3 单季度净利润约 3.1 亿元/增长 118%，主要是因为：1）酒店和景区业务业绩快速释放；2）如家并表范围有所变化，同时财务费用较上年同期减少。预计如家 Q3 贡献净利润 3.1 亿左右，同比增长 60%-70%，延续 Q2（净利润 2.2 亿/增长 60.5%）的强劲表现。

经济型酒店迎来涨价潮，华住 Q3 经营延续靓丽表现。美股华住酒店公布 2017Q3 经营数据，整体入住率/平均房价/RevPAR 增长 4.1pct/12.4%/17.3%，超过 Q2 增幅

( 4.8pct/8.2%/14.0% )。拆分来看，华住 Q3 经济型酒店经营数据加速上升，整体入住率/平均房价/RevPAR 增长 4.5pct/4.3%/9.4%，随着汉庭 2.0 升级的全面推进，华住旗下经济型酒店已迎来全面涨价，并推动 RevPAR 持续上升；中档酒店 RevPAR 延续较快增长，整体入住率/平均房价/RevPAR 增长 3.6pct/5.2%/9.5%。此外，华住 Q3 净增加酒店 115 家，开业速度较 Q2 大幅提升（Q2 华住自身净开业酒店 65 家）。华住率先披露 Q3 经营数据，RevPAR 加速增长，表明 Q3 酒店业延续回暖趋势，预计三家酒店龙头 Q3 经营业绩仍将保持快速增长。

锦江收购铂涛剩余股份，提升控制权，增厚全年业绩。10 月 20 日，锦江股份公告，拟 12.05 亿元现金收购控股子公司 Keystone( 铂涛集团 ) 少数股东 Protototal Enterprises Limited ( 实际控制人何伯权 ) 持有的 Keystone12% 的股权。本次交易完成后，公司对铂涛集团( 七天酒店母公司 ) 的持股比例由 81% 上升至 93%，剩余股份仍由其创始人郑南雁持有，由于何伯权作为投资人并不参与铂涛的经营管理，因此股权变动对铂涛影响并不大，且有利于公司组织架构、业务划分的清晰化。我们预计，今年铂涛有望实现净利润 3 亿元左右，此次收购完成后，将增加锦江 2017 年归属净利润 3600 万元左右，增厚约 4%。

风险因素：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。

## 6、趣店：背靠蚂蚁金服，规模快速扩张

( 分析师：郑积沙等；联系方式：0755-82943241zhengjisha@cmschina.com.cn )

背靠蚂蚁金服，业绩快速扩张。罗敏( 持股 21% ) 是趣店的最大股东，三家 A 股上市公司昆仑万维、联络互动( 间接 ) 和国盛金控( 间接 ) 分别持股 19.2%、15.7% 和 5%，蚂蚁金服集团从 15 年 8 月的 E 轮融资进入，目前持股 12.5%。与蚂蚁金服的合作是趣店快速扩张的关键因素之一，支付宝的二级界面中的“来分期”应用窗是趣店的主要获客渠道，尤其是重复用户。2017H1，趣店交易总金额达到 382 亿元，活跃借款人提升至 559 万人，分别同比增长 266% 和 307%，借款人复购率由 14 年的 14.7% 提升至目前的 82.7%。趣分期从校园贷起家，后在政策强监管下逐步退出校园分期市场，目标客户向中低收入的年轻蓝领阶层转型，从业绩来看成效显著，目前 90.8% 的活跃借款人年龄在 18-35 岁之间。

主营高利率现金贷，商品贷业务高速增长。趣店集团业务以现金贷业务为主，收入占比约 83%，现金贷业务目前平均贷款金额为 920 元，平均贷款期限为 2 个月，利率根据不同期限不同贷款金额有所不同，同时如果借款人信用良好能有一定的利息折扣。36%监管红线逐步落实会对现金贷业务所影响。据公司统计，其 16 年仍有 59.5% 的现金贷年化利率超过 36%，若所有贷款年化利率控制在 36% 以下 16 年收入将减少 21%。商品贷业务发展较快，当前收入占比约 15%，平均金额 1250 元平均期限 8 个月，目前趣店商城已吸引 1000 多个品牌超过 14 万 SKU 的商品。

良好的盈利情况，稳健的风险控制。公司逐步发展成熟，资金来源渐优化，筹集资金中自有资金占比 44.6%，来自合作的基金和信托机构的资金分别占比 33.5% 和 14.6%，资金成本/总收入的比例到 16 年之后降至 15% 以下。同时由于蚂蚁金服有效的推广，公司销售费用率明显降低，目前仅 8.2%，今年 8 月趣店与蚂蚁金服重签合作协议，需为导流支付费用，预计销售费用会有所提升。随着成本费用的有效控制，趣店的净利润良性增长，2017H1 实现净利润 9.73 元，同比增长 695%。趣店也与芝麻信用紧密合作，共享用户信用状况，在风险控制方面也有亮眼成绩，业绩快速增长的同时用户逾期的罚金收入基本稳定，拨备率控制在 2% 以内，坏账准备金率仅为 0.28%。

相关标的：昆仑万维、联络互动、国盛金控持股趣店，不仅随着趣店上市资产增值，也验证了其精准的投资眼光。另一方面，趣店业绩及估值的上涨验证了互联网消费金融市场庞大及增速亮眼，而当前重庆百货也持股互联网消费金融平台马上消费金融 30%。马上消费金融和趣店均主营线上现金贷类产品，支付宝都贡献较大流量。但二者存在差异，趣店在大数据风控、与支付宝紧密合作方面有更明显的竞争力；马上消费金融审批更严、利率更低（如循环额度产品日息大概信用卡水平），风控更为严格；同时作为持牌公司，资金多来自同业拆借，在资金成本更有优势。

## 7、煤炭产业链跟踪周报（2017-10-21）—环保限产持续冲击，等待煤炭股调整后的机会

（分析师：卢平等；联系方式：18601212870 luping@cmschina.com.cn）

动力煤方面，近期产地矿井停产减产较多，供应缩减明显，但同时下游电厂延缓需求，产地煤价持续松动；港口煤价高位波动，但秦港库存已至高位，在预期会后供应有所恢复的情况下，煤价承压明显；进口煤价全面上行，主要由于印尼正处雨季，发运较

为困难，供应持续偏紧，短期内该情况仍将持续。煤焦钢方面，钢价高位震荡，焦炭因库存压力步入下行通道；受焦炭限产影响，焦煤面临需求下滑的困境，目前产地价格已出现下跌，预计短期内仍将持续走弱。投资策略方面，环保限产对焦煤价格产生明显负面影响，动力煤价格在会后供应恢复预期下面临下行压力，加之市场对后续经济走势仍存隐忧，煤炭股逐渐走入调整格局。建议等待此轮回调完成后进行抄底，预计时点在 11 月中下旬附近，重点关注山西煤炭企业西煤、潞安（冶金煤叠加国改）、山煤国际（国改进程最快）、阳泉煤业（有望实现资产整体上市）。

期货市场 动力煤 1801 合约结算价为 627.6 元/吨，涨 10.8 元/吨或 1.7%。螺纹钢 1801 报 3679.0 元/吨，跌 39.0 元/吨或 1.0%。焦炭 1801 报 1726.5 元/吨，跌 123.0 元/吨或 6.7%。焦煤 1801 报 1123.5 元/吨，跌 40.0 元/吨或 3.4%。

煤-焦-钢：焦炭全面回落，焦煤弱势稳定

钢价高位震荡。全国螺纹钢 HRB400 20mm 均价 4083 元/吨，跌 39 元/吨或 0.9%；上海地区螺纹钢 HRB400 20mm 价格为 3930 元/吨，跌 60 元/吨或 1.5%

焦炭价格全面回落。唐山二级焦到厂价 2140 元/吨，跌 100 元/吨或 4.5%；临汾二级焦出厂价 1840 元/吨，跌 100 元/吨或 4.6%。

港口焦煤价格弱稳。京唐港山西主焦煤库提价 1650 元/吨，持平；1/3 焦煤库提价 1440 元/吨，持平。

产地焦煤价格基本稳定。临汾主焦精煤车板价 1610 元/吨，持平；临汾肥精煤车板价 1600 元/吨，持平；临汾 1/3 焦精煤车板价 1400 元/吨，持平

港口焦煤库存低位运行。北方四港焦煤库存 88 万吨，上升 18 万吨或 25.8%。

动力煤：广州港煤价高位上行、电厂库存持续回落

广州港煤价高位上行。环渤海指数收于 583 元/吨，跌 2 元/吨或 0.3%；广州港山西优混（Q5500）报 820 元/吨，涨 20 元/吨或 2.5%。陕西榆林烟煤末（Q6000）坑口含税价 487 元/吨，下跌 31 元/吨或 6.0%。

沿海运费高位上行。秦皇岛至广州运费指数 CBCFI 收于 47.4 元/吨，涨 1.2 元/吨或 2.6%；至上海 CBCFI 收于 47.4 元/吨，涨 1.2 元/吨或 2.6%。

港口库存维持高位，电厂库存持续回落。秦港本周库存 717 万吨，持平；六大发电集团本周库存 957 万吨，下降 9 万吨或 0.8%；库存天数为 15.0 天，减少 1.0 天；本周日均耗煤 64.1 万吨，下降 3.9 万吨或 5.8%。

投资策略：后续环保限产对焦煤价格有明显的负面影响，加之近期市场对后续经济持续产生担忧，建议等待此轮煤炭股回调后进行抄底，预计时点在 11 月中下旬附近，重点关注山西煤炭企业西煤、潞安（冶金煤叠加国改）、山煤国际（国改进程最快）、阳泉煤业（有望实现资产整体上市）

风险提示：煤价大幅上涨引发政府逆向调控；山西国改进程低于预期；环保限产力度不及预期；环保限产导致经济失速

## 8、铜镍强势运行、锂钴持续供应紧张—招商有色最新观点

（分析师：刘文平 等；联系方式：18682001290 liuwenping@cmschina.com.cn）

1、铜：2018 年铜精矿由负增长转正增长，但是增幅不及往年。废铜供应也弱化供应的压力。2019 年开始铜精矿将开始供应增速迅速下滑的局面。预计 2018 年中国进口铜精矿长单 TC 势必较 2017 年下降。整体来看，我们对铜价中长期依旧保持上涨观点。推荐关注：江西铜业、铜陵有色、云南铜业。

2、铝：山东聊城和山西暖季工业企业实施细则公开。至此，今年采暖季限产基本明朗。等待库存下降给电解铝市场注入信心。短期看，受氧化铝、预焙阳极价格以及发电成本连续大涨，电解铝生产成本高企，铝价已经基本跌至成本线附近，电解铝价格下跌空间不大。等待库存止增转降给予信号，采暖季保持看多铝价观点。推荐关注：云铝股份、神火股份、怡球资源、中孚实业、南山铝业、明泰铝业。原料预备阳极限产连续超预期消息，推荐关注龙头且唯一上市标的：索通发展。

3、铅锌：冬储备货季节临近，北方严寒地区减产即将到来，铅锌精矿采购预计更加困难。加工费仍有下降空间。11 月下旬明年长单谈判将开启。四季度铅锌库存将持续低



位。铅锌价格值得继续关注。关注标的：中金岭南、驰宏锌锗、锡业股份、西藏珠峰、建新矿业、盛达矿业、西部矿业、兴业矿业、盛屯矿业。

4、锂：本周内碳酸锂市场价格上涨运行，部分企业有 2000-5000 的价格上调，目前电池级碳酸锂市场价格 17.0-17.5 万元/吨，工业级碳酸锂市场价格 14.8-15.5 万元/吨，下游市场接货十分积极，当前处于易卖难买行情，有价无市现象明显。SQM 与智利政府机构纠纷仍未解决，体现了国外锂盐释放进度仍然缓慢，预计未来供应增速依然小于需求增速。继续推荐：赣锋锂业、天齐锂业、雅化集团。

5、钴：本周电解钴主流生产企业原料成本颇高报价坚挺，但市场成交量较少，刚需客为保证生产小量采购，市场被动跟涨，需求商 9 月底所备库存将陆续用完，预计未来一周金属钴价格及成交量将逐步增长。下游正极材料，三元材料前驱体和钴酸锂价格都有所上调，显示需求较好。继续推荐：洛阳钼业、华友钴业、寒锐钴业。

6、稀土：本周稀土价格逐步持稳，虽然北方稀土挂牌价较前月大跌，但市场传言某集团将针对镨钕进行大量收购，导致多数商家观望后市，镨钕价格持稳变化，其他稀土品种也处于稳定中。此外，传言国储 11 月收储准备推进，商家对后市发展心态转变，预计后期稀土价格有望出现上涨。

风险提示：供给侧结构性改革低于预期；以及大盘的系统性风险。

## 9、计算机行业周报 2017 年 10 月 22 日—AlphaGo Zero：迈向通用 AI 的重要一步

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

计算机板块指数本周跌 5.07%。计算机板块目前 TTM PE 为 53 倍左右，板块分化愈加凸显，建议继续聚焦下游需求确定性较高领域，如政府投资相关的“泛基建信息化”以及估值较低的细分白马龙头，同时关注符合产业趋势方向的标的，重点关注互金、人工智能、SaaS、泛基建信息化等领域龙头个股。

AlphaGo Zero 横空出世，40 天自主训练即可超越所有版本 AlphaGo。迄今最强版本 AlphaGo Zero 诞生，使用纯强化学习，将价值网络和策略网络整合为一个架构，经过 40 天自我训练后即可超越所有版本 AlphaGo。此前 AlphaGo 需使用人类专家下棋的

数据进行监督学习训练，而 AlphaGo Zero 最具突破的一点在于不使用人类数据、指导或规则以外的领域知识，因此它不再受限于人类知识的局限，并且其消耗的算力也更少。

AI 在算法上的重要进步：我们曾经讨论过 AI 算法当前的瓶颈在于“有待机器和世界建立直接的交互”。现在的深度学习往往基于人类对世界的理解和认知，并将这种认知对机器予以灌输和训练，也可以说，当下的机器学习依旧是在人类搭建的经验和法则下进行。就比如之前的 AlphaGo 需要大量人类围棋高手的“高质量”数据。但事实情况是，若真要将 AI 投入实践应用，如何获取高质量的大数据是一大难题。并且，机器要想有一天超越人类的智慧，应该需要某种算法来实现机器与真实世界的直接交互并自我推演。因此我们认为本次事件的最大意义在于算法上的突破和启发，从 AlphaGo Zero 身上我们已可以隐约看到 AI 摆脱人类的经验边界，并与真实世界直接交互的能力。

标志着人类向通用型人工智能迈出了重要一步。此前普遍的观点是 AlphaGo 战胜人类只是展示了机器的强大计算能力，但依旧缺乏“泛化智能”的能力。而 AlphaGo Zero 所代表的强化学习由于不依赖人类知识，未来或将成为人类迈向通用型 AI 的重要途径。从目前看，大多数 AI 只能执行一项特定任务，比如翻译语言或识别人脸。如果能够实现通用型人工智能，就可以快速推广至许多不同的任务场景中，才能称为真正意义上的“智能”。

从计算机行业的两个维度看投资机会曙光在前：一方面估值逐步消化，另一方面产业如火如荼。过去几次大的 IT 浪潮的基本规律是软硬件的核心技术的出现和整合，带来全新的人机交互方式，在此基础上产生大量的商业应用。标的选择上，建议自下而上的选择真正具有成长性的优质标的。继续建议投资者选择：1、业绩增长确定性高标的（估值不一定低）；2、业绩反转估值弹性较大的品种。行业整体来看，行业利润继续改善有望成为板块反弹的重要因素。重点关注：云计算、人工智能、消费金融/互联网金融、无人驾驶等。

风险提示：政策支持力度低于预期；核心技术发展遭遇瓶颈。

## 10、钢铁行业周报—关注钢铁库存快速下降

（分析师：杨件 等；联系方式：13817160546 yangjian7@cmschina.com.cn）

社会库存快速下降。本周跟踪的区域成交量有所回落，其中，上海终端成交量环比降 14.2%；最近一周全国 236 家钢贸商出货量 15.7 万吨，月环比降 24.4%。库存方面，本周钢材社会库存 1004 万吨，环比下降 3.8%。其中，长材环比降 3.7%，板材环比降 4.1%；而 10 月上旬钢厂库存 1231 万吨，旬环比降 4.2%。受环保限产影响，本周开工率继续小幅下降，全国高炉开工率 88.7%，环比降 0.1%。本周各品种钢价小幅下跌，而原料端普遍跌幅更大，测算的吨毛利继续回升。其中，长材毛利维持在 800-1100 元/吨左右，板材毛利则为 680-880 元/吨。

供需进一步改善，继续关注钢铁股反弹。随着钢厂限产区域及力度扩大，开工率开始稳步下降，社会库存亦呈现加速下降趋势，行业供需逐步从边际恶化进入边际改善，钢价有望走稳甚至反弹。考虑近一段时间原料价格跌幅更大，钢铁利润有望再次扩大，而钢铁板块有望出现一波反弹。随着近期个股普遍回调 20%之后，风险逐步释放，核心标的估值普遍在 5-8 倍之间，钢铁股反弹概率在增加。首选业绩好、高弹性标的华菱、八钢、新钢、安阳、方大、柳钢、南钢等；此外，龙头宝钢、鞍钢、河钢、太钢、首钢等亦可关注。

自下而上个股继续看好首钢股份、恒星科技。1) 首钢股份：典型的大集团、小公司，资产证券化率提高预期较强。前期大股东完成更名与整体改制，为未来的更大转型发展奠定了体制基础，转型改革预期再次升温，判断后续继续转型的可能性仍然较大。2) 恒星科技：金刚线潜力标的，打开未来成长空间。国内金属线材制品细分龙头，传统主业下游对应汽车、基建等市场，实现稳健增长。同时，15 年定增募投进军金刚线市场，预计项目贡献净利润 2.5 亿元，打开未来成长空间。近期实施员工持股计划，彰显对未来信心。

风险提示：供给侧改革不达预期、钢铁下游需求下滑。

## 11、板块超额收益区间渐进、上游供需关系仍存改善空间 - 招商房地产周观点&高频追踪报告

（分析师：赵可 等；联系方式：0755-82943231      zhaoke@cmschina.com.cn）

行业策略：

(1) 全国销量 9 月单月同比增速本轮周期内首次转负，主因是房贷利率攀升、基数抬高等；另外，高频数据显示，57 城销量 10 月（截至 20 号）同比降幅继续扩大（历史上 57 城与全国销量同比走势大体一致）。强调前期脉冲式调整的特点逐渐式微，后面行业的调整将更容易被市场所识别，但与此同时，调整也在逐渐接近本轮小周期的底部，预计 4 季度全国销量降幅将继续扩大，全年增幅回落至 5% 左右，全国销量同比 18 年中见底，结构上，低基数将导致重点城市（尤其一/二线）先企稳

强调：a. 超额收益从明年上半年甚至从今年四季度末开始。结构上看，低基数将导致重点城市（尤其一/二线）先企稳，因此应该重点选择布局上浮，位于一/二线城市的公司；b. 强调市占率快速提升逻辑仍在延续，意味着龙头公司销量会与全局销量的变化出现一个对冲，从而导致大家觉得周期股波动率应该下降，因此给出了一个更高的估值；c. 最近大公司股价调整之后，估值又重新具备优势，所以策略上重回“逆向投资”，估值有优势的价值型蓝筹重新具备配置价值，继续关注价值成长主线，仍以资源型、基本面有保障、有积极变化的公司为主

(2) 名义投资维持高位得益于价格指数和拿地费用双回升，实际投资增速已降至 0% 附近，强调房地产上游机会仍未结束，精选与地产背离大的行业

再次强调：a. 名义投资并不会永远平稳下去，短期的反弹主要源于拿地费用的滞后回升和价格指数的持续高位，而随着后期价格指数和拿地费用增速双双见顶回落，名义投资大概率加速下滑，我们预计这个时点在明年 1 季度及往后；b. 剥离价格因素和拿地款后，房地产投资下滑则非常明显，反映出对上游的真实量的拉动，上游的涨价也正是这种现象的传导

c. 在房地产投资增速趋势下行的情况下，市场或对地产的上游出现短期的谨慎，但我们一直以来强调需结合供需两端看房地产上游（本轮变化供给端占主要因素），供给侧改革使得上游价格上涨提前释放，短期价格虽回调但地产上游供需关系改善仍存空间，在市场流动性风险释放后，房地产上游仍存机会，精选与地产背离大的行业，尤其是有色、钢铁等

房地产上游最新数据排序（8 月）：有色 > 建材 > 钢铁 > 建筑 > 煤炭 > 下游

(3) 资金链继续收紧加大全局房价下行压力。房地产资金链水平(资金来源/投资)在持续回升 4-5 个月后,8、9 月连续收紧,预计 4 季度大概率将继续下滑,若往后触及 1.3(9 月为 1.35)的红线,将对房价形成明显压力,全局价格普跌时间点大概率在四季度及往后,目前三四线房价同比也已见顶回落

(4) 关于十九大:

a. “租购并举”是重大制度性变革,未来政策红利有望持续落地。习总书记在加强社会保障体系建设部分提及房地产“只住不炒”、“多主体供给”、“租购并举”等重要论述。我们去年以来就不断提示,今年一定是租赁大年,大开发商、地方国企、中介服务商等角色将成为集中式长租的主导,二手中介将成为分散式长租的主导

b. 长效机制引导 REITs 启动预期升温。10 月 13 日长租公寓首单资产类 REITs 正式获批发行,今年到明年市场对于 REITs 支持政策持续出台预期升温。因此,我们需要加大对 REITs 的关注,主要有两个维度:一是从事房地产基金的公司,二是自持比例比较高的公司

c. 区域主题概念持续深化。习总书记在讲话中提到,要推动京津冀协同发展,高起点规划、高标准建设雄安新区;以粤港澳大湾区建设、粤港澳合作、泛珠三角区域合作等为重点,全面推进内地同香港、澳门互利合作。推荐在大湾区拥有大量优质土储和一级开发项目的公司

## 12、双氧水、TDI 价格涨幅居前,MDI 明显回落—招商基础化工行业周报 2017 年 10 月第 3 周

(分析师:周铮 等;联系方式:15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn)

### 板块整体走势

本周基础化工板块(申万)上涨 3.02%,上证 A 指上涨 2.40%,板块跑赢大盘 0.62 个百分点。涨幅排名前 5 的股份别为中材科技(+11.82%)、金正大(+6.86%)、江山化工(+5.17%)、元力股份(+4.93%)、濮阳惠成(+4.19%),跌幅排名前 5 的个股分别为:川金诺(-14.31%)、湖北宜化(-13.84%)、世名科技(-13.15%)、北化股份(-10.93%)、新宙邦(-10.78%)。



## 重点推荐公司

强推个股：华鲁恒升、鲁西化工、新和成、龙蟒佰利、沧州明珠、中泰化学、万华化学、兄弟科技、扬农化工、丰元股份、兴发集团、新安股份、飞凯材料、赞宇科技。

## 化学品价格及价差走势

根据招商基础化工数据库统计的 213 个产品价格，周涨幅排名前 5 的产品分别为进双氧水（+17.61%，受益公司为\*ST 川化），TDI（+15.32%，受益公司为沧州大化、北化股份），己内酰胺（+12.24%，受益公司为鲁西化工），R125（+11.26%，受益公司为巨化股份），丁苯橡胶（+10.27%，受益公司为齐翔腾达）。周跌幅排名前 5 的产品分别为改性沥青（-10.71%），MDI（-9.22%），丙烯酸乙酯（-4.25%），PVC（乙烯法）（-3.89%），辛醇（-3.76%）。

根据招商基础化工数据库统计的 54 个产品价差，周涨幅排名前 5 的产品分别为环氧丙烷价差（+43.63%）、顺酐法 BDO 价差（+16.18%）、丁苯/天胶（+8.80%）、气头尿素价差（+7.66%）、涤纶长丝 FDY 价差（+7.66%），周跌幅排名前 5 的产品分别为天胶-丁苯（-445.64%）、天胶-顺丁（-240.22%）、原油价差（-227.37%）、柴油价差（-204.78%）、石脑油价差（-200.57%）。

## 13、建筑行业定期报告—生态建设作为长远任务，PPP 园林长期看好

（分析师：王彬鹏等；联系方式 021-68407543wangbinpeng@cmschina.com.cn）

上周回顾：1) 统计局：前三季度国内生产总值同比增长 6.9%，较上年同期提高 0.2 个百分点；2) 十九大发言人：不能把去杠杆和稳增长对立起来看；3) 财政部：前三季度财政收支折射经济三个更加，经济结构更加优化、发展更加协调、民生保障更加牢靠；4) 国土部启动重点督察，年底前全国房屋信息全掌握；5) 习近平：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位；6) 统计局：前三季度固定资产投资稳定增长，基建投资保持高位运行；7) 长江沿江高铁已正式提上日程，将串起三大城市群；8) 央企混改方案四季度或密集出台，能源类企业混改预期强烈；9) 新房增量市场增速放缓，万科等多家房企掘家装金矿；10) 前三季度国企利润总额同比增长 24.9%，高于收入 9 个百分点。

本周观点：本周我们重点推荐 PPP 园林和基建央企。个股方面，我们推荐葛洲坝、铁汉生态、岭南园林、文科园林、棕榈股份及大盘央企和地方国企等，关注山东路桥、四川路桥、丽鹏股份、金螳螂等。

1) 定调生态建设，PPP 园林受益：十九大报告提出了推进绿色发展、着力解决突出问题、加大生态系统保护力度和改革生态环境监测体制等 4 项改革举措，习主席强调，要牢固树立社会主义生态文明观，推动形成人与自然和谐发展现代化建设新格局，为保护生态环境作出努力。生态建设、环境保护将需要长期努力、久久为功的过程，是民族永续发展的千年大计，十九大再次定调生态建设，未来该领域投资空间广阔。个股方面，重点推荐葛洲坝、铁汉生态、岭南园林、棕榈股份、东方园林等，积极关注丽鹏股份等。

2) 央企 PPP 业务管控文件发布，再次强调风险控制：最近国资委办公厅下发《关于加强中央企业 PPP 业务财务风险管控的通知》（征求意见稿），明确提到央企要审慎开展 PPP 业务，明确自身 PPP 业务财务承受能力的上限，对 PPP 业务实行总量控制，强调控制风险。基建央企新签订单延续高速增长，我们认为未来行业集中度将处于提升的状态，强者恒强的趋势不会变，基建央企等综合实力强的企业订单增长可持续；此外，央企层面改革也在推进，有望调动员工积极性，提升企业效率，订单转化有望加快，业绩增长将更具保障。个股方面，我们推荐中国建筑、葛洲坝、山东路桥、四川路桥、中国交建、中国电建、两铁等。

风险提示：转型不及预期，投资下滑，回款风险。

## 14、新零售深度报告——“新零售”一周年，阿里的求索与梦想

（分析师：许荣聪 等；联系方式：02168407349 xurc@cmschina.com.cn）

“新零售”元年，巨头们布局加速。阿里在提出新零售战略一年以来，加速在零售领域布局，典型动作包括战略入股线下零售企业三江购物、联华超市、新华都；盒马鲜生、零售通等新业务扩张。其他线上线下巨头也纷纷跟进，京东在便利店、无人零售等领域也迈出了坚实的步伐。传统线下零售巨头动作更多表现在新业态新物种的开发，这些新物种在打法上较为相似，且目前仅永辉超级物种、天虹 Space 开始了复制推广。

新零售在今年掀起热潮，背后是因为线上流量红利见底，线下渠道得到价值重塑，同时移动互联网、移动支付的逐步成熟提供技术基础。

三维布局多条线并进，第一年重在模式探索。阿里目前新零售发展的业务包括盒马鲜生、银泰商业、零售通、零售+四块业务，分别代表自营增量创新、自营存量改造、平台化存量改造、平台化增量创新两个维度四个区块。同时在业态维度上覆盖零售的四个主要业态超市、百货、便利店、专业连锁。盒马鲜生作为新零售的样板和先锋，在逐步迭代中已基本发展成熟，开始进行全国范围扩张，未来希望搭建起多层次的商业体系。银泰商业目前仍在“-1 到 0”的旧城改造阶段，计划实现核心业务数据化以及传统商业模式的革新，同时作为百货新零售试验田，承担百货领域的模式探索以及一些新业态的落地孵化。零售通目标是万亿级别的夫妻杂货店市场，冲击多年以来的经销商体系，阿里传奇团队“中供铁军”承担地推任务，有望助力业务加速扩张。

新零售是一个十年甚至更长维度的布局。本轮新零售浪潮，核心在于在用不同方式对各个领域的零售市场进行数据化革新。3.77 万亿的 GMV 造就了阿里这一电商帝国，而线下还有更广阔的社会零售交易规模，如果能将线下零售市场中的一部分通过数字化的方式接入阿里巴巴大平台，可以给 GMV 的增长提供更广阔的空间。阿里引领本次新零售，主要由于互联网企业强调执行力和高效率，能够集中力量办大事，而且有天猫、淘宝等作为稳定业绩来源，发展新业务成本费用压力相对较小，而传统零售企业可能相对较为保守。从阿里云的发展路径来看，新零售从战略提出，到业务突破和稳定贡献收益，可能还有漫长的路要走，第一年更多的是进行模式和方法论的探索，但未来很可能会带来行业的深远变革。

## 15、食品饮料行业周报（2017. 10. 22）——如何看待伊利不断新高——基本面向好的优质资产价值重估

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

如何看待伊利不断新高？——基本面向好的优质资产价值重估。本周伊利再度强势表现，一度全年涨幅超越茅台，位列上证 50 指数成分股第一名。从路演反馈情况来看，市场对乳业预期逐渐升温，但对需求持续性公司及公司来年增长仍心存疑虑。我们认为当前伊利股价堪比 15 年白酒板块，股价在市场仍然存疑中，估值先行到位，随后不断验证的基本面将估值逐渐降低，为股价再度打开空间。基于需求强劲带动收入端增长或

超预期、9 月中秋旺季促销放缓带来费率下降等逻辑，我们预期三季报业绩将有 30% 的增长。但与三季报短期业绩相比，我们更提请投资者关注的是行业需求的回暖，以及龙头份额提升展现出的优质资产真实价值。近期调研及思考后，我们认为，需求回暖和核心原因，是三四线市场受益棚改货币化、二三线城市放宽户籍政策后，带来的财富效应以及城镇化趋势加速，这些政策将贯穿整个十三五计划的后三年，需求回暖可看更久。在需求回暖大背景下，行业增量主要来自三四线城市，这正是龙头企业渠道下沉后的收割战场，龙头品牌份额提升速度将会更快，优质资产在基本面展现出向好趋势后，估值中枢必将提升，这正是过去两年白酒龙头演绎过的逻辑。结合我们三季度所做的大量草根调研和品牌对比，我们建议投资者放低对短期业绩的博弈，以更长视角来买入并继续持有伊利蒙牛。

三季报再度上调全年盈利预测，加速白酒切换行情。近期茅台股价走势显著强于白酒板块及其他个股，三季报预期升温是主要短期推动因素，8000 多吨的发货量点燃市场对下周即将披露的茅台季报预期。投资者此前所担心的放量后批价下跌、消费税、禁酒令等问题均被逐渐打消。当前来看，下周披露的三季报，一线白酒增速及确定性更强，且均有望再超市场当前预期，全年及来年增速有望再度上调，叠加 9 月份滞涨，一线白酒将继续加速进入估值切换行情。洋河古井的来年增速也有望调高，估值优势下空间可看更大。定增落地后的沱牌将显现更强爆发力，年底即是布局时机。

投资策略：继续全面买入一线白酒，精选二线白酒个股，以优质资产价值重估视角买入伊利及大众品龙头。我们在上周周观点中明确提出，以茅台为代表的优质资产，在下半年及 18 年能稳速或加速创造企业价值，从而在三季报催化下，进入估值切换行情。我们相信在三季报及 11 月份糖酒会催化下，行情将继续演绎。三季报密集披露期临近，我们依然建议全面买入一线白酒，精选估值有优势、来年增速加快的二线白酒，同时提请投资者重视城镇化推动的需求持续复苏，带大众品龙头基本面改善，进而带来的优质大众品资产估值重构、价值重估的投资机会。

投资组合：茅台、伊利、五粮液、洋河、古井贡、老窖、中炬、安琪、海天味业、汾酒、沱牌、水井坊

风险提示：行业需求不及预期，短期业绩不达预期

## 16、招商建材周报 10.22—持续推荐中材科技、伟星新材，关注伟星三季报

（分析师：郑晓刚等；联系方式 18613868657zhengxiaogang@cmschina.com.cn）

2017 水泥行业投资展望：全国水泥均价有望创新高。2016 年我国水泥行业利润达 518 亿，同比增长 55%，（2015 年全行业 333 亿）。通过 2017 上半年水泥价格行情走势来看，我们上调全年行业利润至 725 亿，预计全年利润同比增速 40%以上（如果三四季度价格表现强势，有望达到协会期望的 800 亿利润空间），全行业仍值得关注。当前我们对于水泥行业的观点如下：全国水泥价格在量不增的情况下价格超预期的条件，主要原因有几点：（1）自律限产环保高压取得阶段性效果后，龙头企业（中建材、海螺）赚钱意识、信心很足。（2）山东、河南今年较去年限产仍提前了 15 天，将进一步拉动外来（华东最受益）水泥输入，间接带动其他地区需求。（3）京津冀地区环保执行比去年更加到位。受益标的有：海螺水泥、华新水泥等。

本周水泥观点：价格保持惯性上涨，预计雨水天气减少后需求将恢复正常。本周全国水泥市场价格继续上扬，环比涨幅为 0.4%。价格上涨地区主要是上海、浙江和江苏，幅度 10-30 元/吨；无下跌区域。10 月中旬，受阶段性降雨影响，下游需求整体表现一般，大部分地区企业出货维持在 8 成左右，水泥价格则保持惯性上涨，预计后期雨水天气减少后，下游需求将恢复正常，最近一轮提价未执行到位的区域将会继续推动上调。

2017 玻璃行业投资展望：由于地产不悲观，预计全年需求同比增加 4.6%，玻璃价格较为稳定，原材料的煤炭纯碱价格成为玻璃利润的变量，如果下半年涨幅较高，玻璃行业利润会低于 2016 年，反之则不然。股票价格受制于周期整体复苏，但玻璃弹性小于煤炭，钢铁，水泥。整体中性。

## 17、短期建议关注三季报机会，新能源汽车 18 年补贴退坡？——汽车行业周报

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

我们从分排量角度对 17 年乘用车销量数据进行分析，以 1.6L 划分，其中低排量 1-8 月累计同比增速为-2.31%，但同比增速逐渐收窄；而高排量 1-8 月累计同比+8.98%，



为过去三年来最高值（15 年 1.57%，16 年 1.90%）。我们认为四季度随着购置税影响消除，购置税优惠退坡边际效应递减，行业有望稳步回暖，短期建议关注三季报确定性机会，维持行业“推荐”投资评级。

短期建议关注三季报确定性机会。我们认为二季度由于行业去库存压制零部件企业收入利润增长，三季度汽车销量环比二季度+8.1%，行业回补库存并积极备货四季度，理论上三季报业绩同比增速会拔高，建议买入龙头公司华域汽车（成立华域麦格纳，布局电驱动系统）、汽车玻璃公司福耀玻璃（18 年 ASP 跟利润率双双提升）；另外行业龙头上汽集团产品周期 18 年依然强劲，在新能源汽车领域龙头地位也逐步确立，推荐，广汽集团受益 SUV 新品周期及自主品牌崛起，且 18 年将迎来新产品+新产能投放周期，继续推荐估值更低的 H 股。同时建议把握重卡三季报确定性机会，推荐威孚高科、潍柴动力。

新能源汽车：18 年补贴退坡 20%？10 月 20 号网传《提前退坡 20%，2018 年补贴政策调整已上报主管部门》一文，透露明年国补将退坡 20%基本确定，大大超出此前 18 年补贴延续 17 年政策的预期；另有版本说 18 年补贴金额不变但是标准提高，变相降低补贴额度。我们认为若 18 补贴退坡，第二个版本更为合理，17 年 80%销量来源于政策推动（推广、限行、限购），核心原因就是技术仍较为落后（续航里程、充电时间等），而 18 年如果对补贴“一刀切”，短期对于技术优势的企业是一个打击，而如果采取金额不变标准提升模式，则更加有利于政策向技术优势企业倾斜，形成较好的筛选效应。综合来看短期利好，补贴退坡压力或短期或推动 4 季度产销提升；中期承压，车企利润削弱，倒逼技术提升；长期无忧，双积分落地建立中长期发展机制。

投资逻辑：重点推荐上汽集团、华域汽车、广汽 H、一汽富维、福耀玻璃、星宇股份、国机汽车、中鼎股份、中国重汽、威孚高科、潍柴动力。

风险提示：汽车销量不达预期，相关政策不达预期。

## 18、关于网传新能源汽车补贴 18 提前退坡的几点思考—新能源汽车政策点评

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

若 18 年补贴退坡为真，“金额不变但标准提高”版本更合理。虽然现在不能确定 18 年补贴退坡传闻到底是版本 1（金额退坡 20%）还是版本 2（金额不变标准提高），如果补贴退坡为真，我们认为版本 2 对目前市场更为合理。目前新能源汽车市场并不能建立有效的自发需求，17 年 80%销量来源于政策推动（推广、限行、限购），核心原因就是技术仍较为落后（续航里程、充电时间等），而 18 年如果对补贴“一刀切”继续退坡 20%，短期对于技术有优势的企业是一个打击，而如果采取金额不变标准提升模式，则更加有利于政策向技术优势企业倾斜，形成较好的筛选效应，加速技术进步。

短期利好，补贴退坡压力或短期或推动 4 季度产销提升。从短期来看，如果 18 年补贴退坡确定，对于四季度新能源汽车销量来看是利好，虽然随着补贴退坡边际效应在降低，但如果 18 补贴相比 17 年退坡 20%，对应续航超过 250km 的新能源乘用车对应退坡为 1.32 万元（假设地补为国补 50%），新能源专用车国补上限降低 3 万元（15 降为 12 万），10 米以上非快充新能源客车补贴上限降低 6 万元（30 降为 24 万）。补贴降低额度依然可观，故若信息属实，短期极有可能带动 4 季度新能源汽车抢装行情。

中期承压，车企利润削弱，倒逼技术提升。如果 18 年补贴退坡 20%，对于 18 年的车企来说则会承受一定压力。从 17 年销量结构来看，乘用车占比 80%，其中 A00 级车占比接近 50%，绝大部分来源于限行、限购、政府推广。据统计 17 年新能源车 80%销量来源于政策推动，而据估计，政府能够利用政策推动新能源汽车的极限为 100 万辆，故为达到 2020 年 200 万辆目标，必须要引起消费者自发需求。而从目前市场来看，消费者并未完全建立起对新能源汽车信心，主要仍是续航里程、充电时间等问题，这也是车企未来亟待解决的问题。而补贴退坡虽然中期削弱车企利润，但也是一个积极信号，倒逼车企不断提升技术，优胜劣汰。

长期无忧，双积分落地建立中长期发展机制。从政策面来看，双积分制的落地意味着行业从单一补贴激励制度变为胡萝卜加大棒的组合拳政策，通过积分制倒逼企业实现排放管理、提高新能源汽车占比，而未来随着补贴逐渐退坡，补贴的边际效应会越来越弱，真正主导的政策是双积分制。我们认为，国家出台双积分制的核心目的是将新能源汽车从政策引导变为市场竞争，首先通过积分要求引导自主、合资品牌进入市场（自主品牌拥有先发优势），从而利用积分标准和买卖制度将国家补贴压力转移到市

场竞争中，让新能源汽车发展落后的车企为补贴买单。而只有经历充分的市场竞争，才能做出真正能够让消费者买单的新能源车，从而引起自发需求，建立长期发展机制

投资逻辑：短期看行业四季度销量有望回升，建议关注双积分制的优势企业吉利汽车、比亚迪，长期推荐新能源汽车空间最大的上汽集团。

风险提示：政策推行不及预期，新能源汽车销量不及预期

## 19、军工行业信息周报—目标明确：到本世纪中叶全面建成世界一流军队

（分析师：王超 等；联系方式：010 57601716 wangchao18@cmschina.com.cn）

2017 年初至今，国防军工（申万）指数下跌 8.24%，跑输沪深 300 指数 26.87 个百分点。10 月 18 日上午，中国共产党第十九次全国代表大会在北京人民大会堂开幕。习近平总书记代表十八届中央委员会向大会作报告。报告第十部分对国防和军队建设做出相关论述。军工行业前期跌幅较深，市场对行业较为悲观，我们此前反复强调，目前军工行业不是基本面问题，而是估值调整的问题，预计在十九大结束后，军改成果逐步显现，国防装备采购有望实现提速。从投资方向上看，我们仍然建议寻找确定性较高的投资机会，持续看好低估值的主流军工白马，建议关注未来市场空间比较确定，估值水平比较合理，最先受益于国防建设加速的龙头企业。重点推荐中航机电、航发动力、中航黑豹、中国动力、四创电子、海兰信等。

习近平：到本世纪中叶全面建成世界一流军队。习主席在报告中明确指出：“确保到二〇二〇年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”。会上再次强调“建成世界一流军队”，为我国国防和军队建设描绘了令人振奋的宏伟蓝图。2020 年的短期目标表明我国军队建设处于机械化阶段，信息化建设在不断推进，战略能力有大的提升表明重点装备的投入仍是核心。长期总体目标是在本世纪中叶建成世界一流军队，表明我国在未来较长时期内都将保持对国防和军队建设的大力投入。

北斗系统在国产客机应用试飞成功, ARJ21 飞机高原航线试飞成功。10 月 10 日至 14 日，在山东东营机场，我国自主研发的北斗卫星导航系统首次在我国完全自主设计并

制造的支线客机 ARJ21—700 飞机 103 架机上进行了测试试飞，试验取得圆满成功。另外据青海机场有限公司透露，中国自主研发 ARJ21 飞机高原航线试飞成功。我们认为，中国是未来最大的民用飞机市场，虽然我国民机产业发展仍然较为滞后，但近年间发展迅猛，尤其在民用航空机电领域，我国已取得阶段性的成果，持续看好我国航空机电产业的发展前景。

风险提示：国防装备订单交付存在波动、市场大幅调整。

## 20、电子行业策略观点—iPhone X 预约即将开启，把握跨年布局良机

（分析师：鄢凡等；联系方式：0755-83074419 yanfan@cmschina.com.cn）

电子板块上周下跌 1.3%，跑输沪深 300 指数 1.4 个百分点。本周我们继续维持前两周的观点，即十月中下旬到十一月份是以苹果产业链引领的电子白马跨年布局良机。这两周三季报逐渐发布，普遍情况是业绩符合预期或者超预期的出现大涨；对于业绩低于预期的公司，由于市场在之前的几个月已经消化得差不多，股价在略降以后也还会涨。说明市场在前三个月内对苹果产业链的情况已经有了充分预期，也更加说明接下来大家对于四季度和明年一季度的基本面更加看好。

### 一、主要观点：iPhone X 预约即将开启，把握跨年布局良机

下周 iPhone X 预约时间逼近，预约情况预计会很火爆，有望激发板块估值。iPhone X 的正式预约时间是 27 日下午 3 点钟，消费者可以通过各种渠道进行预约，最快十一月初到货。根据我们一贯的观点，在经历 6、6s 到 7 这三代产品的漫长等待后，iPhone 的换机需求将在 iPhone X 上终于释放。而且因为今年发售时间推迟了一两个月，所以至少有一两个月的销售高峰将延迟到明年一季度。我们预计下周预约的情况非常火爆，我们认为消费者在年底甚至明年一季度都买不到新机。所以这种火爆的预购数据，以及届时媒体铺天盖地的报道，势必会激发此板块的估值和热情。

具体到基本面，我们持续看好四季度和明年全年苹果产业链的情况。iPhone X 从 9 月底开始量产，到 10 月份逐步爬坡，我们相信截止本月底，苹果已经有几百万部现货准备就绪。也就是说，10 月份整月有接近 1000 万部的备货，11-12 月份每个月大概有 1100-1200 万部备货量。到明年一季度，我们认为 iPhone X 有 4300 多万部的量级。

明年上半年,随着 OLED 屏幕供应瓶颈逐渐缓解,尤其是 3D sensor 的瓶颈逐步缓解,OLED 版 iPhone X 的占比会出现逐月提升的局面。到明年四季度,苹果将会再发布两款 OLED 版机型,所以我们看好明年全年苹果产业链的情况。

华为 mate10 发布,产品创新升级加速,后续国产机产业链行情也值得期待。华为 mate 10 的看点在于:全面屏、AI 芯片、大光圈摄像头、防水、曲面玻璃、续航提升等创新应用,Mate 10 的发布将进一步激发中高端市场升级趋势。此外,这两个月还有 OPPO R11 S 等新机陆续发布。所以我们认为这一波国产机产业链行情也值得期待。

台积电三季报的超预期表现值得关注。台积电近期发布三季报,其三季报环比增长 17.9%,逆转了 Q1 市场的悲观预期,对四季度的营收展望为 91-92 亿美金,有望创下历史新高。同时台积电今年年内的资本开支上调至 108 亿美金,另外对今年全年的全球半导体产值和晶圆代工产值都有上调,说明公司对接下来苹果订单的预期很不错,这些数据值得关注。此外,台积电 7 nm 预计在 2018 年第 2 季开始量产,这会成为公司 2018 年整体业绩持续成长的动能。公司认为基于人工智能的高速计算未来五年会快速成长,增速比两年前预估还快。台积电未来将在智能型手机、高速运算计算机(HPC)、物联网与汽车电子四大领域建设平台,而两位接棒的新 CEO 分工明确,将分别负责前后两项。

## (二) 标的推荐:

### 一、消费电子板块

持续坚定首推立讯精密。在三季度苹果产业链普遍低于预期、国产机销售不佳和汇率大幅波动等因素影响下,公司三季度营收超越我们预期,主要源自包括手机音频转接头和 type-c、手表无线充电及配件、Mac 相关以及公司比较优化的客户结构全面表现,公司持续做套保亦平滑了汇率波动,公司毛利率环比相对稳定,同比去年明显提升。公司业绩增速稍弱于收入,主要源于公司为了中长线发展大量投入无线耳机、声学、马达等新业务,尤其是无线耳机投入超预期,这从公司 Q3 管理费用达 6.35 亿,同比环比明显提升可以看出,另外,公司 Q3 亦有 2000 多万的资产减值。即使在以上背景下,公司业绩也明显超越苹果产业链平均水平,体现公司经营稳健性和长线战略布局思路。公司对全年业绩展望 40-60%区间,对应 Q3 单季度业绩区间为 5.4~7.7 亿,中值 6.55 亿对应 Q3 同比增长 37.6%环比增长 64%,我们判断中偏上区间概率大我们了



解到，公司的无线充电业务在四季度上量后将有望打平并略有盈利，并给明后年带来可观的业绩弹性；另外，配合苹果新机以及 Watch3 和国产机新品的放量，公司的连接器、声学、天线、无线充电等新品和非苹果 type-C 业务亦从四季度放量，此外，立讯 18 年新导入大客户马达供应链也值得期待。而明年一季度伴随 iPhone X 的备货环比提升，公司亦望迎来超预期的一季报。公司长线逻辑清晰，望迎来三年复合高增长，坚定首推！

继续坚定看好大族激光。我们之前发布的 75 页公司深度报告对大族激光的逻辑讲解得很清晰，我们相信公司的三季报没问题，重点还是看明年的增长。我们主要还是看好明年整个 3C 行业精密制造升级趋势，还有多个行业专用设备领域包括动力电池、面板 OLED、半导体、PCB、LED 等，以及非常有前景的大功率业务等。我们认为公司有不错的持续性，公司股票的走势比较坚挺，长线空间非常大，所以建议大家继续关注。

整体消费电子我们还是维持之前的观点，建议把握细分板块龙头行情，其他如长盈、信维、歌尔、环旭、德赛、安洁、欧菲、顺络、东山、奋达等都值得去关注和布局。

## 二、安防板块

安防板块，继续坚定推荐海康和大华。我们认为智能化趋势演绎的还是比较清楚的，海康未来几年将保持复合 25% 的增速，大华未来几年将保持复合 35-45% 的增长，逻辑依然清晰。目前大华相对有些低估，所以推荐重点关注。

## 三、周期与涨价板块，包括 LED 和铜箔覆铜板标的。

LED 方面继续推荐三安光电。三安光电的业绩不错，我们看到今年四季度行业景气度也没有问题，明年的情况是价格不一定增长甚至有些略降，但是量会释放出来，所以明年公司的业绩确定性还是比较高的。我们认为，公司化合物半导体的布局、以及 Micro LED 方面的看点值得持续关注。

铜箔覆铜板方面，继续推荐生益科技。公司三季报可能比大家预期地略差一些，其实具体的情况应该和去年三季报差不多，因为公司 9 月份开始涨价，7-8 月份成本已经上涨，所以看上去环比增速没有那么多，但是四季度的情况预计将会好很多。去年 4 季度业绩将近 2.5 亿，3 季度 1.8 亿。今年从 9 月份开始涨价，四季度我们认为还有

一次涨价，因此我们认为公司四季度业绩环比应该起来。此外，公司所在行业的基本面情况也还不错，所以推荐大家继续关注生益科技。

四、半导体：梁孟松加盟 SMIC，华为 Mate10 发布，关注下游景气度持续提升！

建议大家继续关注近期的行业基本动态，包括大基金和重要企业的动向。中芯国际 10 月 17 日晚间发布公告，前台积电资深研发处长梁孟松已经被任命为中芯国际联合首席执行官，同时原 CEO 赵海军改为联合 CEO，两人共同负责公司及其附属公司的日常管理。梁孟松于 1992 年进入台积电，担任资深研发处长，是台积电近 500 项专利发明人，2003 年与团队研发出 0.13 微米铜制程，击败 IBM 扬名全球，2011 年正式加入三星电子公司担任研发副总经理职务，在半导体业界有着 33 年经验。我们认为梁孟松的加盟，将有助于 SMIC 加快 14nm Finfet 制程进度，有效缩小国产 Foundry 与国外先进水平差距，是重要的标志性事件。

华为发布新一代旗舰机型 Mate10，麒麟 970 芯片正式投入商用，是全球首款内置 NPU 手机处理器，在局部已经处于全球领先地位，将有效带动国内集成电路设计产业突破。

半导体产业链主要包括芯片设计、芯片制造、封装测试三个主要环节，此外还包括半导体设备、材料化学品、IP/EDA、掩膜版等支撑环节。综合考虑公司的竞争力和基本面情况，建议关注：1) 设计：兆易创新、纳思达、万盛股份（硅谷数模）、富瀚微、圣邦股份、紫光国芯、汇顶科技；2) 设备和材料：大族激光、北方华创、长川科技、兴森科技、上海新阳、江丰电子；3) 制造：三安光电（化合物半导体）；4) 封测：环旭电子、华天科技、长电科技、通富微电；此外可关注北京君正、圣邦股份、中颖电子、全志科技、太极实业等。

招商电子四大方向组合：

消费电子：立讯精密、大族激光、长盈精密、信维通信、歌尔股份、蓝思科技、欧菲光、德赛电池、安洁科技、顺络电子、环旭电子、东山精密、奋达科技等。

安防板块：海康威视、大华股份

涨价板块：LED 龙头三安光电、覆铜板龙头生益科技

半导体：三安光电、环旭电子、兆易创新、华天科技、北方华创、上海新阳等。

风险因素：苹果新品发布及销售不及预期，竞争加剧，政治及汇率风险；

## 21、一张图看懂 A 股家电估值 17w43—探寻“稳定之锚”

（分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn）

投资思考：寻找家电估值的“稳定之锚”。白电龙头的估值国际化和 2018 年一二线城市地产预期向好（引用招商地产研究观点），有望共同构建家电板块估值体系的“稳定之锚”。临近岁末，建议积极关注白电巨擘美的海尔格力、厨电双雄老板电器和华帝股份；京东方则在估值端引领 TCL 集团。

2018 年一二线地产预期向好。据招商地产组研究观点，预计 2018 全国地产成交或小幅下滑，前低后高；其中一二线地产全年成交有望录得正增长（2018 实际地产景气或较此前市场预期乐观）。影响大致两方面：1，后周期利好高端家电需求（青岛海尔，老板电器，莱克电器，华帝股份等较为受益）2，当期利好厨电估值的稳定与修复（历史上老板电器的 PE 显著跟随地产景气波动）。

《谁是下一个美的？1012》-照进现实的估值国际化。“据港股通近年交易数据，家电至少是 A 股最有希望实现估值国际化的板块之一。基于良好的境外投资者沟通，美的集团 000333 成为“外资”增持最多也是率先接轨国际估值的 A 股家电蓝筹。老板电器和青岛海尔 600690 则是近一个季度以来“外资宠溺榜”上的新进成员，这意味着海尔与美的之间的估值落差有可能成为其市值上行的潜在逻辑，但有趣的却是可以观察“更擅长博弈的内资”能否成为海尔估值提升的另一股力量（《青岛海尔-效率改善与 GEA 协同超预期 0908》）。引起重视的还有格力电器 000651 和小天鹅 000418。”

《谁在定价 A 股家电？0923》-“近年来 A 股市场风格偏向价值且“外资”不断涌入，一定程度上重构了家电板块的估值（CS 家电的 PE 中枢较历史均值溢价+19%）基准：1,价值蓝筹,估值中枢对标海外得以抬升,如美的集团等; 2,周期成长股,如厨电（老板电器）的估值波幅收窄,底部抬高。”家电板块估值的周期波动显然不会被熨平,但“与时间为友”或许会变得更有现实意义。（MSCI 家电入围标的-美的,海尔,老板）

“港股通”十大金股。近一月“北向净买入”前十名(亿元,CNY)：美的集团 13.8 格力电器 12.4 海康威视 9.9 青岛海尔 9.8 海螺水泥 9.1 老板电器 9 中国平安 8.4 平安银行 6.0 云南白药 5.1 招商银行 4.9。

风险提示：地产景气下行超预期、原材料价格波动超预期

## 22、机械行业 2017 年 10 月报—朱格拉周期复苏的脚步更加坚定

（分析师：刘荣 等；联系方式：0755-82943203 liur@cmschina.com.cn）

工程机械：三季度淡季不淡，业绩超预期。三季度是工程机械行业传统的淡季，但是销售继续大超预期，其实，全年的基调在春节后项目密集开工的 3、4 月就定了，加之矿石价格上涨带来投资增长，另外就是下游企业盈利改善后更新需求的释放。朱格拉周期复苏的逻辑我们提了近一年了，三季度的数据更能证明这一点。我们认为市场一直将信将疑，工程机械行业的估值并没有得到反映，尤其是前期回调更是提供了买入的机会。工程机械可以加大配置到明年，重点推荐三一重工、恒立液压、艾迪精密。

板式家具机械：发展的黄金五年。7-8 月家具制造业收入增速略有回落，行业进入者持续增加，17 年前三季度家具制造业，固定资产投资增速达 18.8%。房地产后周期+二次装修萌芽，17 年 2 季度装饰装修行业产值累计达到 4793 亿元，同比增长 7.8%，已经连续三个季度出现增速增长，对房地产周期性行为有一定的免疫能力。定制家具龙头前三季度仍高速增长，三家披露三季报的定制家具净利增长均在 40%以上，行业处于野蛮生长期，继续推荐板式机械设备龙头弘亚数控。

轨道交通，景气向上，Q4 招标将集中释放。受政治因素影响，前三季度铁路投资同比略有下降，但货运增长态势不变 国庆客运再创新高。铁总改革再进一步，中车启动 250KM 标动及货运动车研发。104 列标动招标即将开始，四季度轨交招标或将集中释放。行业景气度向上，等待招标行情，中国中车将直接受益、其次为标动零配件核心供应商，受益标的包括康尼机电（标动门系统供应 50%以上）、晋西车辆（动车空心轴）、太原重工（轮动）、永贵电器（连接器）等等。

智能装备行业：投资回暖加速自动化升级。9 月工业机器人销量翻倍增长，前九月累计增长 70%，我们认为，随着投资回暖、资本开支逐渐回升，各工业企业对于工业机器人等自动化设备的升级需求正在加大，工业自动化设备有望重回高增长轨道。从新松机器人、埃斯顿等几个工业机器人龙头公司公布的三季报来看，业绩非常靓丽，均创近几年新高，进一步印证行业趋势。虽然目前上市的几个工业机器人、自动化估值

都较高，但随着行业持续的高景气，估值有望快速消化，建议关注工业机器人及泛自动化设备板块。

缝制机械：1-8 月，百家缝纫机骨干企业累计生产缝纫机 377.32 万台，同比增长 26.2%，其中工业缝纫机同比增速 27.6%。缝纫机电控龙头大豪科技三季度净利润同比增长 84%，我们认为缝纫机主机企业的三季报也值得期待，继续强烈推荐杰克股份。

煤炭机械：9 月受环保及限产影响，固定资产投资回落，但是随着煤企盈利改善，更新将迎来高峰。受环保限产及去产能的影响，全国煤炭开采和洗选业固定资产投资重回负增长，2017 年 1-9 月份，全国煤炭开采和洗选业固定资产投资为 2012 亿元，同比下降 8.5%。我们认为，随着煤企业经营情况的逐步改善，煤炭行业固定资产投资会逐步增加，未来以更新需求为主。2011 年-2013 年是煤炭机械投资高峰，一般煤机寿命在 5-8 年，因此 2017-2020 年将迎来设备更新需求高峰，伴随煤炭行业盈利回暖，煤机更新需求对行业形成支撑。由于上半年交付订单价格相对较低，并且产能释放较慢，煤机行业下半年到明年上半年业绩将释放弹性。

11 月投资策略：业绩再次坚定朱格拉周期复苏的判断。强烈推荐工程机械(三一、恒立、艾迪)、3C 自动化装备(智云股份)、定制家具装备(弘亚数控)，还有价值品种(杰克股份、康尼机电、浙江鼎力)。

## 四、公司报告精选

### 1、众安在线（06060）调研纪要

（分析师：郑积沙等；联系方式：0755-82943241zhengjisha@cmschina.com.cn）

#### 1.关于众安保险

标签 1：第一家获得互联网保险牌照的公司。众安是一家财险公司，同时具有互联网牌照后不需要在各地设立分支机构，就可以在全国各省市从事所有的财险业务，但车险由于强监管，还需要各地保监局的批准，才可在当地开展车险业务。

标签 2：最大的互联网保险公司。截至 2017 年一季度，众安累计销售 82 亿份保单量，累计 5.43 亿用户（去重后的保单持有人及被保险人），总保费 34 亿元。



客群：60%的客户年龄为 20-35 岁，更为年轻的客户群体奠定了公司未来业务的发展思路。

业务：五个生态场景业务，截至到 17 年一季度，众安与 199 个生态伙伴建立合作关系。

招牌：保险+科技。众安最重要的招牌是科技输出、科技与保险的融合，科技输出对应的是科技板块（众安科技），科技与保险的融合对应的是保险业务（众安保险）。

公司的核心实力：动态实时定价，目前最常运用的是退运险和消费金融。

## 2. 公司愿景

公司的业绩定位：5 年后，科技板块贡献 30% 的利润。众安区别于其他财险公司的特点在于，重点发展非车险业务，如消费金融和健康险，二者恰恰是利润水平较高的产品，从而未来将有效提高众安的利润率和竞争能力。

公司业绩 KPI 考核指标：对于众安科技，允许最初的缓冲期；对于保险，考核价值。保险考核价值的原因在于消费金融和健康险的保费收入递延，导致账面亏损，预计发展进入成熟期后将进入业绩释放周期。

3. 公司为什么要选择线上保险这条路（众所周知，保险由于其复杂性和个性化，销售需要更多的与人沟通）

传统保险的竞争格局已经十分稳定，也是一个需要大量人力投入的产业，而众安保险关心的是小额、碎片化产品，这是传统保险无法覆盖的长尾领域。而此类产品靠无法靠人力来实现，因为收入无法覆盖人力成本，而随着互联网的日益成熟，此类产品的销售便不再需要人的参与，全部自动化，这将是目前的保险公司的一片空白。举例：目前退运险基本不用人工干预。

众安健康险产品的条款和同业一样，但应用简单化设计，减少人在其中发挥的作用，降低成本。

## 2、经纬纺机（000666）：经营表现卓越，业绩不可阻挡，估值极具吸引-2017 三季报点评

（分析师：郑积沙等；联系方式：0755-82943241zhengjisha@cmschina.com.cn）

事件：公司披露 17 年三季报，前三季度实现营业收入 44.0 亿，同比微增 1.67%；归母净利润 8.34 亿元；同比大增 96.3%，继中报之后再度逼近业绩预告上限，前三季度 EPS 1.18 元，ROE11.84%，同比提升 5.08 个百分点。

国机入主面貌焕然一新，后续有望注入优质金融资产。6 月 29 日国务院批准中国恒天整体无偿划入国机集团，期待两年之久的合并发令枪响；8 月 15 日，国机携手恒天在京召开重组大会，国机正式入主，未来围绕纺织器械、汽车重工、金融投资等领域实施资源调整与协同；国机旗下金融板块包括国机财务、国机资本、国机资管等二级子公司，预期未来将以经纬纺机作为金融资产上市平台开展后续工作。

三季报业绩接近预告上限，再超预期。前三季度实现归母净利润 8.34 亿，YoY+96.3%，再次逼近预告上限，延续中报超预期表现，且利润增幅再扩大 8.57 个百分点，再超预期；其中三季度单季营收 17.75 亿，YoY+10.9%，归母净利润 3.34 亿，YoY+110.7%；三季度确认投资收益 5.73 亿元，同比大幅增长 432.5%，主因：1）子公司中融鼎新完成转让中融国富 80%股权，7 月末收到万通地产股权转让款，斩获并表收益 1.08 亿；2）主动放弃认购子公司上海纬欣机电增发股份，Q3 上海纬欣完成增资扩股后，公司持股比例下降至 48%，因不再并表当期增厚公司投资收益 1.05 亿元；继 Q1 剥离汽车业务后，公司加速处置纺机业务落后产能，减轻负担轻装上阵。

中融信托转型龙头，业务结构调整，平稳增长可期。中融信托上半年营收 28.82 亿，YoY+7.38%，归母净利润 10.7 亿，YoY+4.0%。作为老牌龙头信托，公司不盲目追求规模增长，而是持续深入转型，主动放缓规模增速，谋求结构优化，16 年末信托资产 6830 亿，预计 17E 信托规模保持平稳，但结构调整下主动占比提升，盈利能力增强，全年业绩有望保持平稳增长。同时固有业务底蕴深厚：1）间接持有明星项目华大基因股权，上市涨幅 11 倍，预计账面浮盈丰厚；2）中融鼎新受让嘉华控股持有的万通控股 34%股权，对应 10 亿左右上市公司市值，助力其医疗转型，未来双边合作预期加强。

身披通道黄马褂，信托行业持续向好。金融工作会议强调“金融支持实体经济，推动经济去杠杆”，信托受宠于会议主旋律。1) 房地产融资收紧，今年以来房地产融资渠道明显收紧，据招商地产数据，9 月房地产资金链水平下降至 135%，房企长期资金续命压力陡增，作为输血命门的信托费率提升毋庸置疑，保障行业业绩稳定增长；2) 表外融资持续搬家，9 月份新增信托贷款 2409 亿，同比增 128%；占新增社融比重 11.4%，连续 5 个月企稳在 11%水平线以上；9 月份反映基金子和券商资管的新增委托贷款为 775 亿，同比降 47%，已连续 6 个月同比大幅下降（4 至 8 月同比降幅分别为-103%、-118%、-102%、-91%、-106%）；1-9M 累计规模 6845 亿，同比大幅下降 55%，且占新增社融比重收缩至 4.40%；3) 资产规模一家独大，2Q17 券商资管规模 18 万亿，环比降 3.6%，历史首次下滑；专户&基金子公司规模 10.73 万亿，环比降 11.2%，加速萎缩。通道迁徙加速背景下 17E 信托行业规模有望达 27 万亿，YOY+33%。中融信托作为行业转型龙头，将优先受益行业持续向好，预计全年业绩可达 15%增长。

### 3、航民股份（600987）—环保受益品种 低基数及产品提价致 Q3 业绩增速提升

（分析师：孙好；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

在去年 G20 期间停产的低基数效应以及品种结构优化带来的染费价格提升因素共同作用下，17Q3 收入及归母净利润同比增长 15.39%/10.54%，增速较上半年有所提升。虽然 16Q4 因提价及产量增加基数提高，但当前严格的环保政策下，落后产能出清、行业供需格局改善、染料涨价因素刺激下，染费价格仍存在上调的可能；且公司生产技术工艺领先，成本控制能力强，对原材料及能源价格上涨具备一定的转嫁能力，盈利水平有望保持稳定，因此 17Q4 业绩仍有望实现正增长。目前市值 75 亿，微调 2017-2019 年 EPS 至 0.90 元、0.98 元、1.08 元，对应 17PE13X、18PE12X，环保政策趋严背景下公司作为行业龙头优先受益，但考虑到当前估值处于历史估值上限水平，维持“审慎推荐-A”评级。

### 4、首旅酒店（600258）—三季报预增超预期，如家 Q3 业绩增长超 60%

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

首旅酒店发布三季报业绩预告，归属于上市公司股东的净利润同比增长 245%至 255%，达到 5.41-5.57 亿元，业绩略超市场预期。

评论：

1、酒店、景区业务增势强劲，并表导致大幅预增。首旅 Q3 单季度净利润约 3.1 亿元/增长 118%，主要是因为：1) 酒店和景区板块业绩快速释放，其中，酒店入住率和平均房价同时上升，三亚南山景区客流也大幅增长；2) 由于如家并表范围有所变化，同时财务费用较上年同期也有所减少，使得上年同期基数低。

2、预计如家 Q3 贡献净利润 3.1 亿左右，同比增长 60%-70%，延续强势表现。随着国内酒店业的回暖，三大酒店集团 Q3 的 RevPAR 增幅较 Q2 均有扩大，如家存量的经济型酒店业绩回升，另一方面，随着中档酒店的不断扩张，新店业绩贡献也在加大。如家 Q2 净利润 2.2 亿/增长 60.5%，Q3 则延续了前一季度的强劲表现。

3、投资建议：首旅业绩高增长才刚开始，主要因为：1) 首旅中档占比仅 10%，未来中档占比提升将带来更大弹性；2) 如家精选/商旅针对经济型酒店进行存量升级，潜在物业众多，空间广阔；3) 如家直营店多，行业复苏弹性更大；4) 7 月起，如家通过赔付方式保证官网最低价，提升会员消费，有望增加订房费收入同时减少销售费用；5) 15 年私有化时费用充分计提，后续负担较轻。我们维持 17-18 年净利润预测为 6.5/9.2 亿，对应 PE 为 36x/25x，参照美股华住，首旅的业绩和估值具有双重提升空间，维持“强烈推荐-A”评级。

风险因素：宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险。

## 5、锦江股份（600754）—收购铂涛剩余股份，提升控制权增厚全年业绩

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

10月20日，锦江股份公告，拟现金收购控股子公司 Keystone（铂涛集团）少数股东 Prototal Enterprises Limited 持有的 Keystone 12.0001% 的股权，本次交易价格为人民币 12.05 亿元。本次交易完成后，公司对 Keystone 的持股比例由 81.0034% 上升至 93.0035%。

评论：

1、收购铂涛剩余 12% 股权，提升整体运作效率。2016 年 2 月，锦江以 82.7 亿元收购铂涛集团（七天酒店的母公司）81% 的股权，此次向铂涛原股东 Prototal Enterprises Limited（实际控制人何伯权）收购剩余 12% 股权。本次收购完成后，公司对铂涛集团的持股比例升至 93%，剩余股份仍由其创始人郑南雁持有。由于何伯权作为投资人并不参与铂涛的经营管理，因此股权变动对铂涛影响并不大，而有利于公司组织架构、业务划分的清晰化，同时进一步提升锦江的主导权。

2、支付对价合理，增厚锦江今年归属净利润约 3600 万元。此次锦江以 12.05 亿元收购铂涛 12% 股权，估值与此前收购铂涛 81% 股权时的估值相近。双方还协定，2017 年 1 月 1 日起该部分股份所享有或承担的公司损益归锦江所有，我们预计，今年铂涛有望实现净利润 3 亿元左右，此次收购若能在今年完成，将增加锦江 2017 年归属净利润 3600 万元左右，增厚约 4%。

3、铂涛 Q2 业绩大涨，潜力尚待挖掘，有望复制华住、如家高成长之路。铂涛目前拥有 3200 多家酒店，规模与华住、如家相当，但盈利规模却远远落后，主要是因为七天品牌定位偏低、关店调整、培育中档品牌等原因，影响了铂涛前两年的盈利。但在今年二季度，铂涛已经迎来了业绩的拐点，Q2 实现营业收入 10 亿元/增长 12.2%，贡献净利润 1.0 亿，而上年同期仅有 1555 万，业绩改善非常明显。随着经济型酒店行业的回暖，七天 RevPAR 开始加速增长，麗枫和喆啡两大中档品牌步入收获期，将驱动未来盈利的快速成长。

4、投资建议：2016 年以来，酒店业触底反弹，华住业绩率先释放，首旅紧随其后，锦江业绩改善和股价表现相对滞后。锦江目前旗下开业酒店规模第一，同时铂涛、维也纳快速扩张，原先开店慢这一制约因素已经改变，将支撑未来业绩高增长，同时中档酒店数量未来两年有望翻番，继续稳固龙头地位，近期推进后台整合、优化会员预



定、实施员工激励等，均有望提升经营效率。我们预计 17-19 年每股收益为 0.99/1.23/1.59 元，对应 PE 为 30x/24x/18x，维持“强烈推荐-A”投资评级。

5、风险因素：宏观经济风险；汇率波动；并购整合不达预期。

## 6、东方园林（002310）—前三季度业绩符合预期，预计全年可达预增区间上限

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

2017 年前三季度，东方园林实现归属净利润同比增长 68%，业绩符合预期。扣非后业绩同比增速更高达 108%。目前，公司新签 PPP 订单保持强劲势头，累计中标已超过 1300 亿元，我们预计公司 2017 年全年实现归属净利润将靠近全年业绩预增区间的上限，即 70%-80%。公司是河道治理大市场中的绝对龙头，充沛订单将保证业绩的持续高增长，维持“强烈推荐-A”评级，目标 800 亿市值。

事件：

东方园林发布 2017 年度三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 86.4 亿元，同比增长 72.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.7 亿元，同比增长 67.6%；扣非后的归属净利润为 9.8 亿元，同比增长 107.9%。业绩增长符合预期，扣非后净利润同比增速更加突出。

同时，公司发布对 2017 年度经营业绩的预计区间，为同比增长 50%-80%，对应归属净利润区间为 19.4 亿元-23.3 亿元，全年业绩区间亦符合市场预期。

评论：

扣非后净利润实现高速增长，且盈利能力稳定在较高水平。从 2016 年逐季度业绩增速不断增长的情况类推，2017 年订单饱满且推进迅速的情况下，2017 年公司全年业绩同比增速预计也有望超过前三季度。

2017 年 10 月 20 日晚，东方园林发布三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 86.4 亿元，同比增长 72.3%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.7 亿元，同比增长 67.6%；扣非后的归属净利润为 9.8 亿元，同比增长 107.9%。

从净利润同比增长 67.6% 的增速来看，位于三季报预增 50%-80% 中位数略偏上，增长符合预期。而 2017 年由于公司剥离申能带来约-1.2 亿元的非经常性损益，因此，扣非后公司实际的归属净利润同比增速达到 108%，业绩增长更加突出。从收入增长的情况来看，2017 年前三季度，公司收入也实现了同比 72% 的高增长，证明了公司 PPP 项目目前较好的落地、开工及推进情况。

此外，公司的 PPP 项目也继续保持了较高的盈利能力。毛利率、净利率（剔除投资收益影响后）较去年同期均有提升，是公司管理水平、PPP 领域竞争力的体现。

毛利率：2017 年前三季度综合毛利率为 29.9%，较去年同期 28.9% 提升了 1 个百分点。毛利率的提升主要还是公司收入结算中 PPP 项目占比提高，而 PPP 项目由于其综合能力要求，盈利能力往往强于传统项目。

净利率：单看报表，公司 2017 年前三季度净利率为 10.5%，同比下降 1 个百分点。但这主要受剥离申能产生的-1.2 亿投资收益影响，若剔除投资收益影响后，受益于毛利率提升及管理、财务费用率下降，净利率将提升至 11.9%，

## 7、中航机电（002013）——稳健增长的航空装备系统供应商！

（分析师：王超 等；联系方式：010 57601716 wangchao18@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，年初到报告期末实现营业收入 59.83 亿，同比增长 9.76%，归母净利润 3.02 亿，同比增长 11.4%，扣非后归母净利润为 2.52 亿，同比增长 31.27%。公司 2017 年归母净利润变动幅度预计为-15%~+15%。

评论：

1、内生增长确定，业绩符合预期：

公司业绩保持稳定增长，基本符合预期，扣非后归母净利润保持较高速增长，表明公司主营业务发展势头良好。我们认为随着国家对航空装备的需求不断增强，公司作为航空装备核心系统供应商，未来随着公司在技术实验以及生产管理方面能力的不断提升，公司业务将保持增长趋势。

公司 17 年 4 月份公告，公司全资子公司“精机科技”拟与“麦格纳”共同投资设立合资公司成立，并将购买“精机科技”和“麦格纳苏州”双方与座椅骨架及座椅调节机构相关的资产及负债，其中“精机科技”相关资产在资产价值评估中有较大幅增值，根据权责发生制原则，对应产生的所得税额需要在今年一次性计提，预计将对公司本年度业绩产生一定影响。

## 2、平台地位明确，外延并购持续推进

公司是中航工业航空机电系统专业化整合平台，近几年资本运作稳步推进。2016 年现金收购了贵州风雷和枫阳液压，2017 年计划通过发行可转债收购新航工业和宜宾三江，2016 年两家公司分别实现了 7,265 万和 1,672 万元的净利润。10 月 14 日公司发布公告，公司发行可转债事项收到证监会出具的《受理通知书》，相关工作在稳步推进中。我们预计公司对系统内的整合将不断进行，公司体外还有同属机电系统的 609、610 研究所等优质资产。另外公司今年公告拟收购 SPV 公司，其主要经营资产为全资子公司汤普森公司，主要产品为飞机全平躺公务舱、头等舱座椅，是空客和波音重要的产品供应商。从披露的业绩来看，今年 1-5 月份实现了净利润 564 万英镑，几乎跟去年 4-12 月份的业绩持平，增长十分明显，盈利能力也在提高。我们认为这表明公司的外延并购将不局限于国内，国际上的优质航空机电公司也有可能成为公司未来并购的目标，公司的外延发展有望超预期。

## 3、员工激励业实现双赢

2015 年公司非公开发行股票募集 19.61 亿元用于补充流动资金，2016 年初实施完毕，其中“机电振兴 1 号”为公司总部及下属子公司核心骨干人员认购，从而实现了员工持股，具有标杆示范意义，实现了企业发展同员工价值的“双赢”局面，将有利于激发员工积极性，进而激发公司活力，利于公司长远发展？

## 4、业绩预测：

预计 2017-2019 年 EPS 为 0.28、0.34、0.43 元，对应 PE 为 41、34、27 倍。维持“强烈推荐”投资评级。

风险提示：资产注入进程低于预期。

## 8、歌尔股份（002241）一三季度业绩低于预期，新品放量驱动 Q4 业绩回升

（分析师：鄢凡等；联系方式：0755-83074419 yanfan@cmschina.com.cn）

公司发布 2017 年三季报，前三季度实现收入 172.6 亿元，同比增长 36.93%；实现归母净利润 13.85 亿元，同比增长 33.66%；实现扣非净利 11.91 亿元，同比增长 20.65%；其中 Q3 实现收入 72.86 亿元，同比增长 20.24%；Q3 实现归母净利润 6.66 亿元，同比增长 18.55%。公司展望 2017 全年净利润增长区间为 25~45%。

评论：

1、前三季度及 Q3 单季净利低于预期。公司 17 年前三季度营收 173 亿，同比增长 37%，实现归母净利润 13.9 亿，同比增长 33.66%，处于中报展望区间 30~50% 区间偏下限，低于预期；扣非净利 11.9 亿，同比增长 20.65%。其中，Q3 单季营收 72.9 亿，同比增长 20.24%，环比增长 33.74%；Q3 单季归母净利 6.66 亿，同比增长 18.55%，环比增长 58.79%；单季扣非净利 5.47 亿，同比下降 2.15%，低于预期。

2、汇兑损益、iPhone X 新品延迟影响当季公司业绩。我们认为公司业绩低于预期主要原因是汇兑损益和苹果 iPhone X 新品延迟，但市场对公司三季度业绩有压力已经有一定预期。公司 Q3 单季毛利率 19.5%，环比下降约 2.5 个百分点，其中人民币升值影响约 1.5 个百分点，其余为财务费用影响。公司同时在进行大量的新品开发和投入，前三季度研发投入占比约 6.7%，资本支出约 25 亿，全年将超 30 亿，为未来储备足够产能。

3、“零件+整机”双轮驱动，新品布局确保长期发展。公司展望 2017 全年净利 25~45% 增长区间，中值 35% 对应 Q4 业绩同比近 40% 环比近 30% 增幅，亦反映了 Q4 汇率将不构成主要影响，iPhoneX 开始上量与 SPK 单价提升，以及公司 VR 与 AR 产品在四季度放量的驱动力。如我们对行业的判断，明年苹果 OLED 机型的占比持续提升、国产机立体声喇叭渗透率提升、以及 VR 连接和一体机等产品的放量，将驱动明年持续增长，此外，公司在无线耳机和智能音箱领域亦有积极布局，亦望持续受益行业趋势。

4、维持“强烈推荐-A”评级，目标价 25 元。三季度低于预期业绩压力释放后，可考虑逢低布局。我们预测公司 17-19 年实现净利润 22.3/29.2/37.0 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.90/1.14 元，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 25 元。

风险提示：大客户新品进展低于预期，下游需求低于预期等。

## 9、恺英网络（002517）—《王者传奇》表现亮眼，期待敢达手游上线表现

（分析师：方光照等；联系方式：021-68407977fangguangzhao@cmschina.com.cn）

核心逻辑：

17 年新作《王者传奇》已破亿，期待《敢达先锋对决》上线表现。

公司新手游《王者传奇》于今年 4 月上线，月流水已经破亿，仍有望再创新高。另外公司获得日本国民级 IP《机动战士敢达系列》的正版授权，对战手游《敢达争锋对决》。此外，公司储备了奇迹 mu、传奇世界、热血系列、魔神英雄传、少年锦衣卫、战舰世界等多个知名 IP。目前多款新兴力作正在授权自主或合作研发过程中。其中，获得日本国民级 IP《机动战士敢达系列》的正版授权，与万代南梦宫（上海）联合发行的正版敢达动作对战手游《敢达争锋对决》已完成首轮封测，该游戏同时拥有 PVP 和 PVE 玩法，全系列机体和 3D 真实比例模型等特点，值得期待。

经典老游戏长周期运营，构成业绩坚实支撑。

手游《全民奇迹》已持续运营超过两年半，截止到 17 年上半年累计流水收入已经突破 70 亿元，正式成为全球为数不多的 10 亿美金手游俱乐部的一员。页游主力产品《蓝月传奇》已持续一周年以上占据开服数榜首，月流水最高突破 2 亿人民币。

外延收购浙江盛和，增强研发实力。

17 年 8 月公司以 16.065 亿收购浙江盛和 51% 股权，交易完成后累计持有浙江盛和 71% 股权。浙江盛和研发实力突出，推出《蓝月传奇》、《梁山传奇》等多款大作。浙江盛和承诺业绩为 17-19 年 2.5 亿/3.1 亿/3.8 亿人民币，三年承诺净利润合计达 9.4 亿



人民币，将大幅增厚恺英网络的业绩。此次收购有助于提升公司研运一体实力。浙江盛和承诺年底前用其中 7.5 亿元人民币买入上市公司股票。

盈利预测及投资评级。

公司预计 17Q3 净利润 9.14-11.14 亿元，同比增长 111.62%-157.93%。我们预计 2017/18/19 年净利润的预测至分别为 12.63/15.25/17.89 亿元，对应 2017/18/19 年 PE 分别仅为 22.7/18.8/16.0 倍，且当前股价仍低于 2016 年配套募集资金发行价格，提供了较高的安全边际，给予强烈推荐-A 评级。

风险因素：1、新游戏上线时间推迟或上线之后流水不达预期；2、小非减持风险。

## 10、齐翔腾达（002408）—甲乙酮、顺酐持续景气，Q3 业绩超预期

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布三季报，17 年前三季度公司实现营业收入 127.81 亿元，同比增长 253.51%；实现归属于上市公司股东的净利润 5.73 亿元，同比增长 126.64%；实现扣非净利润 5.5 亿元，同比增长 131.48%；EPS 0.32 元。其中 17Q3 单季实现营收 80.82 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 2.5 亿元，实际表现贴合半年报预告上线，略高于我们在三季报前瞻中的预期。

同时，公司预览了全年业绩区间为 7.29-9.8 亿元，同比增 45%-95%。其中 Q4 单季业绩预计 1.5-4.1 亿元。

评论：

### 1、营收和利润高增长源于景气度改善和新公司并表

公司 Q3 单季营收和净利润的环比高增长源于甲乙酮、顺酐等产品价格回暖以及淄博齐翔供应链公司业务快速增长所致。前三季度营收和业绩高增长还需要归功于去年的低基数。对于公司主营业务的核心竞争力，我们认为应当总结为公司在国内同业率先构建 C4 综合加工产业链闭环，尤其是混合烷烃脱氢装置的建成，打通了异丁烷组分

利用的屏障，意义重大。碳四产业链闭环的形成，使得公司生产方案具备了充分的柔性，能够根据市场需求灵活调配各种衍生物的生产负荷，实现利润最大化。

## 2、顺酐盈利持续改善，副产蒸汽园区化供应是亮点

顺酐产品当前已经成为公司的盈利主力。5 万吨新建顺酐装置于 16 年 5 月份投产，10 万吨老装置在不影响生产的情况下进行了工艺改造，目前新老装置均处于满开状态。另外，5 万吨新产能有望年内投产运行，届时公司顺酐总产能将达 20 万吨。

齐翔顺酐采用正丁烷氧化工艺，与传统的苯氧化法相比，即使后者采用廉价的加氢苯原料，正丁烷路线依然具备很强的成本优势。纯苯原料价格与原油价格联动性较强，Q3 以来己内酰胺、苯乙烯等主要下游领域盈利情况相对较好，对纯苯价格形成了支撑。加氢苯则主要受环保因素和厂家持续亏损影响，开工率相对较低，价格易涨难跌。横向相比，芳烃原料较 C4 路线普遍偏高，苯氧化法行业盈利长时间处于较为低迷的状态。正丁烷法原料供给相对宽松，整体开工情况和盈利水平都优于苯氧化法。顺酐由于产能过剩，盈利底部徘徊多年，不具备竞争力的产能基本无望重新开车，落后产能出清导致行业供给格局有了较为实质性的改观。

齐翔具备公用工程园区化供应之优势，顺酐装置副产的大量蒸汽能够充分消纳，这也是齐翔顺酐装置长期保持高开工率的核心因素。

## 11、摩恩电气（002451）一季报大幅增长，AMC 业务发展势头强劲

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

事件：

发布三季报，三季度实现营业收入 1.16 亿元，同比减少 22%；归属母公司净利润 1,892 万元，同比增长 1,773%。公司前三季度共实现营业收入 3.21 亿元，同比减少 19%；归属母公司净利润 4,030 万元，同比增长 524%。

三季报给出 2017 年度业绩预测，归属母公司净利润为 7,600-8,000 万元，同比增长 773%-819%。业绩增长的主要原因来自于公司类金融业务，特别是全资子公司摩安投资开展的银行不良资产处置清收服务业务。

评论：

不良资产处置清收服务等类金融业务的持续稳步开展，贡献业绩大幅增长。公司 AMC 业务二季度开始推进，上半年实现收入约 2,338 万元，净利润 1,556 万元，主要为不良资产处置清收的服务收入和利润。假设传统电线电缆业务同比下滑 10%，则三季度 AMC 业务实现净利润约 1,893 万元，前三季度合计实现净利润 3,449 万元。从会计确认的角度来看，由于后端的执行、拍卖环节历时较长，整个资产包的平均处置周期在 2-3 年，因此我们假设计入当期收入的服务费约为 4%-5%。由此推算，公司三季度新承接 AMC 业务合同对应的收购对价约为 6.4 个亿，前三季度共计承接 AMC 合同 11.6 个亿。

公司 AMC 业务开展顺利，发展速度快，落地能力强。公司负责 AMC 业务的子公司摩安投资设立于 3 月底，业务在 5 月份得以全面开展。公司在不到半年的时间里已经完成了近 12 亿收购对价的合同签订，并实现了相当体量的收入和利润，足见团队在 AMC 领域的落地执行能力。由此可见，公司 AMC 业务的发展势头强劲，利润开始逐步兑现。

多地设立子公司，全国化布局全面启动。公司继 5 月份设立福建子公司后，又计划在安徽、河南、江苏、陕西、重庆、浙江六省设立资产管理公司。区域子公司的设立，使得公司能够进入这些省市开展不良资产的处置清收业务，同时也意味着在这些区域已经找到了良好的合作伙伴，公司全国化布局正式全面启动。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2017-2019 年盈利预测为 0.9 亿元、1.7 亿元和 2.49 亿元，其中 AMC 业务预计贡献净利润分别约为 0.8 亿元、1.6 亿元和 2.4 亿元。对应 EPS 分别为 0.21/0.39/0.57 元/股。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：AMC 业务拓展不及预期；权益变动存在不确定性。

## 12、昆仑万维（300418）一出售趣店部分股权，投资收益逐步兑现

（分析师：顾佳 等；联系方式：021-68407977 gujia@cmschina.com.cn）

事件：昆仑万维发布公告，宣布出售趣店部分股权。因趣店 IPO 超额配售，公司拟以每股 24 美元增加出售 176.47 万股。

评论：

#### 1、出售趣店部分股权，投资收益开始兑现。

根据趣店 2017 年 10 月 17 日（纽约时间）的发行结果，公司已转让趣店股份数量 588,225 股，价格为每股 24 美元，投资收益为 8628 万元。因趣店 IPO 超额配售，公司拟再增加出售趣店股份 1,764,676 股，价格为每股 24 美元，交易金额为 42,352,224 美元，获得收益人民币 2.59 亿元。本次交易及趣店超额配售完成后，昆仑集团仍将持有趣店 IPO 后股权不完全稀释的 16.86% 的股权。按趣店最新收盘价 32.99 美金/股计算，昆仑持有趣店合人民币 121 亿市值。股权出售所得款项将用于补充流动资金及公司新战略的业务投入。

#### 2、投资能力正不断被验证。

（1）此前映客与宣亚资产重组，昆仑万维转让其持有的蜜莱坞 10.23% 股权将得 5.04 亿元的投资收益。（2）投资标的不断获得 BAT 系青睐：“开始吧”获得云锋基金 C 轮领投，徒子文化 A 轮融资获得腾讯数千万投资。（3）当前还持有的其他股权多为各景气赛道中的优质标的，有升值空间：一米鲜（15%）、随手科技（2.25%）、快看（5%）、如涵（5.78%）、银客（15%）、E 保养（14.6%）、Kunlun AI（15%）。

#### 3、自研手游+地方棋牌游戏形成业绩支撑。

今年是昆仑游戏手游研运一体发力的重要年份，《神魔圣域》带动上半年手游收入同比增长 50.0%，《希望》港台上线第一天就登顶 ios&google play 双平台，在泰国、韩国均有亮眼表现，单月流水有望破亿。新的自研大 IP 手游《轩辕剑》《偷星九月天》《九州 颜七夜》即将上线，形成明年游戏业绩支撑。17 年 2-6 月闲徕互娱净利润 3.22 亿元，随着房卡模式在全国范围的拓展，下半年单月净利润有望进一步爆发。

#### 4、维持强烈推荐。

不考虑投资收益，预计公司 2017~2019 年分别实现净利润 10.7/13.7/17.1 亿，PE 为 31.8/24.8/19.9 倍。Q3 净利润为 1.86-3.26 亿元（yoy-25% - 31%），考虑到去年同

期出售股权获收益约 1.9 亿元，而今年同期指引未考虑投资收益影响，三季度游戏业务仍有不错表现。考虑到公司投资收益确认后估值将较大程度下降，以及闲徕互娱的业绩弹性及平台战略的不断落地，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：地方棋牌游戏监管政策趋严风险，游戏上线进度及表现低于预期风险。

### 13、跨境通（002640）—自营延续 Q2 快速增长趋势 精细化调整导致三方平台放缓

（分析师：孙妤；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

前三季度公司精细化整合持续进行，Q3 因第三方平台收入增速放缓拖累，单季收入及净利润增速分别为 51.84%/57.58%，且库存因旺季备货有所增加，但分业务看自营 3C 业务仍保持 100%+ 的增长。我们认为尽管精细化整合过程中将造成业绩阶段性波动，但公司对供应链、引流方式、库存周转和自有品牌建设等方面的整合将有助于夯实自营业务长期发展的根基。目前公司市值 329 亿，对应 18PE28X（不含优壹）/18PE25X（含优壹），考虑到 Q3 业绩略低预期及减持叠加影响，预计短期股价将有所波动，但因公司龙头规模化和资金优势仍存，调整中可参考前海董事长 18 元持股价为后期布局。

17Q3 业绩增速放缓拖累前三季度业绩表现。17Q1-Q3 公司实现收入 87.40 亿元，同比增长 58.17%，营业利润和归母净利润分别为 6.58 和 4.95 亿元，同比分别增长 75.21%和 81.54%，基本每股收益 0.35 元。分季度看，Q3 收入及利润增速均有所放缓。其中，单季收入为 31.69 亿，同比增长 51.84%，营业利润和归母净利润分别为 2.39 和 1.80 亿元，同比分别增长 52.91%和 57.58%。

精细化整合持续进行，第三方平台业务主动调整导致拖累 Q3 收入表现。

1) 根据我们的估算，环球易购前三季度收入和净利润预计分别为 72 亿元和 4.4 亿元，同比分别增长 51%和 83%；单季度测算，Q3 收入和净利润同比为 26 亿元及 1.6 亿元，分别增长 44%和 58%。

a) 出口业务：前三季度环球出口业务收入约为 66 亿元，同比增长约为 46.7%，Q3 实现收入 24 亿+，同比增长 41%左右。分品类看，自营网站中服装及电子收入各占



50%。其中，服装业务随着自有品牌 zafu 等网站流量提升，Q3 延续 Q2 较快增长的趋势，收入同比增长 30%+；电子业务依旧保持良好增速，Gearbest 网站竞争实力较强，9 月全球流量排名达到 284 名，Q3 收入同比增长 90%+，前三季度电子品类同比增长 100%+。

第三方平台业务：公司今年主动削减无效 SKU，使 Q3 三方平台业务增速较去年同期略放缓，同比增长 10%+，前三季度收入同比增长 40%+至 20+亿元的规模。虽然收入增速放缓，但由于第三方平台需要提前备货，公司此举有助于控制库存风险，缓解现金流压力。

b) 进口业务：今年进口业务主要是清理库存，前三季度实现收入接近 6 亿元，目前预计仍有亏损，Q4 公司重心仍落在百家门店盈利性的培育上，力争全年实现盈亏平衡。

2) 前海帕拓逊前三季度收入约为 15 亿元，同比增幅约为 146%，股权激励及激励计划的实施将进一步激发团队动力。前三季度前海实现收入和净利润分别为 15 和 1+亿元，同比分别增长 146%和 100%+。鉴于前海董事长已成为公司第四大股东，且第三期股权激励授予完成，以 19.51 元作为行权价给予前海高管及核心业务骨干合计 12 人 370 万份（占当前总股本 0.26%）股票期权，当前海 17 和 18 年净利润分别不低于 1.8 和 2.8 亿元时，被授予者可在 12 个月后分两期各行权 50%。我们认为此举有利于激发并购公司动力，有效将利益与公司绑定，实现双赢。

3) 百圆裤业：前三季度实现收入 1 亿元，预计亏损 1000 万左右。

毛利率受低毛利 3C 产品占比同比提升影响略有下降，但精细化运营致费用率下降，净利润率略有提升。17Q1-Q3 综合毛利率同比降低 0.5PCT 至 48.39%，主要是因毛利率较低的 3C 产品收入增速较服装快，收入占比提升所致。费用方面，公司费用控制有效，报告期公司期间费用率下降 1.39PCT 至 40.50%，其中，由于公司提高营销推广效率，销售费率同比下降 2.05PCT；管理费率小幅增加 0.2PCT；财务费率由于银行贷款增加，以及并购和发债所产生的中介费用，导致费率增加上升 0.46PCT。整体净利润率较去年同期提升 0.35pct 至 5.8%。

出于旺季备货因素，存货金额增加，经营性现金流净额达-5.27 亿元。在收入提升背景下，17 年 Q3 末存货为 30.41 亿元，较年初及 Q2 末分别增加 4.68 和 5.65 亿元。其

中，环球易购存货规模约为 26 亿元左右（电子产品占比约为 70%+，服装 20%左右，进口 10%左右），前海帕托逊存货约为 3 个亿+，百圆裤业存货金额约为 1 亿+。Q4 随着海外仓周转效率持续提升及供应商担货制持续推行，预计年末有望逐步好转。应收账款方面，Q3 末公司应收账款为 5.84 亿元，较年初及 Q2 末分别增加 0.23 和 0.55 亿元。现金流方面，Q3 末经营性现金流净额为-5.27 亿元，分别较年初回升 5.32 亿元，较 Q2 末下降 4.75 亿元。

盈利预测和投资评级：今年是公司精细化整合年，尽管在调整过程中，业绩成长性阶段性有所波动（Q3 业绩略低于预期），但公司对供应链、自有品牌发展、引流方式、库存周转、第三方平台 SKU 等多方面调整仍有助于为未来持续增长奠定基础。考虑到 Q3 收入通常占全年的 25%，因此，随着 Q4 基数降低，且销售旺季即将来临，预计 Q4 收入增速较 Q3 将有所加快。

结合三季报情况，暂不考虑优壹增厚，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.52、0.81 和 1.23，对应 17PE 44X，18PE28X；考虑优壹并表，对应 18PE 25X。考虑到三季报略低于预期，叠加减持期影响，预计短期股价或将有所波动，但因公司龙头规模化及资金优势仍存，调整中可参考前海董事长 18 元持股价为后期布局，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业政策风险超预期；进口等新业务培育低于预期。

## 14、通威股份（600438）—硅料价格维持高位推动毛利率超预期

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

电池片环节盈利能力持续：电池片 2017 年 H1 净利润约 2.6 亿元，主要是第 2 季度贡献，结合目前硅片和电池片生产成本，我们估计第三季度业绩增长中约有 2 亿元净利润贡献来自于电池片。

硅料价格上涨，推动三季度盈利环比继续增加：多晶硅料价格大幅上涨，目前处于高位，推动综合毛利率从 15.64%上升至 18.74%，受此影响预计公司第三季度硅料的盈利能力略有提升，但考虑 7 月份多晶硅料产量受到技改和检修影响有所减少的情况下，据我们估算永祥股份净利润 2 亿元左右。

行业预期 4 季度抢装，产品价格下行压力趋缓：由于行业预期 2018 年 1 月 1 日可能下调分布式及地面电站标杆上网电价，第四季度的抢装需求将逐步体现，价格预期平稳。

硅料与电池片成本行业领先，双双扩产有望成行业龙头：公司通过不断技改及精益管理，多晶硅料生产成本达 6 万元/吨以下、电池片生产成本降低至 1.2 元/W 以下。同时公司 2017 年加速投入多晶硅料和电池片扩产项目，全部建成后，多晶硅料产能将达到 12 万吨、电池片产能将达到 8.3GW。长期来看，公司有望实以量补价，穿越光伏周期。

维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预测公司 2017-2019 年净利润分别为 20.86/25.52/36.86 亿元，给予强烈推荐-A 评级，目标价 12 元；

风险提示：产能投放不及预期；行业需求不及预期。

## 15、光迅科技（002281）：Q3 毛利率提升，传输网建设驱动光模块需求改善

（分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn）

事件：

1) 20 日晚间，公司公布 2017 年前三季度财报，实现营业收入 34.0 亿元，同比增长 11.4%，归母净利润 2.5 亿，同比增长 19.0%。其中第三季度实现营业收入 10.1 亿元，同比下降 5.6%，归母净利润 0.8 亿元，同比增长 36.9%。

2) 20 日，从工信部官网了解到的信息，由光迅科技牵头设立的信息光电子等国家制造业创新中心建设方案通过专家论证，成立在即。

评论：

1、第三季度营业收入同比略降，毛利率提升驱动公司净利润增长

收入方面，前三季度公司实现营业收入 34.0 亿，同比增长 11.4%，其中第三季度实现营业收入 10.1 亿元，同比下降 5.6%。运营商资本开支下降背景下，行业总体需求放缓，是导致第三季度收入同比下降的主要原因。

归母净利润方面，前三季度净利润为 2.5 亿元，同比增长 19.0%；第三季度净利润 0.8 亿元，同比增长 36.9%。毛利率提升是当季净利润大幅增长的主要动力，第三季度公司综合毛利率为 23.0%，同比提升 1.7 个百分点；环比提升 3.7 个百分点。毛利率增长同产品结构相关，三季度高毛利的传输产品和子系统产品占比较高。前三季度公司综合毛利率为 20.0%，同比下降 1.6 个百分点，主要受上半年低毛利率影响。

2、运营商 OTN 集采推动传输网建设，带来下半年行业需求改善；物联网无线基站建设可能成为新的亮点

下半年，中国电信和中国移动相继启动 OTN 设备集采。其中，中国移动集采 WDM/OTN 板卡及端口共计 42196 套，是移动近三年来 OTN 集采规模最大的一次。在此基础上，我们认为移动后续还有继续招标的可能。

中国移动上半年 Capex 完成 853 亿，占全年规划的 48%，其中传输（不含接入）投资达到 186 亿，占全年规划的 48%。当前网络升级的趋势下，100G 逐渐下沉至城域网，OTN 已成为主要光传输设备，国内主要运营商 OTN 集采下半年逐渐落地，我们推断传输网投资的空间依旧较大，并带来光模块行业较上半年相比，需求得到改善。

此外，物联网无线基站建设可能成为行业新的亮点。中移动在 9 月份公布了 31 个省蜂窝物联网无线设备集采结果，加快推动物联网建设。物联网无线网络建设将带来光模块需求提升，并有望成为推动当前光模块电信市场发展的新亮点。

从光迅科技前三季度的营业情况来看，毛利率呈现逐步提升的趋势，第三季度产品结构变化推动净利润同比大增。在传输网建设和物联网基站建设背景下，我们预计第四季度有望延续第三季度的发展势头。

3、信息光电子中心方案论证通过，成立在即，体制创新注入公司发展活力

国家创新中心是实现中国 2025，制造业由大变强的重要一环，中心建设秉持“宁缺勿乱”的原则。当前仅有两家国家级制造中心。按照建设规划，到 2020 年也仅有 15 家，2025 年仅有 40 家。

在本次方案论证中，仅有三个重点领域入围，分别为信息光电子、印刷及柔性显示和机器人，其中信息光电子领域排位第一。本次论证通过后，信息光电子中心将成为第三家国家级制造中心。

对于光迅而言，信息中心的成立验证了公司国内光电子产业的龙头地位，从中心的股权结构上来看，光迅科技持股比例将在 20%~40%，新引入的其他参与方合计持股比例在 60%~80%，且单一新增股东持股比例不超过 30%，中心的成立将在体制为公司发展注入活力。此外，我们预判，参考集成电路大基金的模式，信息光电子中心有望获得一定的政府财政支持。

#### 4、维持“强烈推荐-A”评级

电信市场方面，传输网建设带动光模块需求改善，物联网无线基站建设有望成为新亮点。数通市场，北美及国内客户有望持续突破。此外，自产芯片的研发推进将提升公司核心竞争力提升。我们预计 2017 年~2019 年公司实现净利润分别为 3.47 亿元、4.51 亿元、5.61 亿元，对应 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元和 0.89 元。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：芯片研发不及预期导致高端光模块市场进展缓慢、市场竞争加剧导致价格降低、产品结构优化不及预期导致毛利率压力。

## 16、富春环保（002479）——高增速低估值，业绩确定性增强

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

2017 年前三季度，富春环保实现归属净利润 2.48 亿元，同比增长 37.3%。扣非后归属净利润 2.43 亿元，同比增长 43.3%。公司三季报业绩增速环比放缓主要为环保督查及原材料价格上涨等短期影响所致，预计环保趋严下的工业园区化将会带来公司业绩长期较快增长。我们维持 2017 和 2018 年 4.0 和 5.9 亿业绩预测，对应 17 和 18 年估值分别为 23.5 和 15.9 倍 PE，维持“强烈推荐-A”评级。

事件：

富春环保于 10 月 22 号晚发布 2017 年度三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 24.76 亿元，同比增长 32.98%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.48 亿元，同



比增长 37.3%；扣非后的归属净利润为 2.43 亿元，同比增长 43.29%。业绩符合半年报发布时对 2017 年 1-9 月经营业绩的预计预期。

同时，公司发布对 2017 年度经营业绩的预计区间，为同比增长 30%-60%，对应归属净利润区间为 3.18 亿元-3.92 亿元，若取中线则为 3.55 亿元，则全年增速为 45%，当前股价下对应估值为 17 年 26 倍。

评论：

一、全年业绩预计区间为 3.18-3.92 亿元，中线为 3.55 亿元，对应增速 45%，对应 2017 年当期估值为 26.4 倍 PE

2017 年前三季度，公司实现营业收入 24.76 亿元，同比增长 32.98%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.48 亿元，同比增长 37.3%；扣非后的归属净利润为 2.43 亿元，同比增长 43.29%。公司对 2017 年度经营业绩的预计区间为同比增长 30%-60%，对应归属净利润区间为 3.18 亿元-3.92 亿元，若取中线则为 3.55 亿元，同比增长 45%。按 10 月 20 日收盘价算，对应 17 年估值为 26.4 倍 PE；我们预计 2018 年业绩为 5.9 亿元，则对应 2017 年公司所预计中线 3.55 亿业绩同比增速为 66%，对应 18 年估值为 15.9 倍 PE。

我们对 2017、2018 年业绩预告维持 4.0、5.9 亿元不变，对应增速为 63%、48%，对应当年期和一年期估值分别为 23.5 和 15.9 倍 PE。可见，公司今年业绩保持较高增速，且确定性加强，在公司较高的业绩增速之下，公司估值水平明显偏低。

## 17、立讯精密（002475）—三季度逆势强劲表现，新品放量助力 Q4 和明年高增长

（分析师：鄢凡等；联系方式：0755-83074419 yanfan@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布 17 年三季报，前三季度营收 138.9 亿，归母净利润 10.82 亿，同比增长 59%，同时展望全年净利区间为 16.2~18.5 亿，同比增长 40-60%。

评论：

### 1、前三季度净利增长 59%，处于区间中位，业绩符合预期。

立讯最新发布三季报，前三季度营收 138.9 亿，同比增长 65%，归属母公司净利润 10.82 亿，同比增长 59%，处于此前预告 50~70% 的区间中位，对应 EPS 为 0.34 元。其中三季度收入 56.1 亿，同比环比增长 53%/29%，净利 4 亿，同比环比增长 43%/5%，业绩符合预期。

### 2、三季度在外部需求不佳和内部大量新品投入背景下，获得逆势表现！

在三季度苹果产业链普遍低于预期、国产机销售不佳和汇率大幅波动等因素影响下，公司三季度营收超越我们预期，主要源自包括手机音频转接头和 type-c、手表无线充电及配件、Mac 相关以及公司比较优化的客户结构全面表现，公司持续做套保亦平滑了汇率波动，公司毛利率环比相对稳定，同比去年明显提升。公司业绩增速稍弱于收入，主要源于公司为了中长线发展大量投入无线耳机、声学、马达等新业务，尤其是无线耳机投入超预期，这从公司 Q3 管理费用达 6.35 亿，同比环比明显提升可以看出，另外，公司 Q3 亦有 2000 多万的资产减值。即使在以上背景下，公司业绩也明显超越苹果产业链平均水平，体现公司经营稳健性和长线战略布局思路。

### 3、全年积极展望，新品放量驱动四季度和明年高增长！

公司对全年业绩展望 40-60% 区间，对应 Q3 单季度业绩区间为 5.4~7.7 亿，中值 6.55 亿对应 Q3 同比增长 37.6% 环比增长 64%，我们判断中偏上区间概率大我们了解到，公司的无线充电业务在四季度上量后将有望打平并略有盈利，并给明后年带来可观的业绩弹性；另外，配合苹果新机以及 Watch3 和国产机新品的放量，公司的连接器、声学、天线、无线充电等新品和非苹果 type-C 业务亦从四季度放量，此外，立讯 18 年新导入大客户马达供应链也值得期待。而明年一季度伴随 iPhone X 的备货环比提升，公司亦望迎来超预期的一季报。

### 4、新品新业务布局清晰，三年复合高增长值得期待。

我们一直强调，公司的连接器、无线耳机、声学、天线、无线充电、马达等领域新品都有很强的驱动力，行业空间均非常可观，未来三年迎来收获期，业绩能见度很高。我们前期在昆山组织与董事长及多位事业部高管交流，公司目前新品布局有诸多超预期进展，包括无线耳机产能规划、声学良率和上游供应链整合、马达突破、通讯企业

级产品全方位布局、汽车业务以及 ZF BCS 的协同和人机界面布局等。近期有机构担心增发解禁压力，而一方面根据新规只能卖一半，另一方面，我们了解到参与增发的资金大部分是长线资金，公司基本面更为重要。公司精密制造平台逻辑持续兑现，能够为苹果、华为、微软、索尼等 3C 核心大客户整体精密制造平台方案，此外公司围绕通信（企业级\光模块\基站天线\滤波器）、汽车电子（新能源\智能汽车）等长线布局正逐渐开花结果，望打开长线空间。公司当前站在未来三年新一轮高增长起点，中线对标 AAC、长线对标安费诺逻辑清晰，超千亿市值值得期待。

5、维持强烈推荐，目标价 28 元！

我们看好公司的新品序列将给未来三年带来强劲的增长动能，基于业务布局超预期，我们略微上调收入预测，但因为新业务布局和爬坡亦会伴随大量费用投入，基于更稳健预测考虑，我们略微调整 17/18/19 年净利润预测至 17.8/28.5/41.2 亿，对应 EPS 为 0.56/0.90/1.30 元，对应当前股价 PE 为 40/25/17 倍，相对公司未来的高成长性仍然低估，我们维持目标价 28 元和“强烈推荐-A”评级，招商电子首推三剑客品种！

风险因素：大客户销售不及预期，新品新业务布局不及预期，竞争加剧。

## 18、康弘药业（002773）——业绩快速增长、推进海外市场布局

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

公司公布三季报收入同比上升 14.7%，净利同比增 33.85%，业绩保持快速增长。公司的康柏西普获批新适应症并纳入国家医保，聘请 INC Research 担任康柏西普美国 III 期临床 CRO，拟海外收购以色列公司以进军青光眼治疗市场，未来增长可期，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

收入、净利保持平稳增长，Q3 利润明显提升。公司 17 年前三季度实现收入 21.0 亿元，同比上升 14.7%，归母净利同比增 33.85%，扣非归母净利润 4.2 亿元，同比上升 34.2%，业绩延续了 17H1 的平稳增长表现；分季度来看，17Q3 公司收入同比上升 9.6%，较 17Q2 同比少增 3.9%，但 17Q3 公司扣非归母净利润同比增长 41.3%，较 17Q2 同比多增 37.9%。由于各地执行新医保目录在 9 月后，我们预计朗沐在四季度开始放量，带动公司业绩快速增长。

各项期间费用率均有所改善，盈利能力稳中向好。17 年前三季度公司毛利率 90.5%，同比提升 0.2%，延续了近年来稳中有升的走势。在期间费用率方面，总体来看，17 年前三季度期间费用率 66.6%，同比下降 2.7%，表明公司费用管控能力正进一步提升；分项来看，公司销售费用率、管理费用率及财务费用率均有所改善，分别同比下降 2.4%、0.1%及 0.2%。

康柏西普在海外临床进展顺利。公司公告将聘任 INC Research 担任公司在美国市场 CRO，主要合作内容包括（1）康柏西普眼用注射液的第 III 期临床试验，（2）向美国食品和药物管理局（“FDA”）提交生物制品许可申请（“BLA”）及向其他监管机构申请必要的上市许可，以及（3）从 FDA 及其他监管机构获得上述上市许可。康柏西普为新一代的抗 VEGF 药物与阿柏西普（EYLEA）类似，比雷珠单抗靶点多疗效更优，阿柏西普 2012 年上市到 16 年已经成为全球 AMD 第一大药物，销售额达到 53 亿美元，雷珠单抗约 33 亿美元。我们认为康柏西普在美国获批是大概率，未来将分享国外庞大的 AMD 药物市场。

维持“审慎推荐-A”投资评级。康柏西普目前已经获批 AMD 和 PM 两大适应症，新进入医保谈判目录促产品放量，后续还将获批 DME、RVO 适应症，在美国开展 AMD 3 期临床，总体来看康柏西普未来市场空间潜力大，海外收购以色列公司，丰富眼科领域产品线。预计 17-19 年 EPS 0.94、1.18、1.48 元，对应 PE 60、48、38 倍，给予“审慎推荐-A”投资评级。

风险提示：康柏西普销售低于预期、美国临床进展不达预期。

## 19、佛慈制药（002644）—新区厂房建设进展顺利 继续加强营销工作

（分析师：李勇剑 等；联系方式：0755-83271617 liyj10@cmschina.com.cn）

中药材收入保持快速增长，中成药营销持续加强。公司 17Q3 母公司收入 9070 万元，同比+11.30%，且增速连续两个季度环比上升；毛利率 31.37%，同比和环比都基本持平；我们判断第三季度六味地黄丸由于季节天气原因增速较上半年暂缓，但进入冬季后有望继续回归高增速，其他中成药受限产能增速有限。公司 17Q3 合并报表收入 1.02 亿元，同比+17.78%，合并报表收入增速明显高于母公司主系是药材子公司收入大幅

增加所致。我们估计公司中药材业务仍然保持同比 100%左右的收入增速，但我们估计毛利率由于进货价格等原因出现波动。17Q3 合并报表销售费用同比+27.84%，明显高于收入增速，我们判断公司仍然在持续加强营销投入，主要通过增加广告投入和销售队伍建设等方式。17Q3 合并报表管理费用同比+7.24%，管理费用率同比下降 0.57 个百分点，控费效果明显。17Q3 合并报表利息收入 788 万元，同比减少 8%，和销售费用的增加一起成为影响当期利润的主要因素。17Q3 合并报表归母净利润同比+5.74%，扣非归母净利润同比-1.47%。

公司预告 17 年全年归母净利润增速为 0%-30%。公司 17 年前三季度合并报表收入同比+21.25%，其中母公司中成药产品和中药材分别贡献 50%左右的增量；由于中药材销售毛利率较低，17 年前三季度毛利率 28.81%，同比下降 0.96 个百分点；前三季度销售费用同比+31.43%，我们预计全年仍然会保持较高的增速；随着新区厂房建设的进行，公司现金将逐渐减少，购买理财产生的利息收入也将减少。短期来看，公司利润会受到一定的影响，但是长期来看，营销投入打开公司产品市场需求，配合新区产能释放将大幅提升未来业绩。

17 年底新区厂房有望进行 GMP 认证，各地中药配方颗粒持续放开。

## 20、信立泰（002294）—业绩符合预期，比伐芦定快速增长

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

第 3 季度收入增速加快。信立泰前 3 季度收入同比增长 9.6%，净利润同比增长 5.2%，EPS 1.05 元，基本符合预期。单季度来看，第 3 季度收入同比增长 13.9%，较上半年加快，单季度毛利率同比上升了 8.6 个百分点，我们判断主要原因是比伐芦定、氯吡格雷等高毛利率新药增速快于低毛利率的抗生素系列；单季度销售费率同比上升 8.9 个百分点，除了新药占比提升之外，也有公司加大比伐芦定、阿利沙坦的推广原因；单季度管理费率同比上升 1.3 个百分点，主要原因是公司进入临床的品种较多，研发费用投入加大。

分产品来看，1、我们估计氯吡格雷收入同比增长 13%左右，公司在氯吡格雷上已经建立稳固的销售壁垒，我们判断未来 2~3 年也将维持 10%左右的稳定增长；2、我们估计前 3 季度比伐芦定销售 1.4 亿元左右，估计全年销售金额能到 2 亿元，同比增长



67%，比伐芦定经过多年的学术推广，已经打开市场需求，进入快速增长期，我们判断明年收入有望达到 3 亿元；3、阿利沙坦 7 月份刚进医保谈判目录，目前还在医院准入阶段，我们估计今年销售金额不会太大，但明年有望贡献 1 亿元左右收入。

被低估的创新药研发黑马。市场一直认为信立泰是单一品种公司，忽视了公司研发方面的持续投入，我们预计从明年开始，研发进入收获期：除了替格瑞洛首仿药明年有望获批之外，骨质疏松生物药重组 PTH 也已经申报生产，1.1 类糖尿病新药 DPP-4 抑制剂复格列汀正在 2、3 期临床阶段、1.1 类抗肿瘤新药信立他赛正在 1 期临床，治疗糖尿病足的基因载体药物重组 SeV-hFGF2/dF 注射液正在 I 期临床……等等，按此进度，从明年开始，信立泰有望每年获批 1~2 个首仿或创新药，研发管线非常突出。

维持“强烈推荐-A”投资评级。我们预计 2017~2019 年净利润分别同比增长 6%/15%/20%，EPS 分别为 1.41/1.62/1.94 元，我们认为创新将是医药行业的长期主线，研发能力优秀的信立泰，未来每年都将有重磅品种获批上市，将迎来估值的持续修复，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：销售不达预期，新产品获批慢于预期。

## 21、晨光文具(603899)-业绩高于预期 办公直销业务明年有望实现盈利

（分析师：郑恺 等；联系方式：021-68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布半年报，上半年实现营业收入 7.18 亿元，同比增长 35.40%，归母净利 1.08 亿元，同比增长 56.05%，EPS 为 0.37 元；拟与柯乐芙合资设立木门公司。

评论：

1、业绩符合预期，门店增长是上半年收入主要拉动

上半年公司围绕全屋原态定制加强营销推广，积极优化产品结构，提升定制衣柜以外的板式定制柜体、以及原态板收入占比，带动销售收入持续较好增长。其中，我们估计门店增长水平约 25%~28%，是主要收入贡献；客单价、订单量均实现了稳步提升，

销售客单价达 2.1 万元，约升 17%，较 16 年 15% 的增速有所加速；订单量增加对收入贡献约 15%。净利增速快于收入主要因理财产品收益、政府补助增加，以及税率调整；若剔除此类因素影响，估计上半年利润增长约 25%。

## 2、渠道加速扩张、产品提价，为下半年经营向上形成支撑

上半年公司加快渠道扩张，净增门店数 150 多家，高于 16 年全年新增门店数，预计经过一定培育期后，下半年起将逐步形成收入贡献；全年预计新增门店数量为 250~300 家。毛利率 38.29%，同比下降 1.1pct，主要因在原材料价格上行的背景下，公司于 6 月份综合平均提价 5%，对于上半年拉动尚不明显。同时，公司加强供应链管理，优化运营效率，板材利用率同比提升 1.2pct，人均效率、人均产值、订单交付周期等均持续改善；费用率基本稳定。

## 3、大家居战略再添定制木门，维持“强烈推荐-A”评级

继公司筹备进军定制橱柜领域后，今日公告拟与宁波柯乐芙家居合资设立木门公司，宁波柯乐芙家居成立于 2004 年，主营烤漆、膜压、实木橱柜门、家具门等，在宁波、成都、北仑、天津拥有四个生产基地，双方合作后将进一步整合优势资源，实现协同发展。我们看好公司下半年在渠道持续快速扩张的同时，将通过继续推行原态板产品、推出 16800 全屋套餐等方式，深化全屋定制策略，进一步提升客单价，带动收入快速增长；同时提价效应逐步体现，定增加码智能化建设，盈利能力仍然向好。维持盈利预测，预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.14、1.52、2.00 元，净利同比增长 35%、33%、32%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产销量不达预期。

## 22、宇通客车（600066）—业绩基本符合预期，Q4 业绩有望继续回升

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：公司公布三季报，17 年前三季度实现营收 190 亿（同比-12.3%），实现归母净利润 19 亿（同比-16.4%），其中三季度业绩环比改善明显，我们认为公司四季度

叠加客车旺季和 18 年补贴退坡可能带来的抢装行情，业绩有望持续回升，预计公司 17-19 净利润 39/46/50 亿，EPS 1.78/2.07/2.27 元，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

#### 1、整体业绩基本符合预期，Q3 环比大幅改善

主体业绩情况：公司前三季度实现营收 190 亿（同比-12.3%），归母净利润 19 亿（同比-16.4%），而 Q3 单季度实现营收 96.8 亿（同比+15.4%，环比+77.8%），实现归母净利润 11.0 亿（同比+5.4%，环比 124.5%），环比改善明显，主要得益于 Q3 整体销量改善，整体业绩基本符合预期。

销量情况：公司前三季度客车总销量 4.1 万（同比-13.2%，行业增速-8.2%），其中大客销量 1.6 万（同比+2.0%，高于行业增速-8.2%），中客销量 1.9 万（同比-25.2%，低于行业增速+8.5%），小客销量 0.6 万（同比-3.7%，略高于行业增速-4.6%），而 Q3 单季度销量 1.94 万辆（同比+9.5%，环比+59.2%）。其中新能源汽车 1-9 月总销量约 8700 辆（同比-30%），而 Q3 销量 5700 辆（同比+2%）。

单车营收和利润拆解情况：拆解单车收入和盈利来看，17 年前三季度单车营收 46.1 万（同比+0.45 万），单车净利润 4.61 万（同比-0.18 万），而 Q3 季度单车营收 49.9 万（同比+2.54 万，环比+5.22 万），单车净利润 5.66 万（同比-0.22 万，环比+1.65 万），环比大幅改善，主要源于产品结构升级。

其他财务数据情况：17 年 1-9 月财务费用 2.0 亿元（同比+160%），主要因报告期内借款利息、手续费、海外订单资金成本增加所致；应收账款 158 亿，相比年初 150 亿基本持平；毛利率方面，前三季度毛利率 25.66%，与去年同期 25.70%基本持平，净利率 10.16%，相比同期下滑 0.63%。

风险提示：客车销量不达预期，相关政策落地不及预期。

## 23、好莱客（603898）——业绩符合预期，渠道扩张贡献逐步体现

（分析师：郑恺 等；联系方式：021—68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司今日公布三季报,2017 年前三季度实现营业收入 12.52 亿元,同比增长 31.05%,归母净利 2.23 亿元,同比增长 45.26%,EPS 为 0.74 元。

评论:

### 1、小淡季&营销节奏影响三季度收入增长放缓

今年公司围绕全屋定制加强营销推广,提升原态板收入占比,带动销售收入持续较好增长。我们估计前三季度同店、新开店对收入增长贡献分别约 23%、7%,客单价约升 16%~17%。3Q 单季来看,收入同比增长 25.61%,增速环比下降 9.92pct,我们认为主要原因有三:一是三季度装修小淡季,公司 7~8 月订单数有所减少;二是 6 月~8 月上旬公司营销活动偏少;三是到店客流一般影响门店订单获取。预计随着消费旺季来临,同时公司将通过加强主动营销、以及和装修公司合作等方式,多渠道获取客源,全年收入稳健增长趋势延续。

### 2、渠道扩张有望逐步形成增长驱动,盈利能力稳定提升

前三季度公司净增经销商门店 200 家以上,预计全年新增 250 家左右,我们认为今年新开店经过一定培育期后,后续有望逐步形成收入增长驱动,为明年规模提升提供保障。在原材料价格上行的背景下,公司持续加强信息化、智能化柔性生产能力建设,材料利用率、人均生产效率等指标继续优化,前三季度主营业务毛利率同比略升 0.69pct 至 40.03%;费用率基本稳定,营业利润同比增长 30.53%。3Q 单季来看,毛利率 40.19%,理财产品收益增加、税率调整导致净利率创历史新高达 21.55%,营业利润、归母净利分别增长 29.91%、36.37%。

### 3、大家居战略稳步推进,维持“强烈推荐-A”评级

我们看好公司在渠道持续快速扩张的同时,通过积极推行原态板产品、推出 16800 全屋套餐等方式,深化全屋定制策略,进一步提升客单价,带动收入持续较好增长。同时,公司积极布局定制橱柜、定制木门领域,大家居战略持续稳步推进;运营效率持续优化,定增加码智能化建设,整体盈利能力仍然向好。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.06 元、1.41 元、1.83 元,归母净利分别同比增长 33%、33%、29%,维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产销量不达预期。

## 24、裕同科技（002831）——业绩符合预期，四季度起有望步入改善通道

（分析师：郑恺 等；联系方式：021—68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司今日公布三季报，2017 年前三季度实现营业收入 45.24 亿元，同比增长 25.94%，归母净利 6.11 亿元，同比增长 10.9%；EPS 为 1.53 元。管理层预计 2017 年度归母净利增长区间为 8%~18%。

评论：

### 1、大客户新品出货延后，影响公司三季度收入增长放缓

3Q 单季公司收入增速 18.55%，环比下降 6.82pct，我们认为主要因大客户其他供应商的良品率问题影响了新产品出货进度，导致公司存货较年初大幅增加 79.74%；预计随着 11 月份主力新品的推出，四季度至明年公司收入端有望逐步改善。同时，公司积极延伸非消费电子包装领域，拓展新客户，小米、东阿阿胶、贵州茅台、VIVO、OPPO 等品牌客户的订单稳步推进，培养未来新的增长极。

### 2、成本上行、汇兑损失拖累业绩，预计四季度起逐步改善

前三季度营业利润同比增长 5.49%，主要原因有二：一是受美元兑人民币汇率波动影响，公司产生较大汇兑损失，财务费用率同比上升 2.32pct；二是高毛利客户增长放缓、原材料纸张价格上涨，毛利率同比降 1.75pct 至 31.74%。若剔除汇兑损失影响，我们估计前三季度公司营业利润增速约 20%以上。销售、管理费用率分别同比略升 0.2pct、0.37pct。3Q 单季毛利率同比降 4.01pct 至 32.53%，净利略增 0.81%。我们认为，随着后续汇率影响弱化、纸价逐步见顶回落，同时公司持续优化产品结构、部分产品协商提价，四季度起整体盈利有望逐步改善。

### 3、长期增长逻辑依然顺畅，维持“强烈推荐-A”评级

维持原有观点：1) 公司具有业内领先的产品质量体系 and 供货能力，全国性产能布局，构筑极强竞争壁垒，大客户优势绝对领先，4Q17 至 2018 年持续看好大客户新品逐步放量、新客户开拓带来的稳健增长预期。2) 开拓高档烟酒、大健康、化妆品等包装领域，培养未来新的增长极。3) 推进自动化建设，人均产值提升有望持续优化经营效率；4) 龙头企业具备显著资源整合优势，进一步打开成长空间。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 2.47 元、3.26 元、4.24 元，净利同比分别增长 13%、32%、30%，维持 91 元目标价以及“强烈推荐-A”评级。

风险提示：纸张等原材料价格波动风险；客户集中风险。

## 25、扬农化工（600486）—前三季度净利 4 亿元同比增 38%，看好未来麦草畏需求加速释放

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

2017 年 10 月 23 日，扬农化工公布 2017 年三季报，2017 前三季度收入 31.5 亿元同比增 46%，归属净利润 4.1 亿元同比增 38%，符合预期；扣非后净利润 3.6 亿元同比增 48%。

评论：

1、杀虫剂、除草剂业务收入大幅增长带动利润大增，财务费用率大幅增加

1) 公司前三季度收入 31.5 亿元同比增 46%，其中杀虫剂 10.4 亿元占收入 58%，除草剂 7.1 亿元占收入 34%。前三季度农药市场需求回暖叠加原材料价格上涨，杀虫剂价格同比增 1%，除草剂价格同比增长 52%（主要源于麦草畏销量占比增加）；菊酯、草甘膦、麦草畏均满产满销。2) 综合毛利率为 26.5%，同比增 0.9 个百分点，主要因为产品价格上涨导致价差扩大、麦草畏放量后单吨生产成本降低。3) 三项费用率提升 1.7 个百分点至 12%，销售、管理费用率分别持平、下滑 1.2 个百分点至 1%、8%，财务费用率提升 2.9 个百分点至 2%，主要源于汇兑损失增加。

2、如东三期项目投资规模大、盈利性好，投产后有利于巩固公司龙头地位，看好长期成长空间



1) 2017 年 4 月优嘉公司计划投资 1.1 万吨杀虫剂、1000 吨除草剂、3000 吨杀菌剂、2500 吨氯代苯乙酮等重大项目，总投资预计 20 亿元，建设期 3 年，达产后预计年营业收入为 15 亿元，投资收益率高达 18.4%，即年净利可达 2 亿元以上。2) 分品种看，新增杀虫剂产能绝大多数仍为菊酯类产品，行业龙头地位将进一步巩固。此外，三期项目将新增诸多之前没有的品种，加强产品多元化发展及与之前产品的协同，分散销售风险，增强抵御行业景气度下行的能力，譬如噁虫酮、氟啶脲、苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能、丙环唑、苯醚甲环唑等产品。

3、孟山都 2018 年抗麦草畏转基因大豆种植面积将同比翻倍至 4000 万英亩，看好麦草畏未来需求增量市场

1) 孟山都 17 年财报发布，全年在美国抗麦草畏转基因大豆和棉花种植面积分别超过 2000、600 万英亩，超前期种植面积计划完成；同时上调 18-19 年抗麦草畏转基因大豆种植面积预期，预期推广面积分别达 4000/5000 万英亩，麦草畏需求加速释放。该计划 2017 年带动麦草畏原药新增需求 0.7~1.5 万吨，2019 年前新增需求 4 万吨，2020 年前麦草畏新增需求 6.5 万吨，总需求有望达 8 万吨，届时供需缺口近 2 万吨。2) 公司目前麦草畏产能 25000 吨，其中二期 20000 吨已在 17 年 6 月正式投产。目前全球范围内麦草畏现有产能共 4.5 万吨，扬农已经成为全球麦草畏龙头，全球产能占比超过 50%。

## 26、中国动力（600482）—动力龙头增长确定，估值具备优势

（分析师：王超 等；联系方式：010 57601716 wangchao18@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季度报告，本报告期末公司实现营业收入 164.9 亿元，同比增长 9.12%；归母净利润 8.07 亿元，同比增长 21.92%，实现扣非后归母净利润 7.38 亿元，同比增长 41.66%。

评论：

1、公司收入增长稳定，盈利能力进一步提高

公司以军工业务为基础，当前受益于海洋强国战略和海军转型及装备升级需求，各类舰船动力装备的研制生产任务饱满。从年初至报告期末，公司实现营业收入 164.9 亿元，同比增长 9.12%；在营业收入稳步增加的同时，公司的盈利能力进一步提高，期内实现归母净利润 8.07 亿元，同比增长 21.92%；扣非后归母净利润 7.38 亿元，同比增长 41.66%。

## 2、公司是我军舰船用动力设备主要供应商，受益于国家强军战略

十九大报告中明确指出要：“确保到二〇二〇年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，战略能力有大的提升，力争到二〇三五年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”。公司是中船重工集团的动力业务整合平台，是我军舰船用动力设备的主要供应商，充分受益于国家强军战略及海洋强国战略。随着近年我军战舰呈“下饺子”之势，公司军品业务有望保持稳定增长。

## 3、内部整合持续推进，股权激励激发公司活力

公司积极推进内部资源整合：组建了中国船柴，搭建起低速柴油机业务“一总部三基地”的管理框架，在制造成本、生产规模、服务体系等方面逐渐形成规模效应；对全资子公司“淄博火炬能源”进行增资，并拟通过“淄博火炬能源”收购“淄博火炬控股”持有的“淄博火炬科技”100%股权及“淄博火炬控股”在淄川火炬新区建设项目相关净资产，继续整合公司化学动力业务。另外公司于 2017 年初完成了对核心管理及技术人员的股权激励，股票期权的行权价格为每股 32.40 元，相应的业绩考核指标为 2018-2020 年相较于 2015 年度净利润复合增长率不低于 15%。我们认为，此举将有助于充分调动公司员工的积极性，将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，利于公司长远发展。

## 4、业绩预测

预计 2017-2019 年 EPS 为 0.75、0.90、1.07 元，维持“强烈推荐”评级！

风险提示：民船业务持续低迷。

## 27、思源电气（002028）—费用增加影响当期业绩，企业治理结构变化较大

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

整体经营平稳。前三季度公司实现收入 28.35 亿元，同比增长 2.49%，归上净利润 1.84 亿元，同比下降 22.59%，扣非净利润 1.34 亿元，同比减少 35.07%。公司收入有增长，但汇兑及研发投入带来费用率上升，导致了公司业绩下滑。

海外业务贡献加大。公司产品已在土耳其、印度市场取得了突破，上半年海外 EPC 签订合同 4.1 亿，增长显著。目前 15 个 EPC 项目进展顺利，其中总金额约 9950 万元 Olkaria II 期项目有望明年 4 月有望验收交付。

公司主业有较竞争力，未来有望稳健发展。公司管理较规范，成本控制力强，在电力自动化领域有较强的竞争力，其电力开关、互感器业内领先，保护自动化产品进步明显，海外业务逐步开始产生贡献。前三季度，公司订单增长 12%，后续主业的总体发展有望保持稳健增长。

企业治理有所变化。公司目前负债率 32.5%，现金也比较充沛，长期偿债能力及造血能力尚可，可以支撑潜在的外延扩张或转型发展。2016 年以来，公司股权结构、董事会构成有了较大变化。三季报数据表明，股东上海承芯持股已达 3999 万股，占比 5.26%，已成为公司第三大股东。在 2017 年 6 月，上海承芯提名的非独立董事、独立董事都已成功进入公司董事会。承芯股东的投资主要在集成电路、半导体领域，提名给思源的董事在以上领域有较强的专业背景，因此，我们预计公司未来向电力电子等领域转型或拓展的可能性应该更大一些。

风险提示：电网投资减速导致公司主业下降，海外市场风险，股东产生矛盾。

## 28、比音勒芬（002832）—内生增长性强 助推 Q3 业绩提速

（分析师：孙妤；联系方式：010-57601717 sunyu2@cmschina.com.cn）

1、Q3 业绩提速，前三季度业绩表现佳。公司 17Q1-Q3 实现营业收入 7.58 亿元，同比增长 25.13%；归母净利润 1.37 亿元，同比增长 30.48%；每股收益 1.29 元。分季

度测算，Q3 实现收入 2.63 亿元，同比增长 33.64%；实现归母净利润 5333 万元，同比增长 47.91%。

2、直营化基础扎实，内生增长力强，旅游度假新系列的开发有望为后期贡献新的增长点。1) 中高端产品定位契合国内消费升级需求；2) 注重研发投入，打造国际化企划设计能力；3) 直营占比较高，内生增长基础扎实；4) 独特的营销推广方式；5) 产品线扩展，布局旅游度假系列服饰，有望成为新的利润增长点

3、折扣力度管控加大，拉动毛利率提升 2.31pct 至 65%，期间费用率提升 1.72pct 至 40.23%，净利润率小幅提升 0.75pct 至 18.11%。

4、存货 ( Q3 末 3.64 亿元，较年初及 Q2 末提升 1.17 和 1.34 亿 ) 及应收账款 ( Q3 末 0.65 亿元，分别较年初及 Q2 末提升 0.17 和 0.24 亿元 ) 均有所提升，但相对处于合理范围，经营活动现金流情况良好

5、员工持股计划已通过股东大会审议，目前仍处于筹备阶段，没有买入股票。

6、与易简投资共同投资设立比音勒芬易简消费升级投资合伙企业，拟投向与公司主业相关的优秀时尚品牌品类、优质线上/线下营销渠道、及相关消费升级项目。

7、盈利预测与投资评级：结合三季报，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.60 元、1.99 元和 2.52 元。当前市值 58 亿，对应 17PE34X、18PE27X，因具有次新属性估值相对合理，暂维持“审慎推荐-A”的投资评级，但考虑到公司内生增长性强，下行风险不高，且员工持股尚未买入，可现价底位为明年布局，把握绝对收益。

8、风险提示：旅游度假系列服饰销售情况不达预期；明年新系列进入直营开店周期，费用提升的风险。

## 29、东土科技（300353）一获中国电信认可开展全面战略合作并落地雄安；大股东增持彰显未来发展信心

（分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn）

事件：

1、公司与中国电信签署战略合作框架协议，在智慧城市、军民融合、工业 2025、河北雄安新区其他应用等相关领域建立全面战略合作伙伴关系，合作期限为三年。

2、公司实际控制人李平拟于未来 12 月内增持东土科技股份，增持金额不低于 1 亿元，累计增持比例不超过本公司已发行股份的 2%。

评论：

1、与中国电信建立全面战略合作关系，工业互联网和军民融合技术获得运营商认可

公司与中国电信建立全面战略合作关系，在智慧城市、军民融合、工业 2025 和河北雄安新区其他应用四个领域开展战略合作。在智慧城市方面，建设运营一体化标准服务、成立专项小组推动雄安新区的 CIM 标准研究。在军民融合领域，为军民融合通信系统提供自主可控的通信网络整体解决方案，为军民融合应用打造自主可控的物联网平台。在雄安新区建设军民融合创新中心。在工业 2025 领域，推动工业互联网网络安全和工业互联网信用体系建设，打造工业 2025 生态圈。在河北雄安新区探索工业互联网产业基金成立的可行性，工业 2025 产业升级提供完整解决方案。此外，双方在通信网络建设、网络运营优化、大数据分析处理等方面的优势，共同推动河北雄安新区新一代智能网络运营、大数据运营服务体系 and 行业创新应用的建设。我们认为，此次与中国电信的全面战略合作，代表公司在工业互联网、自主可控军民融合、智慧城市等领域的技术优势开始逐步获得运营商等重要合作伙伴认可。

2、研发持续加大投入，支撑工业互联网战略逐步落地

公司非常注重技术产品研发投入，连续多年研发费用投入超过公司净利润，今年前三季度研发费用同比增长 80%，预计全年研发投入再次超过 1 亿元。截至目前，公司及全资、控股子公司合计拥有专利 265 项（包括 4 项海外授权专利，11 项国防专利），其中发明专利 123 项，在工业互联网平台和产品，信息化解决方案、智能制造相关领域具备深厚技术储备。特别是公司历经数年研发的工业互联网解决方案将有望率先在智能电网与智能交通行业落地。我们认为随着公司技术能力越来越多得到市场客户认可，公司的技术优势将向市场优势转化，支撑公司战略逐步落地。

3、重视工业互联的“大格局”，大股东增持彰显未来发展信心，维持“强烈推荐-A”评级。

公司成长的逻辑在于在工业军事互联的“大格局”下，通过内生外延的方式，不断深入落地。公司革命式融合一体化工业服务器有望今年在电力和交通两领域率先形成试点突破，明年开展全面推广，我们坚定看好公司在工业军事互联领域的发展前景。公司公告实际控制人李平先生拟在未来 12 月内增持也彰显未来发展信心。我们预计公司 17 和 18 年业绩分别为 1.51 亿元和 2.1 亿元，对应当前股价 PE 分别为 49X 和 36X，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：工业互联网产品进展缓慢，新市场开拓不达预期。

### 30、亨通光电（600487）—前三季度业绩增长 50%-80%略超预期，中移动新一轮光缆招标有望近期启动

（分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布公告预计 2017 年 1 月-9 月实现归属于上市公司股东的净利润为 15.7 亿元至 18.86 亿元，同比增长 50%至 80%。

招商评论：

#### 1、前三季度增长略超预期，光纤行业高景气推动业绩快速增长

公司前三季度是实现规模净利润 15.7-18.8 亿元，同比增长区间在 50%-80%，其中按照中值计算，第三季度单季业绩约为 10 亿元，同比增长 50%，若考虑去年三季度出售上海亨通所得收益 1.04 亿元，预计三季度增速为 78%，为单季度最佳业绩。我们判断，业绩增长主要原因来自光纤量价齐升带来的业务收入和毛利率的大幅提升，同时海缆、新能源、大数据等新业务也保持快速增长，此外公司全球化战略效果显著，海外收入预计延续上半年翻倍增长态势。

#### 2、移动 18 年第一次光缆招标有望近期启动，量价继续齐升概率大

根据以往经验，我们判断中移动 18 年第一次光缆招标有望于近期启动，根据目前各省家庭宽带用户发展情况来看，此次招标量或较大提升，在当前产能紧张情况下，我们判断价格有望稳中有升。需求驱动因素为：中移动 5G 特别前传网建设对基础设施压



力不断加大，FTTH 建设 18 年依然个省重要任务；价格驱动因素为：海外方面及国内散纤价格持续上涨，光棒扩产进度低于需求增长速度。

3、坚定看好 5G 时代光纤行业确定性，穿越周期的低估值优质成长，继续维持“强烈推荐-A 评级”

我们认为，在全球流量爆发大背景下，全球光纤化势不可挡，中移动全国固网布局、海外“量价齐升”、产业走向寡头格局、5G 需求拉动等因素共同驱动下，行业未来三年景气持续确定性高，特别是海外和 5G 需求有望持续超市场预期。公司作为国内光纤龙头在光棒一体化加速升级的同时，在海外、海缆、EPC、新能源、运营服务等领域也多点开花，多元化发展提供了穿越周期持续成长的动力。预计 2017-2018 年净利润为 22.3 亿元和 28.14 亿元，对应 17-18 年 PE 为 21X 和 16.7X。继续“强烈推荐-A 评级”。

风险提示:市场需求不及预期,市场竞争加剧,光棒反倾销政策变化

### 31、龙鳞佰利（002601）—三季报符合预期，印证公司良好盈利能力。系列报告之二十八

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报：报告期内，公司实现主营业务收入 75.53 亿元，同比增长 271.71%；实现营业利润 23.60 亿元，同比增长 1499.22%；实现净利润 19.91 亿元，归属于股东扣非净利润 18.81 亿元，同比增长 1529.72%；实现每股收益 0.96 元，每股净资产 6.60 元。

公司对 2017 年全年经营业绩的预计：归属于上市公司股东的净利润 24.32-26.53 亿元，去年同期 4.42 亿元，同比增长 2431.57%-2652.63%。

评论：

1、三季度业绩符合预期。

报告期内公司实现收入 75.53 亿元，同比增长 271.71%，其中 1Q/2Q/3Q 分别实现收入 23.65/26.32/26.17 亿元，同比增长 274%/290%/254%；分别实现归属净利润 5.85/7.25/6.11 亿元，同比增长 3441%/1228%/1163%。公司三个季度净利润出现增长，主要是因为钛白粉价格持续高位，钛白粉行业的运营和公司业绩符合我们预期，同比增幅较大主要是因为龙蟒在 2016 年四季度并表，与去年同期财报主体不同带来基数不同。2017 年 1Q/2Q/3Q 公司综合毛利率分别为 39.77%/50.10%/47.20%，其中第三季度毛利率环比下滑 2.9 个百分点，主要是 7、8 月份是钛白粉消费淡季，价格出现轻微调整，但我们认为在淡季价格仍然维持在相对高位，显示行业供需格局出现显著好转。

\_x0007\_

\_x0007\_2、钛精矿价格有望上涨，出口保持良好势头。

国庆之后多数钛白粉企业报价轮番上调，国内主流企业报价较前期上涨 500-1000 元/吨不等。目前来看，国内主流钛白粉企业金红石型钛白粉报价多在 17500-18500 元/吨水平，商谈重心整体较节前上调幅度在 200-300 元/吨水平。

四川地区钛精矿不含税价格 1550-1600 元/吨，成本维持高位。出口方面：2017 年 8 月钛白粉单月出口量 7.12 万吨，同比增长 8.90%。2017 年 1-8 月累计出口 53.65 万吨，同比增长 12.35%，出口量保持稳定增长。价格上：科慕 R-103、R-104 报价执行 27000 元/吨；R105 报价执行在 25500 元/吨，和 7 月份价格持平。整体而言，钛白粉出口形势保持良好。

3、维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。

我们看好公司长期的发展。公司股东减持股份预披露公告补充公告中显示减持价格不低于 22 元，减轻市场对减持的担心。本次修正盈利预测 17-19 年每股收益 1.26 元、1.37 元和 1.60 元，相应 PE 分别为 12.7 倍、11.2 倍、10.3 倍，维持投资评级不变。

4、风险提示。备忘录项目中途变更风险；钛白粉行业价格走势低于预期风险。

## 32、智飞生物（300122）—三联苗快速放量，HPV 疫苗即将获批签发

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

疫苗行业恢复及公司三联苗放量带动公司业绩高速增长。17 年前三季度营业收入 7.69 亿元，同比增长 181.46%；归母净利润 2.85 亿元，同比增长 4118.66%。主要是去年山东疫苗事件对行业影响基本消除，各省采购平台建立及恢复招标，17 年疫苗行业迎来恢复性增长，预计公司的 Hib-AC 三联苗快速放量，Hib-AC 三联苗前 3 个季度批签发 338.26 万剂同比增 1423.4%。毛利率下降约 4.1 个百分点，主要是低毛利率的代理产品所致。前三季度公司存货 3.41 亿元较期初增长 226%，预计主要是采购代理默沙东疫苗产品所致。前三季度，默沙东的 23 价肺炎多糖疫苗、甲肝疫苗批签发量分别为 46.9 万剂、24.9 万剂。

2018 年三联苗稳增长与代理 HPV 疫苗放量。公司的 Hib-AC 三联苗一剂多防，减少接种次数，预计 17 年销售约 400 万剂约占 Hib 市场 20%，还有一定的提升空间。默沙东的 4 价 HPV 疫苗 5 月在国内获批，17 年 9 月公司与美国默沙东就代理 HPV 疫苗协议做出了修订和补充，明确了 2017 年 9 月至 2021 年 6 月的基础采购计划，其中 2017 年约 5.42 亿、2018 年约 13.72 亿、2019 年约 17.84 亿、2020 年约 22.30 亿、2021 年约 6.17 亿。目前，四价 HPV 疫苗已获得进口药品通关单，现处于批签发阶段，待取得正式签发后即可进行销售，已在多个省份中标，中标价为 798 元/剂。HPV 疫苗在国外从 06 年开始每年销售超过 20 亿美元，由于国内 HPV 需求空间较大，我们预计 18 年 HPV 疫苗将为公司业绩带来较大弹性。

预计 18 年代理五价轮状病毒疫苗上市。公司 2012 年与默沙东签署协议代理其五价轮状病毒疫苗，目前五价轮状病毒疫苗已进入国家药监局优先审评目录，预计 18 年获批上市。目前，轮状病毒疫苗主要用于预防婴幼儿轮状病毒引起的腹泻，目前国内仅有兰州所的单价口服轮状病毒活疫苗（羊株），主要用于预防 A 群轮状病毒，生产工艺系用羊的轮状病毒减毒株（LLR 株）接种新生小牛肾细胞，经培养、收获病毒液并加入蔗糖和乳糖保护剂制成，效价和保护性较差。目前，国外上市的轮状病毒疫苗主要是默沙东的 Rotateq 2016 年销售额 6.52 亿美元，GSK 的 Rotarix 2016 年销售额 4.69 亿英镑，合计销售超 12 亿美元。Rotateq 采用的是人-牛病毒基因重配技术，接种 3

针即可长期免疫，效价和保护性比兰州所的强。兰州所的轮状病毒疫苗 13-15 年批签发分别为 1043 万、717 万、733 万剂，每人口服一剂，预计每年婴幼儿使用人数超过 500 万，我们预计 Rotateq 在国内有比较大的空间（按 500 元/人）。

维持“审慎推荐-A”投资评级。公司独家产品 Hib-AC 三联苗快速放量，代理的 HPV 疫苗即将获批签发 18 年贡献较大业绩弹性，五价轮状病毒疫苗市场空间也较大，预计 17-19 年 EPS 0.25、0.68、0.92 元，对应 PE 115、42、31 倍，维持“审慎推荐-A”投资评级；

风险提示：公司的 Hib-AC 三联苗，代理 HPV 疫苗销售不达预期。

### 33、通化东宝（600867）—加快吸入式胰岛素的引入，继续强烈推荐

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

事件：公司公告成立合资公司上海卓信生物，注册资本 1.026 亿，通化东宝出资 4617 万元，持有 45%，美国 Dance 公司持股 45%，上海东宝（通化东宝持股 22%）持有 10%；合资公司致力于 Dance 的吸入式胰岛素在国内的临床与注册、销售。我们点评如下：

与 2016 年 4 月的公告对比，主要改变如下：1、省略了中间机构，直接与 Dance 合作，有利于合资企业直接参与 Dance 吸入式胰岛素的全球 3 期临床计划，加快吸入式胰岛素在中国的注册进度；2、通化东宝+上海东宝在合资公司的持股比例由 50%提升到 55%，确保了通化东宝在合资公司的主导地位。

引入创新性胰岛素给药方式，占据胰岛素研发制高点。通化东宝曾在 2014 年 3 月公告与美国 DANCE 生物制药签订胰岛素原料药供货协议，用于 DANCE 公司的吸入式胰岛素全球临床和销售。DANCE 公司拥有 10 余年的药物吸入技术的开发经验，辉瑞的第一代吸入式胰岛素就是公司的研发，其研发的第二代吸入式胰岛素已经在欧洲美国完成 2 期临床，结果优良，计划在中国、美国、欧洲同时启动 3 期临床。

DANCE 第二代吸入式胰岛素优于此前辉瑞产品，有成功的可能。2006 年 FDA 和欧盟批准辉瑞的全球第一个吸入式胰岛素产品 Exubera，但最终由于销售较差而被辉瑞

放弃。DANCE 产品已经解决辉瑞的多个问题：1、辉瑞的产品是胰岛素固体颗粒粉剂，会在肺泡里沉积，引起肺活力下降。DANCE 产品是胰岛素液体雾化剂，沉积问题相对较小；2、辉瑞产品体积大，携带使用都不方便，DANCE 产品从图片上看，已经能放入裤子口袋，使用也非常方便。当然，辉瑞产品还有其他一系列问题导致其销售较差，如生物利用度低导致用量大，从而有引发低血糖或产生胰岛素抗体的可能，这些问题可能也是 DANCE 产品会面临的问题，还需等待 3 期临床数据。

### 34、机器人（300024）—受益工业整体复苏，营收利润创新高

（分析师：刘荣 等；联系方式：0755-82943203 liur@cmschina.com.cn）

三季度收入利润创历史新高，政府补贴减少。公司 2017 年前三季度收入 16.8 亿元，同比增长 34.6%，其中三季度单季收入 6.5 亿元，同比增长 82.3%，创下三季度历史新高。前三季度实现归母净利润 2.74 亿元，同比增长 10.2%，利润增速较收入增速偏低，主要系今年政府补贴减少。

受益工业整体复苏，淡季不淡，毛利率保持稳定。三季度一直是机器人历史上的经营淡季，然而今年却高歌猛进，主要是受益于整体工业复苏带来的订单增长，自 2016 年 12 月以来，公司新签订单同比大幅增长 50%以上，包括工业机器人、物流、地铁设备等方面，其中工业机器人订单增长最高。毛利率方面，前三季度毛利率 32.4%，基本与去年同期的 32.3%持平，在收入快速增长的同时，毛利率保持稳定。

9 月工业机器人行业同比翻倍增长，十三五规划目标渐行渐近。9 月份工业机器人产量达到 13085 台/套，同比增幅高达 103.2%，前 9 月同比增长 69.4%，长期以来机器人产业都保持着较高增速。从 2010 年到 2016 年，中国工业机器人市场增长了 5 倍多。2013 年以来，我国已连续四年成为全球最大的工业机器人市场，达到十三五规划 5 万台国产六轴工业机器人目标指日可待。

加大产品推广、营销力度。除了行业复苏外，公司也加大了产品推广和营销力度，例如对于华晨宝马这类大客户，之前更多的是提供 AGV 产品，而现在公司机器人产品已经成功切入华晨宝马核心的焊接装配线。报告期内，公司新加坡子公司成立，未来将作为公司海外营销的推广平台，将新松的产品推广到东南亚、美洲等地区。。

业绩预测及投资建议。我们预计公司在四季度还将维持较高增速，2017 全年营收 27.7 亿元，净利润 4.2 亿元，对应 PE 82 倍，维持“审慎推荐”。

风险提示：工业整体投资增速下降，毛利率下降风险。

### 35、豪迈科技（002595）—收入略超预期 三轮动车将持续驱动增长

（分析师：刘荣 等；联系方式：0755-82943203 liur@cmschina.com.cn）

事件：

豪迈科技 2017 年前三季度收入 22.25 亿元，同比增长 17.34%，归母净利润 5.38 亿元，同比减少 4.82%；扣非归母净利润 5.20 亿元，同比减少 5.66%；每股收益 0.67 元，同时公司预告 2017 年度归母净利润增长为-10%~10%之间。受全球经济回暖影响，公司收入增长持续超预期，但单季收入增速有所放缓，成本上升毛利率承压，净利增长低于收入增长。全年净利压力较大，长期看好，维持推荐。

评论：

#### 1、收入超预期，但单季增速有所放缓，成本上升毛利率承压

公司前三季度收入同比增长 17.34%，略超市场预期，17Q1-Q3 单季收入增速分别为 20.04%、19.65%、12.7%，营业收入增速有下滑趋势。

前三季度归母净利润同比减少 4.82%，增幅远低于收入增长，公司预计 2017 年度归母净利润变动幅度为-10%~10%之间，主要原因是原材料价格上涨和人工成本上涨带来毛利率的变动，公司 17Q3 综合毛利率 38.39%，较去年同期 42.86%的毛利率下降 4.47pct，明显承压。

期间费用也明显增长。销售费用为 2662 万元，同比减少 27.38%；管理费用为 1.53 亿元，同比增长 17.62%；公司财务费用大幅增加，由上期的-420 万变为 3455 万，主要原因是人民币升值大背景下汇兑损失增加所致，海外业务是公司重要收入来源，2017H1 豪迈科技外销收入为 8.02 亿，占当年营业收入的 54.18%。公司资产减值损



失 657 万，主要是应收账款增加导致计提坏账准备增加所致，报告期内公司应收账款 8.62 亿，同比增加 23.9%。

## 2、轮胎模具+大型燃气轮机零部件+铸造，三轮驱动业绩增长

公司是轮胎模具制造龙头，主要定位于中高端市场。模具业务占公司总收入 80%以上，上半年同比增加 20.78%。今年以来重型货车销售复苏，月销量从年初 13670 台/月上涨至九月 20699 台/月，势头强劲，公司载重胎订单受益；乘用车方面，公司进行产能扩充，去年底产能从 800 套/月增长至 1000 套/月。目前公司在泰国、印度及匈牙利均设立生产基地，未来还会在巴西建立工厂，国内计划在合肥和厦门建立新的售后维修点。公司希望全年轮胎模具业务收入达到 25 亿元，并在 3-4 年内将市占率从目前的 25%提升至 40%以上。

燃气轮机零部件约占公司营业收入的 9.75%，上半年同比增长 44.25%，该业务逐渐成为除轮胎模具之外公司新的利润增长点。燃气轮机零部件业务主要客户为 GE，客户现在已经拓展到三菱和西门子。产品种类已经不再局限于燃气轮机，目前还覆盖了蒸汽轮机、发电机等零部件的加工。

公司铸造业务上半年占营业收入的 7.63%，同比增长 53.8%。增长非常迅猛，目前一期、二期工程已经全部建成投产，第三期工程建设也已经开始，建成后产值有望进一步提升。

## 3、今年不良因素较多 长期看好 维持推荐

公司已经是全球轮胎模具制造龙头，燃气轮机零部件及铸造业务增长迅速。受益于全球经济复苏，公司前三季度收入略超预期，但原材料成本上升毛利率承压，同时人民币升值使得国外收入净值恶化，不利因素较多。轮胎模具+燃气轮机零部件+铸造三轮车将继续驱动业绩增长，但全年净利增长可能不太乐观。我们预测公司 2017-2018 年净利分别为 7.6 亿、8.5 亿，对应 PE 为 21 倍、18.8 倍。考虑到豪迈科技的国际竞争力稳步提升、资产负债表健康、盈利能力强且长期确定，维持推荐。

风险提示：宏观经济下行；轮胎产业景气度持续下降；燃气轮机不及预期

### 36、艾迪精密（603638）三季报点评——三季度超预期 增长更看明年

（分析师：刘荣 等；联系方式：0755-82943203 liur@cmschina.com.cn）

艾迪精密发布 2017 年三季报，2017 年 1-9 月实现营业收入 4.7 亿元，同比增长 60.6%，实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 78.5%，扣非净利润 1.01 亿元，同比增长 77.6%。

三季度单季淡季不淡，收入达到 1.64 亿，同比增长 69%，净利润 3437 万元，同比增长 75%，增速均快于二季度。虽然工程机械行业上半年销售收入通常高于下半年，但是艾迪上、下半年相对均衡，过去五年虽然挖掘机行业大幅下降，但是艾迪一直保持平稳增长。三季度收入增长呈加快的态势，一方面与挖掘机行业淡季不淡有关，另一方面公司募投项目投产，产能提升。

三季度毛利率保持高位。艾迪第三季度毛利率 43.35%，和去年同期基本持平，环比今年二季度提高约一个百分点。第三季度净利润率 21%，同比提高了 0.7 个百分点。虽然钢材原材料大幅上涨，但是受益于规模效应的体现，公司毛利率和净利率仍保持高位，同时高毛利率的重型液压锤收入占比提高。

三季度应收账款 1 亿元，同比增长 1.14 倍，经营现金流 4918 万元，同比增长 52%，存货保持低位，反映了供不应求的市场状态。

上调评级至“强烈推荐-A”。随着公司募投项目的逐步实施，产量将逐步提升所致，去年产能 8000 台，今年预计达到 12000 台（整机+主机），预计明年达到 2 万台。维持今年 1.3 亿的净利润预测，上调明后年的业绩预测，预计 2017-2019 年 EPS 0.75、1.05、1.33 元，公司复合增长率超 30%，明年动态 PE28 倍，流通市值仅 13 亿，强烈推荐。

### 37、合力泰（002217）—Q3 业绩符合预期，全年业绩指向超预期！

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017Q3 季报。

2017Q1-Q3 营业收入 103.52 亿元，同比增 34.3%，净利润 9.07 亿元，同比增 57.0%，扣非净利润 8.05 亿元，同比增 53.4%。

2017Q3 单季度营业收入 42.58 亿元，同比增 52.5%，同比增速较 Q2 的 14.6% 增长 37.8pct，营收环比增 15.2%；净利润为 3.97 亿元，同比增加 48.9%，同比增速较 Q2 的 26.1% 增加 22.8pct，环比增加 31.0%。

2017Q3 单季度毛利率为 17.96%，持续维持 17% 以上，较 Q2 增加 0.44pct；净利率为 9.33%，较 Q2 增加约 1.08pct。

2017Q3 三项费用占比 6.91%，较 Q2 下降 0.89pct，其中管理费下降较多，约为 0.79pct。

公司预计 2017 年净利润规模为 13.0-14.5 亿元，同比增加 48.78%-65.94%，Q4 净利润规模为 3.93-5.43 亿元，同比增加 47%-84%。

评论：

行业回暖+公司客户与产品有序推进助推销售收入增速上台阶。Q2 受安卓机行业增速下滑影响，公司销售收入同比增速触及 14.63% 的历史低位，随着 2 季度末行业回暖，公司订单显著增加。从行业现状看，销售依旧强劲，全年业绩无忧。从长远逻辑看，公司凭借垂直一体化获得低成本与快速创新能力，未来将享受行业集中度持续提升带来的红利。

毛利率与净利率的提升源自产品结构的提升以及规模效应的持续推进。公司利用触控模组的领先地位，采取 1+N 战略，不断接入显示屏、指纹识别模组、摄像头、FPC、盖板、无线充电等产品，带动毛利率上扬。与此同时随着规模效应的增加，三项费用率有所下降导致净利率持续提升。

全面屏、无线充电、3D 盖板玻璃均做了提前布局，未来可期。3D 盖板玻璃公司布局完整，未来将快速起量。通过珠海晨新切入全面屏布局，可实现从结构件到电子件的自主开发设计。通过蓝沛科技进入无线充电领域，从材料端、接收端、发射端全覆盖布局。从这个角度看，未来行业爆点均已经做了布局，后劲十足。

公司在客户、产品以及管理方面都开始出现质变，未来将持续维持高增长。客户从三线->一线 ODM->一线，向高端持续扩张。产品从触屏->触屏+ccm+指纹识别+fpc+无线充电扩张。管理从成本领先战略向无线充电、超细线路的差异化战略扩张。目前立体变革持续推进，未来将维持高增长。

维持“强烈推荐-A”投资评级。我们看好公司未来发展，维持强烈推荐-A 评级，年底收益确定性高，未来有望成为新龙头！维持公司 17-19 年净利润 14.0 亿元、21.8 亿元、30.0 亿元。

风险提示：业务推进不达预期、新业务拓展不顺利。

### 38、阳光城（000671）——三季度业绩持续高增、规模成长潜力仍然显著

（分析师：赵可 等；联系方式：0755-82943231      zhaoke@cmschina.com.cn）

三季度业绩持续高增。公司 17 年前三季度收入/归母净利分别为 155.2/6.2 亿，同比分别增长 108%/71%；收入高增得益于交付增加，少数股东损益虽明显下降但结算项目毛利率低，导致归母净利增速低于收入增速。公司充裕的已售未结资源正快速兑现业绩，全年业绩高增长有保障。

销售高增且拿地进取，规模成长潜力仍然显著。公司是以“高周转+高成长+高杠杆”为标签的闽系代表房企，今年 1-9 月销售面积/金额分别为 404 万方/597 亿（克而瑞口径），同比分别增长 190%/205%，高成长特点明显。公司前三季度新增全口径计容 834 万方，收购占 70+%，拿地量/销量为 206%（16 年全年分别为 978 万方/86%/277%），延续积极拓展力度。截至年中，公司全口径/权益未竣工未售面积超 1900/1700 万方量级，一二线占比超 80%；全口径未售货值（含尾盘）2500+亿，充裕的货量储备为公司明年冲击千亿规模提供支撑。

重申高杠杆瑕不掩瑜，公司亦积极拓展融资渠道。公司净负债率较高，短期偿债压力有所加大，但考虑到：1）销售持续高增带来大量销售回款保证短期现金流，2）公司积极拓展融资渠道（房地产基金、ABS 和境外美元债等）以改善长期负债结构，我们认为高杠杆瑕不掩瑜。再次强调高杠杆是高成长的必然选择，而驾驭杠杆的关键在于

能否维持高周转模式；尽管行业面临小周期调整压力，但未来几年不会是断崖式的收缩，所以高杠杆并非完全不可取。

维持“强烈推荐-A”的投资评级，目标价 8.52 元/股。公司最核心的亮点是显著的规模成长潜力，高杠杆瑕不掩瑜，利润表也正加速增长，属于潜在的高弹性品种，目前市值较 RNAV 折价 20%左右。上调目标价至 8.52 元（2018PE=12X）。

风险提示：周转速度慢于预期、并购项目质量低于预期。

### 39、云南能投（002053）—食盐受盐改冲击盈利下滑，天然气业务值得期待

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 11.23 亿元，同比增长 13.02%，实现归母净利润为 1.25 亿元，较上年同期减少 29.66%，实现扣非后归股东的净利润 1.08 亿元，同比减少 36.16%，实现 EPS 0.23 元，同比下降 29.66%。其中三季度单季度实现营业收入 3.81 亿元，同比增长 19.13%，实现归母净利润 2956 万元，同比下降 65.55%。

评论：

食盐业务受盐改冲击盈利下滑，天然气业务占比进一步提升

公司前三季度营收 11.23 亿元，同比增长 13.02%，主要是由于 LNG 业务，天然气营收大幅提升；天然气业务板块营收 2.87 亿元，营收占比进一步提升，达到 25.56%。盐业板块，今年初《盐业体制改革方案》正式实施，价格放开、流通销售松绑，盐业市场竞争明显加剧。虽然公司省外的食盐销售同比增长 655.93%、工业盐同比增长 118.64%，但由于食盐产品综合均价同比下降幅度较大，而工业盐单位价值较低，因此 2017 年前三季度盐业板块盈利下滑明显，但随着 LNG 等天然气板块业务的推进，公司盈利情况有望逐步改善。

2、拟收购风电资产，清洁能源板块值得关注

公司近期发布公告，拟以发行股份的方式购买新能源公司持有的马龙公司 100% 股权、大姚公司 100% 股权、会泽公司 100% 股权以及泸西公司 70% 股权；6 月 30 日预估值为 11.93 亿元；在评估基准日后，新能源公司对马龙公司、大姚公司、会泽公司以现金方式合计增资 1.63 亿元，本次交易的初步交易价格为 13.56 亿元。公司的定位由“盐业+天然气”转变为“盐业+清洁能源”的发展模式，清洁能源板块值得关注。

### 3、天然气业务受益于中缅管道，云南市场前景广阔

公司在原有盐业基础上，拓展进入天然气业务，2016 年剥离亏损的氯碱资产并置入天然气业务，打造盐与天然气双主业。云南省天然气利用程度较低，未来发展潜力巨大。公司重点开展了 12 条天然气支线、3 条专线管道项目及 2 个应急气源储备中心和 1 个 CNG 母站项目的建设，下半年将逐步进入建成投产运营期。公司作为云南省省级天然气发展平台，已经与中石油西南管道分公司达成协议，将获得中缅管道的省内开口便利和气源支持。十三五期间，云南天然气需求巨大并将进入快速发展期，公司天然气业务将呈现增长趋势，经营效益将稳步提升。

### 4、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.88 亿元、2.90 亿元和 3.44 亿元，对应 EPS 分别为 0.34、0.52、0.62 元；目前的股价 12.83 元，对应 PE 分别为 38、25 和 21 倍，给予“审慎推荐”评级。

风险提示：天然气业务拓展不及预期风险、盐业市场竞争加剧风险。

## 40、当升科技（300073）——业绩持续稳步增长，产品结构不断优化

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

### 事件：

公司公告三季报，前三季度实现收入 14.4 亿，同比+58.2%，归母净利润 1.83 亿，同比+192%，扣除出售星城石墨股权非经常损益后归母净利润 0.84 亿，综合毛利率 17.38%；其中报告期实现收入 6010 万，同比+69.5%，归母净利润 3841 万，同比+46.7%；符合前期业绩预告区间。



评论：

### 1、业绩持续稳步增长源于新产能投放顺利以及产品结构不断优化

公司收入利润同比大幅增长得益于主要三元材料产品量价齐升。随着海门一期达产公司上半年正极材料销量超过 4500 吨，预计全年有望突破万吨。并且产品结构不断优化，三元材料占比不断提升，目前出货量占比已经超过 75%。此外报告期内管理费用增长较多，同比增加 3033 万，主要缘于研发费用大幅提升，目前 NCM811 已经完成中试，多项性能指标处于国际领先水平，预计年内实现批量销售。

### 2、新产能持续投放蓄力长期成长，签署优质镍钴矿承购协议补齐成长最后拼图

公司在建的海门二期二阶段 4000 吨产能预计四季度达产年内实现销售，其中 NCM811 值得期待，公司的 811 产品质地优异，关键的产品循环性上已经达到甚至超越了国外产品；一辆 55 度电量的整车，如果搭载 532 电池需要 97 公斤，而使用 811 则仅需 81 公斤。此外，811 在与 NCA 型正极比较性能差距很小，但是在原料钴的使用量上则会大大降低。此外募投项目拟建设 18000 吨/年的高镍多元材料生产线，并按照 NCM811/NCA 的标准来设计，根据可研报告项目建成后 irr 可达到 14%，有望再造当升，进一步夯实公司在国内高镍三元市场的龙头地位。近期随着公司签署 Syerston 项目优质镍钴矿承购协议，有望锁定未来核心正极材料原料供应，补齐成长最后拼图。

### 3、持续看好公司成长为全球锂电正极材料龙头，维持强烈推荐评级

在国家产业政策引导和市场需求的刺激下，动力锂电市场规模不断扩张，高端锂电材料的需求量持续增长。公司是国内高镍动力正极材料 NCM622 率先实现批量化供货企业，具备极强技术壁垒，收入利润持续保持高速增长，上半年锂电材料收入增速超过 50%，且后续 NCM811、NCA 等储备品种研发进展顺利，有望持续领先国内竞争对手一个产业周期，坚定看好公司未来确定成长空间，看好公司成长为全球锂电正极材料龙头。考虑到公司经营持续改善以及投资收益贡献，暂不考虑增发摊薄，给予 17 年/18 年 eps 至 0.69 元/0.86 元，维持强烈推荐评级。

风险提示：新能源汽车销量不达预期，非公开发行进度存在不确定性

## 41、中金环境（300145）——业绩保持高增长，进军危废打造环保综合平台

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

2017 年前三季度，中金环境实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 46.6%；实现归属净利润 4.44 亿元，同比增长 50.9%；扣非后归属净利润 4.29 亿元，同比增长 51.8%，公司收入及业绩均维持高速增长。我们预计公司 2017-2019 年分别实现归母净利润 7.25、10.47 和 13.89 亿元，公司目前处于停牌中，停牌前市值为 203.4 亿元，对应 17-19 年 PE 估值分别为 28.0、19.4 和 14.6 倍。公司业绩增速高，估值水平较低，维持“强烈推荐-A”评级。

事件：

中金环境于 10 月 23 号晚发布 2017 年度三季报，2017 年前三季度，中金环境实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 46.6%，实现归属净利润 4.44 亿元，同比增长 50.9%。扣非后归属净利润 4.29 亿元，同比增长 51.8%。公司三季报业绩处于业绩预告区间 4.2-4.55 亿的中线偏上，略超市场预期。

评论：

利润增长分析：前三季度实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 46.6%，实现归属净利润 4.44 亿元，同比增长 50.9%，收入和利润均保持较高增速。从历史来看，三季报归属净利润占全年比例为 60%附近，对全年业绩有一定指引。公司保持较好盈利能力，毛利率稳中有升，费用率控制较好，去除管理费用中的“非经常性损益”的影响后，真实业绩增长更可观

收入和归属净利润均保持高速增长

中金环境于 10 月 23 号晚发布 2017 年度三季报，前三季度，中金环境实现营业收入 25.7 亿元，同比增长 46.6%，实现归属净利润 4.44 亿元，同比增长 50.9%，收入和利润同比增速均保持较高水平。三季度单季营业收入及归属净利润分别为 9.96 和 1.95 亿元，同比分别增长 39.1%和 38%，较上半年收入和归属净利润同比增速 51.6%和

62.8%有一定下降，主要为子公司中咨华宇于 2016 年 5 月全部并表所致，但前三季度收入和归属净利润同比增速仍保持较高水平。

三季度业绩对全年业绩有较大指导意义

根据历史数据，2014-2016 年前三季度营业收入占比全年分别为 69.1%、59.4%和 62.9%，前三季度归属净利润占比全年分别为 69.3%、49.9%和 57.7%，考虑到子公司中咨华宇于 2016 年 5 月全部并表，导致 2016 年前三季度净利润占全年比例偏低，若假设中咨华宇全年报表，则此占比应更高。可见，过去三年公司前三季度净利润占比全年基本在 60%附近，三季报业绩对全年业绩有较大指导意义。

公司毛利率和净利率均保持在较高水平，体现公司较好的盈利能力；管理费用中隐藏业绩更高增长性

## 42、鲁西化工（000830）—前三季度盈利超预期，多头产品四季度涨价有望持续，继续强烈推荐！

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

2017 年 10 月 24 日，鲁西化工公布 2017 年三季报，2017 前三季度收入 111 亿元同比增 44%，归属净利润 10.7 亿元同比增 497%，扣非后净利润 10.4 亿元同比增 625%，超预期。公司预告 2017 全年净利润 15~16.2 亿元，同比增 494%~541%。

评论：

1、三季度利润环比大幅提升源于产品涨价、毛利率提升，三费率稳中有降

1) 收入同比增 44%至 111 亿元，主要源于产品价格大幅提升。分产品来看，主要产品甲酸、辛醇、己内酰胺、PC、烧碱（32%）等 2017Q3 均价同比分别提升 127%、36%、30%、36%、44%至 8500、8200、17650、27500、1330 元/吨。2) Q3 单季度利润 5 亿元，环比增加 67%。据测算，Q3 增量利润中贡献最大的产品甲酸、烧碱（32%）、DMF、DMC 分别贡献 0.57、0.52、0.35、0.32 亿元，占增量利润的 27%、25%、17%、15%。测算方法：利润增量=（Q3 产品均价-Q2 产品均价）/1.17\*单季

度销量，假设三季度销量等同于一季度销量（详见表1）。以此类推，按照10月以来均价测算，预计四季度环比利润增量可达近3亿元，主要包括甲酸0.6亿、烧碱0.5亿、DMF0.3亿、DMC0.3亿。2）综合毛利率同比提升9个百分点至23%，主要源于产品价格上涨、园区一体化降本提效。3）三项费用率同比降2个百分点至9%，管理费用率持平，销售、财务费用率降1.6、0.5个百分点至3%、3%。

## 2、受环保督查、十九大、冬季雾霾限产影响，公司主要产品四季度有望继续上涨

1）甲酸：最新价格8500元/吨，相比Q3均价上涨75%。主要因为环保督察导致多家同行停产或降负荷生产，而下游需求医药等提升明显，四季度预计依然供不应求、价格看涨。2）辛醇：最新价格8200元/吨，同比上涨29%。产品三季度以来因环保督察导致较多中小产能限产或退出，开工率降低，由于辛醇产能53%均集中于山东省，预计四季度冬季雾霾限产有望让供给持续收缩，价格看涨。3）烧碱：最新价格1330元/吨，相比Q3均价上涨32%。随着十九大、冬天雾霾限产的影响，环保压力持续升级，副产物液氯如自己无法消化则处理成本极高，行业几乎没有新增产能，开工率持续下滑至不到八成，预计四季度烧碱价格将维持上涨趋势。4）PC：最新价格27500元/吨，相比Q3均价上涨6%。预计四季度PC价格持续上涨，至2017年底价格有望超3万元/吨。8月至12月是PC生产装置检修集中期，全行业整体负荷率不会很高，海外装置也已陆续进入检修期。国内很多年底宣布要投产的产能由于环保督察的缘故都要延后试车投产，短期内供给不会大幅增长。

## 43、威创股份（002308）一大屏业务有所增长，幼儿园业务持续快速发展

（分析师：陈曦等；联系方式：18691526480 chenxi12@cmschina.com.cn）

### 事件：

1、发布2017年三季报，三季度实现营业收入3.25亿元，同比增长9%；归母净利润7,206万元，同比增长51%。前三季度实现营业收入8亿元，同比增长7%；归母净利润1.76亿元，同比增长48%。

2、全年业绩指引为1.82亿元-2.37亿元，同比增长0%-30%。

点评：

1、三季度大屏业务有所增长，幼儿园业务持续快速增长。

结合公司合并利润表及母公司报表来看，我们推算公司传统大屏主业三季度实现营业收入约 1.86 亿元，同比增长约 2%；实现净利润 2,000 万左右，同比增长约 35%。大屏业务有所起色。三季度幼儿园业务约实现营业收入 1.39 亿元，同比增长约 22%；实现归母净利润约 5,000 万左右，同比增长超过 50%。

2、红缨完成业绩承诺计提激励奖金。列入管理费用，实际全年业绩增长 30-60%。

根据公司收购红缨教育时的约定，在 2017 年红缨完成三年业绩承诺后须计提激励奖金，此项开支计入管理费用。受此影响，公司全年业绩指引为 0%-30%。若扣除该项费用支出，2017 年公司实际业绩指引为 2.37 亿元-2.92 亿元，同比增长 30%-60%。

3、重申推荐逻辑：以幼儿园为入口布局儿童生态圈，打造幼教行业龙头企业。

战略第一步：进入幼教行业。公司通过收购红缨教育和金色摇篮切入幼儿园领域，目前拥有园所数量近 4000 家，覆盖幼儿人数 80 万+，是国内最大的幼儿园连锁运营机构。

战略第二步：兼并收购，提升行业影响力。通过持续不断地投资、并购战略增加幼儿园所数量及覆盖人数，扩大行业影响力及品牌知名度。目前新增标的包括可儿教育、鼎奇教育等，未来一方面能够为上市公司增厚业绩，另一方面也在战略层面提升公司的行业地位。

战略第三步：产业链延伸，打造幼教生态圈。公司以幼儿园为流量入口，在做好园所运营的同时，开始向以幼儿园运营管理为核心的前端业务和以幼儿各项需求为核心的后端业务延伸，从而实现产业链的打通，最终实现幼教生态圈的建设。目前公司投资了幼师口袋平台，同时与南京康轩、蓝迪、巧虎等优质幼教品牌达成了初步战略合作意向，努力提升产业链的整体服务能力。

4、坚定看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”评级。

公司是 A 股最纯正的幼教企业，我们坚定看好其发展战略，认为公司具备成为行业龙头的潜力。我们预计公司 2017/2018 年净利润分别为 2.65/3.29 亿（不考虑完成业绩承诺后的激励奖金），同比增长 45.6%/24.1%。考虑到公司正在进行的增发和今年可能的外延收购及公司储备标的，我们预计今年备考净利润有望超过 3 个亿，对应增发后 PE 为 42 倍。维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示：定增募集资金进度低于预期；外延收购不及预期。

#### 44、二三四五（002195）—三季度继续高走，需求端保证长线空间

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年三季报，实现营业收入 19.65 亿元，同比增长 57.02%，净利润 7.12 亿元，同比增长 94.38%。公司另发布 2017 年度业绩预告，预计净利润 9.5 亿—11.4 亿元，同比增长 50%-80%。

三季报业绩继续高走，年度业绩预告再超预期：公司三季度业绩实现接近翻倍的快速增长，年度业绩预告也再次超出市场预期，并且由于公司去年转让海隆软件 100% 股权引入了 9,076.52 万元的税后投资收益，抬高了 2016 年的净利润基数，若剔除该项影响，公司 2017 年业绩预告的净利润增速区间将更高，约为 75%—110%。公司近 1 年的快速增长主要得益于消费金融业务的扩张，虽然近期现金贷正受到舆论的关注，市场不免有所担忧。但目前舆论的焦点更多地在校园贷市场，政策监管方面亦是如此。由于学生群体的特殊性（无稳定收入+缺乏风险意识），更易出现“逾期拖欠”甚至“以贷还贷”的情况，因此校园贷当前最容易成为监管“头阵”，而公司的消费金融业务对标的群体主要为蓝领、应届毕业生或工薪阶层，并不涉足校园市场，因此来自监管的压力会相对较小。

需求端保证长线空间，但行业尚需经历一段整治出清过程：站在需求端看，我国的信用卡覆盖群体不到劳动人口的 1/4，尤其对于年轻群体和工薪阶层，有明显的消费贷刚需，这一需求为消金的空间提供了长线支撑。但在当前舆论的压力及互金行业监管收紧的背景下，我们认为消金行业还会经历一段整治出清的过程，市场集中度将逐步提升。公司从规范性上看一直有着主动拥抱监管的姿态，先前公告拟合作发起设立消



费金融持牌公司。并且目前公司已积累了一批信用良好的老用户，同时也在逐步尝试其它互金创新业务，这有利于风险的控制和分散并最终受益于互金监管出清后更加有序的市场。

维持“强烈推荐-A”评级：考虑公司 Q3 业绩的良好表现及年度业绩预告，我们上调 2017-18 年的业绩预测为 10.5/14 亿元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：（1）政策风险（2）互联网消费金融业务增速不达预期。

## 45、佩蒂股份（300673）—毛利率持续提升，宠物咬胶龙头成长可期

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布三季报，三季度实现营业收入 1.55 亿元，同比增长 19%；归属母公司净利润 2,315 万元，同比增长 18%。前三季度实现营业收入 4.23 亿元，同比增长 9%；归属母公司净利润 6,097 万元，同比增长 19%。

点评：

毛利率持续提升。公司三季度毛利率约 38.7%，较二季度提升超过 5 个百分点，较上半年提升超过 6 个百分点。公司毛利率一直处于稳步上升阶段，主要原因是：1）越南生产基地营业收入不断增长，规模效应开始显现；2）产品结构不断优化，新产品收入增长快，毛利率高；3）技术革新带来的生产成本的不断下降。

重申推荐逻辑：

1、海外映射：中国宠物经济正处于爆发前夕。2015 年全球宠物市场规模首次突破 1,000 亿美元，当前主要的宠物经济大国为美国、欧洲和日本。由于宠物经济起步较早，这些地区已经相继步入稳定增长阶段，CAGR 不到 10%。回顾发达国家宠物经济的发展历史，我们发现：1）当人均 GDP 达到 8,000 美元，宠物产业就会进入高速发展阶段（资料来源：中国农业大学动物医学院）；2）宠物产业的发展与该国的老龄化水平呈较

强的正相关关系。由此看中国所处的阶段：1) 人均 GDP 达到 53,980 元；2) 人口老龄化率超过 10%并将持续提升。我们判断，中国很有可能正站在宠物经济爆发前夜。

2、好行业、大空间、真成长：产业爆发前夜，探究成长来源。2015 年我国宠物行业市场规模约 978 亿元，同比增长 36%。而当前我国宠物市场仍处于保有量低、相关产品及服务渗透率低、客单价低的状态。在这轮产业爆发的过程中，这三大主要驱动力有望共同增长，从而拉动行业的整体快速增长。根据我们的行业模型预测，2020 年中国宠物行业有望突破 4,000 亿元，CAGR 近 33%。同时，我们统计到行业自 2015 年开始资本布局速度明显加快，融资数量和融资金额屡创新高，又有多家公司挂牌新三板或登录 A 股市场。行业资产证券化正式开启，助力产业进一步规范化运营并加速整合。

3、佩蒂股份：首家宠物食品行业上市公司，宠物零食专业生产商。公司是专业从事营养保健型、功能型宠物休闲食品研发、生产和销售的高新技术企业，主要产品有畜皮咬胶、植物咬胶、营养肉质零食、可食用鸟食及小动物玩具、烘焙饼干等。2016 年实现营业收入 5.5 亿元，在宠物零食咬胶生产企业中处于领先地位。基于现状展望未来：

1) 短期：外销持续强劲，保持稳定增长。目前公司业务仍以 ODM 为主，短期来看增长一方面来源于在现有客户中份额的持续提升。以公司第一大客户 Spectrum Brands 为例，Spectrum 的宠物用品业务在 2016 年收入达到 55.1 亿元，而佩蒂出口到 Spectrum 的商品额仅为 2.04 亿元，占比为 3.7%；以美国宠物服务行业龙头 PetSmart 为例，2015 年 PetSmart 宠物行业收入约为 410 亿人民币，其中，销售宠物用品约占 80%，而采购自佩蒂股份的商品额仅为 1214 万元。另一方面增长来源于继续拓展新客户。从公司客户情况来看，

2015 年 PetSmart 进入公司前五大客户，2016 年 PET AT HOME LTD 进入前五大。随着公司海外业务竞争优势的不断提升，再加上上市后背书的增强，有望进一步拓展海外市场，新增客户渠道。

2) 中期：加强自主品牌建设，内销接力增长。目前公司拥有自主品牌 PEIDI、Meatyway、禾仕嘉、贝家、爱康。上市前公司将重心主要放在海外市场，并以 ODM 业务为主，因此内销业务鲜有贡献，2016 年实现 2,012 万元，同比增长 95%。如今公司成功上市，又赶上中国宠物经济高速发展的黄金时期，公司将投入更多精力在内销市场的开

拓以及自主品牌的建设上。我们认为，外来品牌的宠物食品与国内龙头生产的宠物食品在品质上没有太大差别，国外品牌目前的优势主要来自于长期培养的品牌认知。国内品牌在销售渠道、原材料、人力等方面都具备明显的优势，为国产品牌的发展奠定了坚实的基础。因此，从中期发展上我们认为公司作为本土首家宠物食品上市公司，有望在行业快速发展的过程中，获得较高的市场份额，并提升品牌知名度。

3) 长期：沿产业链布局，打造宠物经济生态圈。公司自成立以来，一直深耕宠物食品行业。宠物食品作为宠物的生存需求，是最先爆发的宠物产业，随着宠物行业的发展，宠物医疗和宠物服务的重要性将会逐渐凸显。中国的宠物行业结构相对美国，尚处于早期阶段。参考美国最大的综合性宠物服务商 Petsmart 的发展路径，我们认为，公司有望以宠物食品商为发展起点，充分利用品牌和资本优势，横向拓展产品品类，纵向延长产业链，打造宠物经济生态圈。公司作为国内首家上市宠物食品企业，有望先一步开启产业链整合，形成集群化竞争优势，增强盈利能力，受益行业转型。

4、盈利预测与投资评级：我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 1.02 亿元、1.21 亿元、1.44 亿元，同比增长为 27%、19%、19%，EPS 分别为 1.28/1.52/1.80 元/股，对应 PE 为 37/31/26X。公司作为 A 股首家宠物食品行业上市公司，具备一定的稀缺性，在行业快速发展的预期下成长路径清晰，维持“强烈推荐-A”评级。

5、风险提示：原材料价格波动带来毛利率的波动；内销市场的拓展带来费用率的提升；汇率波动。

## 46、宁波华翔（002048）——业绩超预期，核心子公司步入收获期

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布三季度财务数据，实现销售收入 36.4 亿元（+28.5%），净利润 2.3 元（+57%），扣非净利润 2.2 亿（+49.9%），合 0.44 元 EPS，略超我们此前 35%增长预期。预计 17-19 年 eps 分别为 1.77、2.13、2.6 元，对应 17 年 14.6Xpe，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

### 1、扣非盈利同比增长 49%，系核心子公司业绩爆发及劳伦斯并表

公司单季度实现营收 36.4 亿（+28.5%），扣非净利润 2.2 亿（+49%），超出我们此前预计 35% 增长。业绩高速增长主要系两方面因素影响：

1) 宁波劳伦斯于 16 年 11 月并表，17Q3 单季实现盈利约 3000 万，贡献+20%同比增长；

2) 扣除并表影响，单季度仍有 24% 增长，主要基于下游客户德系、日系销量持续走强。我们一直强调 2017 年的车市结构化行情突出，大众产业链及日系回暖是两大主线。

分客户结构来看，公司下游客户以德系、日系为主，其中南北大众（40%，Q3 同比增长 13%），奔驰（+25%）、丰田（+16%）是第二、三大客户。

分子公司来看，宁波井上华翔单季度并表盈利约 3300 万，同比增长 15%，下游主要为丰田系客户；宁波胜维德赫车镜单季度实现并表盈利约 1500 万，同比增长 60%，主要基于前期产能投放。其他参控股公司亦均分享 15% 以上增速。

风险提示：德国华翔减亏不及预期

## 47、安琪酵母（600298）—业绩符合预期，利润率仍有上升空间

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

公司前三季度收入和业绩分别同比增长 19.8% 和 59.8%，业绩高增长符合预告中枢，Q3 由于海外市场增速放缓，收入增长 13.3%，略低于预期。公司来年成本仍有下行空间，产能高负荷提价或将实现，高利润率将可保持，未来成长也将更加稳健。我们略调整 17-19 年 EPS 至 1.04、1.32、1.53 元，增速 60%、27% 和 17%，上调目标价至 35 元，对应 18 年 26.5 倍 PE，维持“强烈推荐-A”评级。

海外市场增速放缓，收入略低于预期，业绩符合预告中枢。公司 17 年前三季度收入 41.83 亿元，同比增长 19.8%，归母净利润为 6.12 亿元，同比增长 59.8%，公司业绩增长符合预告中枢。其中单 Q3 收入 12.73 亿元、归母净利润 1.91 亿元，分别增长 13.3%、54.9%，收入增速略低于预期，主要系受人民币升值影响，公司海外市场增速预计仅

接近 10% 增长，较上半年环比放缓明显；同时公司在产能偏紧情况下，全球销售调控能力日益加强，Q2 海外市场 20%+ 高增速后，Q3 销售向国内市场倾斜，国内市场增速仍保持近 20% 较高增速。公司保健品和烘焙原料业务依旧亮眼，预计分别保持 60% 和 30%+ 高增长。

毛利率大幅提升，盈利能力进一步增强。公司产能延续高利用率，促进单位成本摊薄，且由于公司榨季后期采购成本较前期更低，今年成本优势越往后将越明显，两大因素促进 17Q3 毛利率同比大幅提升 4.9pct 至 37.6%，环比提升 0.4pct。费用端方面，17Q3 销售费用率同比略下降 0.1pct 至 10.9%，管理费用率明显下降 0.7pct 至 10.8%，财务费用率下降 0.6pct 至 1.35%。公司盈利能力进一步增强，营业利润率同比提升 4.7pct 至 15.9%，净利润率提升 4pct 达 15%。

成本仍有下行空间，产能高负荷提价或将实现。公司主要成本端糖蜜 17 年新榨季即将到来，今年甘蔗种植面积继续扩大，供给端仍在扩产；而糖蜜需求端受制主要下游酒精需求疲软，酒精生产替代性原料玉米价格长期处于低位，且糖蜜生产受环保压力影响较大，需求量骤降，而安琪受益于前期环保方面投入，生产受环保影响较小。从供需两端看，预计新榨季糖蜜价格仍将保持低位，甚至仍有下行空间，公司历史糖蜜最低采购价格曾低至 650 元/吨，考虑本轮糖蜜供需两端因素，不排除此轮糖蜜价格将触及历史周期低位。此外，公司当前产能持续高负荷运转，且下游对提价敏感性其实较弱，公司提价具有可行性。公司来年成本仍有下行空间，且提价预期或将兑现，高利润率仍将可保持。

产能接连落地，全球布局促进经营稳定性。公司俄罗斯工厂 8 月已经投产，俄罗斯产能生产成本更低，且海外产能布局在接近海外市场、关税节省上均具备优势，更可分散人民币汇率波动风险，不仅助力公司海外市场开拓，更促进公司增长的稳定性。

高利润率仍将保持，上调目标价至 35 元，维持“强烈推荐-A”评级。二股东减持 9 月已经完成，对股价影响有限。公司未来产能持续投放，叠加提价预期，收入端仍将保持 10-15%。成本下行及提价促进下，高利润率仍可保持，甚至继续稳步提升。中长期而言，公司战略上聚焦及全球布局亦将增强经营稳定性。我们略调整 17-19 年 EPS 至 1.04、1.32、1.53 元，增速 60%、27% 和 17%，给予 18 年 25 倍 PE，上调目标价至 35 元，对应 18 年 26.5 倍 PE，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：需求不及预期、海外市场风险

#### 48、华润双鹤（600062）—输液业务边际改善超预期

（分析师：李勇剑 等；联系方式：0755-83271617 liyj10@cmschina.com.cn）

多因素导致 17Q3 收入高增长，输液业务边际改善超预期。公司 17Q3 收入、归母净利润和扣非归母净利润分别+29.00%、+21.48%和+18.90%，收入增速明显高于利润增速。17Q3 毛利率 58.94%，同比提升 4.60 个百分点；销售费用率 31.67%，同比提升 8.78 个百分点，从毛利率和销售费用率的提升节奏来看，我们判断公司对部分产品销售实行低开转高开的模式转变，也是当期收入增速明显高于利润增速的原因。17Q3 输液、慢病、专科和其他类产品收入分别同比+34.06%、+16.56%、+39.45%和+43.03%，收入增速较 17H1 均有明显提升，除开低开转高开的因素外，我们判断下游企业考虑北京会议对周边交通的影响对公司北京生产的产品提前备货，导致其销售在 17Q3 暂时提速，预计后续会恢复正常。但即便考虑上述因素，公司输液业务的边际改善仍然超过我们的预期：17Q3 输液业务收入+34.06%，毛利率同比提升 7.13 个百分点；17H1 输液业务收入+3.25%，毛利率同比提升 5.35 个百分点。

公司 17 年前三季度匹伐他汀钙片和珂立苏保持快速增长。公司 17 年前三季度收入 47.56 亿元，同比+14.65%；毛利率 57.03%，同比提升 4.38 个百分点；销售费用率 26.61%，销售费用率同比增加 4.64 个百分点，我们判断公司产品销售低开转高开的影响还将持续体现。管理费用率 10.21%，同比下降 1.63 个百分点。经营性净现金流 8.74 亿元，同比+52.13%。分业务来看：输液业务持续改善：17Q1-3 收入同比+12.68%，毛利率同比提升 6.16 个百分点，我们估计公司塑瓶价格维护良好，软包装比例不断提升；慢病业务增长稳健：17Q1-3 收入同比+10.63%，毛利率同比下降 0.87 个百分点，毛利率下降主要是高毛利的零号等产品收入基本持平导致占比下降。公司匹伐他汀钙片进入国家医保后开始放量，我们估计报告期销量增速 35%左右；专科药业务：17Q1-3 收入同比+43.52%，毛利率同比提升 10.47 个百分点，我们估计珂立苏报告期销量保持 30%-35%的增长；其他类：17Q1-3 收入同比+14.52%，毛利率同比提升 10.95 个百分点，我们估计中化并表对其他类收入和毛利率提升也有部分贡献。

上调盈利预测，维持“审慎推荐-A”评级。考虑到输液业务超预期的表现，我们重新测算公司业绩，预计公司 2017-2019 年净利润增速分别为 18%/15%/13%，对应 EPS



分别为 0.97/1.11/1.26 元（原来为 0.96/1.08/1.20 元），对应 17 和 18 年 PE 估值分别为 24X 和 21X。我们看好公司输液业务盈利能力持续提升，期待匹伐他汀钙片和珂立苏放量带动收入稳健增长，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：产品销售情况不达预期

## 49、华东医药（000963）—商业增速暂缓 工业增长稳健

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

17Q3 公司商业收入增速受两票制影响下降。拥有大部分医药商业业务的母公司 17Q3 收入 45.31 亿元，同比+4.75%；毛利率 4.82%，同比提升 1.03 个百分点。我们估计母公司收入增速下降的主要原因为浙江省 8 月开始实施的两票制对公司调拨业务有一定的影响；但由于调拨业务毛利率较低，所以母公司毛利率同比提升明显。合并报表层面：17Q3 收入 73.59 亿元，同比+10.24%；毛利率 25.06%，同比提升 2.21 个百分点，主要是高毛利的工业收入占比提高导致；销售费用率 13.17%，同比下降 0.34 个百分点；管理费用率 3.52%，同比上升 1.68 个百分点，我们估计是公司各研发项目积极推进，费用增加导致；归母净利润 4.47 亿元，同比+20.28%。

前三季度工业增长稳健，产品成长性好。公司 17Q1-3 收入 214 亿元，同比+13.38%；毛利率 26.16%，同比上升 0.93 个百分点。我们估计工业收入增速 20%左右，各产品增速分别为：百令胶囊 15%左右，阿卡波糖接近 30%，免疫抑制剂类接近 30%，泮立苏胶囊和粉针合计 20%左右；受两票制影响，我们估计前三季度整体商业收入增速下滑至 11%左右。17Q1-3 销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 13.43%，3.15%和 0.18%，同比均有所下降，费用控制得当。短期来看，公司现有工业产品成长性良好：阿卡波糖片 BE 试验已经完成，预计年内上报，通过后加速替代原研药；泮立苏针剂产品已通过 FDA 现场检查，正在等待 ANDA 的最终审核认证，通过后能避免国内招标的价格竞争；三个一线免疫抑制剂在医保限制取消后从器官移植领域迅速拓展到内科、血液病、先天性疾病等非移植领域，后续放量可期。

调整盈利预测，维持强推。我们重新测算后预计公司 2017-2019 年收入增速分别为 25%/23%/21%，对应 EPS 分别为 1.86/2.28/2.76（原来 EPS 分别为 1.88/2.33/2.82），对应 17 和 18PE 估值分别为 30X 和 25X。公司短期商业业绩虽然受两票制影响，但

我们认为其工业产品短期成长性良好，长期来看在糖尿病、肿瘤、超抗领域有充分的布局，研发实力优秀，学术推广能力卓越，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：两票制影响超预期；产品销售不达预期；研发进度不达预期。

## 50、永安药业（002365）—等待长单价格落地

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

3 季度业绩符合预期。公司前 3 季度收入同比增长 50.57%，净利润 1.2 亿元，同比增长 138.69%，EPS 0.61 元，完全符合预期。其中第 3 季度收入同比增长 56.06%，净利润 4925 万元，同比增长 190.09%，业绩快速增长主要来自牛磺酸提价的逐季体现。

全年盈利预测：牛磺酸业绩贡献符合我们预测，但环氧乙烷亏损拖累业绩。公司预告 2017 年净利润 1.62~1.93 亿元，同比增长 160%~210%，我们估计全年净利润 1.78 亿元左右，低于我们此前预测的 2.09 亿元。但是，低于我们预期的主要原因是环氧乙烷亏损超出我们预期：今年上半年环氧乙烷价格较高，公司的环氧乙烷产能正常开工，我们当时判断，环氧乙烷价格波动较大，不好预测，而且也不是主要业务，因此中性预测环氧乙烷业务全年盈亏平衡。实际情况是，环氧乙烷价格下半年走低，公司在 6~9 月份也再次停产，我们估计环氧乙烷全年将亏损 2000 多万元，再加之保健品业务亏损数百万元，两块业务亏损可能达到 3000 万元左右，导致全年实际业绩低于我们预测。不过这也说明，我们在环氧乙烷和保健品业务盈亏平衡的假设下，对牛磺酸的盈利预测仍然基本准确。

我们对牛磺酸价格的判断：年底又到签订新一年长单价格时期，我们估计长单签约价格可能视不同客户而签在 4~6 美元之间，均价可能在 4.5~5 美元之间。不过长单也仅占产能的 50%左右，剩余的 50%散单价格，我们判断还有继续提价可能。

上元资本少量减持。3 季报显示，上元资本的 3 只基金在 3 季度一共减持 1.396%，目前剩余持股 9.198%，我们估计主要原因是上元资本部分客户赎回。上元资本仍持有较多股权，继续大幅减持可能性较小。

调整盈利预测。由于环氧乙烷业务亏损，我们重新调整 2017 年盈利预测，对 2018 年业绩，审慎起见，也假设环氧乙烷继续亏损 3000 万左右。我们对 2018 年的盈利预测

基于新的价格判断而重新调整，另外，我们判断明年 5、6 月份永安药业的新产能投产之后，下半年可能会释放 8000 吨左右新产能。基于新的假设，我们预测 2017~2019 年净利润为 1.77 亿元/5.4 亿元/5.74 亿元，EPS 分别为 0.90/2.75/2.92 元（此前预期为 1.06/3.76/4.08 元）。当前估值对应 18PE 14 倍。我们判断，由于前期市场对长单价格预期较高，短期来看，市场可能需要消化长单价格的预期；但在 12 月份长单落地之后，仍然可以期待散单价格的继续上涨。我们维持判断，牛磺酸价格将在明年 2 季度到达高点。

风险提示：牛磺酸提价不达预期风险；新产能达成低于预期风险。

## 51、长春高新（000661）点评—生长激素龙头，持续收益市场扩容

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

公司公布三季报：前三季度营业收入 26.48 亿元，同比增 20.79%；归母净利 4.87 亿元，同比增 28.31%；扣非净利润 4.69 亿元，同比增 26.1%。受益于生长激素行业快速扩容，金赛药业保持快速增长，长效生长激素与重组促卵泡素是未来增长的重要动力，继续维持强烈推荐评级。

制药业务继续保持强劲增长。公司前三季度营业收入 26.48 亿元，同比增 20.79%；归母净利 4.87 亿元，同比增 28.31%；由于房地产业务尚未结算，前三季度制药业务收入增长 55.31%（上半年增速 50.27%），净利润增长 65.97%，收入和利润继续保持强劲增长。毛利率提升约 10.8 个百分点，预计主要是疫苗一票制高开影响；营业成本同比减少 1.81 亿元，降低 36.46%。主要原因是前三季度房地产公司结算项目较少所致；销售费用同比增加 4.37 亿元，增长 65.66%，主要原因是制药业务销售快速增长所致。

生物药板块未来增长动力足。我们预计金赛药业和百克生物延续上半年快速增长态势，预计金赛药业继续保持 50+% 增速。生长激素产品继续保持高速增长态势，表明金赛药业营销改革取得明显成效，不断加大市场开发力度，增加销售人员，扩大了地级市场覆盖率，患者平均用药时间有所延长，呈现出良好的可持续增长势头。注射用重组人生长激素产品增加新产品规格及新适应症，也助推了公司拳头产品的增长。同时，

公司长效生长激素还在四期临床，预计全年收入超过 2 亿，待四期临床结束后预计长效生长激素市场有比较大的提升空间。目前，国内生长激素市场约 30 亿，随着生长激素消费升级及患者渗透率的提高，预计生长激素市场未来有百亿市场空间潜力，金赛药业是唯一拥有粉针剂、水剂、长效生长激素的公司，竞争优势明显。公司的重组促卵泡素已在 9 个省市中标，我们预计 17 年销售 7000 万，随着加大销售队伍建设和学术推广，预计在辅助生殖领域的销售格局即将打开。百克生物前三季度收入翻倍以上增长，水痘疫苗批签发 373 万剂位列第一，狂犬疫苗批签发 15.89 万人份。

维持强烈推荐评级。公司在生长激素领域处于绝对领先地位。核心子公司金赛药业主要产品高增长，重磅产品长效生长激素和重组促卵泡素市场潜力大预计 17-19 年 EPS 3.94、5.10、6.41 元，对应 PE 41、32、25 倍，“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：新品销售低于预期、生长激素潜在竞争。

## 52、中信银行（601998）一息差改善非息亮眼，安全边际充足

（分析师：马鲲鹏 等；联系方式：021-68407405 makunpeng@cmschina.com.cn）

业绩概览：

2017 年前三季度中信银行实现营业收入 1153 亿元，同比下降 0.03%；实现归母净利润 347 亿元，同比增 0.56%；3Q17 不良率 1.66%，季度环比增 1bp。

评论：

1、营收端继续改善，受拨备加提的影响归母净利润增速较中期有所下降，但大力夯实拨备是正确的经营策略。前三季度中信银行营业收入同比下降 0.03%，较中期提高 2.1 个百分点，拨备前营业利润（PPOP）同比增 3.7%，较中期提高 3 个百分点，核心盈利能力有所改善，主要原因在于其净息差提高、非息收入表现较好。3Q17 中信银行大力夯实拨备基础，拨备覆盖率季度环比增 8 个百分点之 160.98%。受此影响，其前三季度归母净利润增速较中期下降 1.2 个百分点之 0.56%，尽管业绩增速有所下降，但中信中期拨备覆盖率较低（152.97%），此次大幅充实拨备对其未来经营而言是正确的选择。

2、净息差有所改善，资产端收益率的提升对净息差的正面贡献正在逐渐体现。中信前三季度净息差 1.78%，较中期提高 1bp；单季度看，中信 3Q17 净息差为 1.83%，季度环比提高 11bps。原因在于：（1）资产端缩表对其净息差提升有一定正面贡献。截至 3Q17，中信总生息资产季度环比下降 2.4%。应收款项类投资季度环比下降 30.8%，是其压缩的最主要资产，其中同业理财、证券定向资管计划被大幅压降，侧面印证了金融降杠杆的进度与力度。与此同时，负债端同业负债也继续压缩，其中同业存单据我们测算季度环比下降 5.7%。（2）资产收益率提高、负债成本下降。根据我们的测算，中信 3Q17 生息资产收益率延续一季度以来的改善趋势，继续季度环比提升 6bps 至 4.0%；在金融市场利率企稳的大背景下，中信 3Q17 付息负债成本较 2Q17 季度环比下降 4bps 至 2.35%。随着负债端成本的企稳，资产端收益率的不断提升对净息差的正面影响逐渐显现，这也在一定程度上代表了上市银行三季度息差预计有所改善的趋势。

3、非息收入表现亮眼，助力营收改善。中信前三季度实现非息收入 410 亿元，同比增 14.6%，较中期（9.4%）继续改善 5.2 个百分点。其中净手续费收入 342 亿元，同比增 10.5%，较中期（6.9%）继续提高 3.6 个百分点。非息收入表现优秀，带动 9M17 营业收入同比增速改善至 -0.03%（1H17 为 -2.1%）。另外，盈利驱动因素分析表明，中信前三季度非息收入对业绩贡献 4.53%，其中手续费净收入贡献 2.81%。

4、不良仍处于消化阶段，但拨备覆盖率季度环比大幅提升夯实拨备基础。3Q17 中信银行不良率季度环比高 1bp 至 1.66%；3Q17 中信银行加回核销不良生成率季度环比增 22bps 至 129bps，有所反弹的原因主要在于其二季度压得较低，不良生成率季度间有所波动属正常现象，且综合前三季度情况来看，加回核销不良生成率同比下降 22bps 至 139bps，不良生成速度已经开始放缓。值得注意的是，3Q17 中信银行拨备覆盖率季度延续二季度改善的趋势，季度环比提升 8 个百分点至 160.98%，大幅充实拨备，拨备计提压力得到缓解。

5、资产端继续缩表，“降增速、调结构”是其估值修复的必经之路。截至 3Q17，中信银行总资产季度环比下降 2%，自今年一季度以来的缩表趋势仍在持续，这对其估值是有一定压制的。但资产端的结构调整与规模收缩对中信的息差和流动性覆盖比率的提升都是有帮助的，因此当这一进程结束，资产端调整到位，压制其估值的最大负面因素便得以消除。与此同时，中信存款规模季度环比下降 4.0%。我们认为，存款下降



的原因一方面是其规模收缩影响了存款的派生，另一方面是其主动调整存款结构压缩高成本的结构性存款导致。

6、公司观点：尽管处于正在进行时的“缩表”对中信银行估值仍有一定负面扰动，但三季度报整体表现不错，净息差改善、非息收入表现亮眼、不良生成速度放缓、拨备基础大幅充实、资产结构调整战略坚定推进。且中信银行现价对应仅 0.8 倍 17 年 PB，安全边际充足，绝对收益空间已现。我们预计中信银行 2017-19 年实现归母净利润 418/426/439 亿元，对应同比增速 0.5/1.7/3.2%，对应 EPS 0.83/0.84/0.87 元。

风险提示：宏观经济加速下行，资产质量恶化超预期

### 53、七匹狼（002029）——基本面改善持续 Q3 收入增长提速

（分析师：孙好；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

中高端商务休闲男装近几年通过清库存、整合渠道、提升产品开发能力，老模式遗留的问题正逐步消化。公司作为闽派龙头，于 16Q4 开始业绩出现弱复苏，且订货会及同店均有不同程度的增长。17Q1-3 公司收入及归母净利润分别增长 14.81%和 15.38%（扣非净利润增长 47.60%），其中，Q3 收入增速提升至 19.69%。另外，公司收购 Karl Lagerfeld China 业务，正式涉足国际轻奢领域，有助于将海外轻奢运营经验应用于“狼图腾”的孵化中。未来若“狼图腾”品牌单店运营能力培育成功，将为公司开启新的发展征程。当前公司市值 71 亿，不考虑并表影响，对应 18PE 20X，尽管估值优势不明显，但股价下行风险相对可控，且现金充裕，建议估值切换时，底部把握基本面改善预期持续兑现的机会。

前三季度弱复苏趋势延续，Q3 收入增速提升。17Q1-3 公司现收入 20.55 亿元，同比增长 14.81%；营业利润及归母净利润分别为 2.61 和 1.95 亿，同比分别增长 34.26%和 15.38%，扣非后归母净利润 1.16 亿，同比增长 47.06%，基本每股收益 0.26 元。17Q3 在线下业务同店增速略加快及电商业务快速增长拉动，收入增速提升至 19.69%，单季营业利润和归母净利润在资产减值计提减少及费率下降情况下，同比分别增长 41.74%和 14.44%。

线下直营端预计实现大位数增长，加盟表现好于直营；线上业务依旧保持较快增长。历经 5 年调整，公司同店数据逐渐改善，预计前三季度实现中个位数增长；而加盟端



因调整较早，15 年公司已对渠道库存进行回收，目前终端库存问题基本解决，预计加盟终端销售表现好于直营端，且订货会在增加有条件退货的情况下，17 秋冬和 18 春夏订货会均有所增长。渠道方面，近些年无效店铺已经历了大力度调整，尽管当前仍存在渠道结构调整，但亏损店铺基本调整完毕。另外，电商业务预计保持中期 40%左右的快速增长。

低毛利电商针纺业务占比提升影响毛利率，但期间费率降低及资产减值损失减少，拉动营业利润快速增长。受电商针纺业务占比提升影响，前三季度毛利率下滑 2.21PCT，降至 38.21%，若提出针纺业务影响，预计毛利率水平趋稳；同期费用方面管控严格，销售费用率、管理费用率及财务费用率同比减少 1.65、0.26 和 2.23PCTs；叠加 Q2/Q3 产减值损失降低，营业利润表现好于收入。整体而言，公司延续 16Q4 弱复苏趋势，业绩逐步回升。

Q3 处于 17 秋冬新品集中入库期导致库存规模有所增加，且代理商授信提货未结款较多致应收账款略同步提升，但经营性现金流相对健康。Q3 17 秋冬新品集中入库导致库存规模提升至 10.81 亿元，分别较年初及 Q2 末提升 1.82 和 3.46 亿元。同时，同期代理商授信提货未结款较多致 Q3 应收账款达到 3.23 亿，分别较年初及 Q2 末提升 1.51 和 1.16 亿元。现金流相对健康，Q3 末经营性现金净额增至 3.24 亿元。

主业搭建差异化定位品牌系列矩阵，注重提升“渠道力”与“产品力”，零售转型持续推进。为解决七匹狼主品牌老化问题外，公司正根据不同客群定位，分立出时尚化品牌“狼图腾系列”以及基础款平价品牌“EFC 优厂速购”系列，其中，“狼图腾”倍率 5-6X，“七匹狼”4.5X、“EFC 优厂速购”3-3.5X。1) 狼图腾系列：为改变消费者眼中同质化的产品形象，公司努力打造核心 DNA 产品、树立独立的“七匹狼”IP。公司聘请的国际知名设计师 Colin J 从彝族与傣族等少数民族文化中汲取精华，将民族文化元素付诸时装整体视觉效果和细节当中，开发了“狼图腾”系列服装，针对个性化潮流生活态度人群，聚焦 T 恤、卫衣、裤子等核心品类，16 年成为当季爆款。公司 16 年下半年针对狼图腾产品组建了独立团队，由于目前 SKU 数量较少，狼图腾产品仍在七匹狼门店中售卖，17 年仍以孵化 SKU 数量为主，未来时机成熟将考虑独立开店。2) 平价产品：为把握“平价消费”这一市场大趋势，公司在延续七匹狼“中端价位”的产品基调上，新增开拓了“EFC 优厂速购”的“平价”系列，形成覆盖中端和平价的全价格带产品。平价系列截止到

目前还是以销售库存为主，但随着公司库存逐渐消化完毕，未来将开始生产新品，而定位仍然是平价。

借助资本力量，涉足海外奢侈领域，为公司打开新的发展领域的同时，通过与国际轻奢品运营团队的近距离接触不仅能够提升公司在品牌运营上的实力，同时对狼图腾品牌的孵化具有一定的借鉴意义。

盈利预测和投资评级。近年来在运营环境不佳的背景下，公司进行了产品、渠道及供应链等方面的一系列调整改革，持续对渠道进行整合，关闭了部分低运营效率门店，同时围绕评价与创新推动供应链升级，优化供应商结构和合作方式，并在产品端积极创新，推出独立 IP 产品和平价产品，目前成效初显。

结合三季报情况，不考虑收购并表影响，我们预计 17-19 年的 EPS 分别为 0.41、0.48 和 0.57 元。目前市值 71 亿，对应 17PE 23X，18PE20X，尽管估值优势不明显，但股价下行风险相对可控，考虑到公司品牌基础较强，门店调整已基本到位，直营同店恢复增长，且 15 年底集中回收渠道库存后，现已处于健康状态，订货会也恢复小幅增长，在基本面边际改善趋势延续的背景下，公司资产减值计提充分，随着库存逐步降低，存在冲回的可能性，且现金充裕；另外收购 Karl Lagerfeld 有助于公司借鉴海外轻奢品牌运营经验孵化新品牌，建议估值切换时，底部把握基本面改善预期持续兑现的龙头，维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：市场低迷抑制消费需求；打造时尚消费集团进度不及预期。

## 54、东华能源（002221）—Q3 旺季优势未体现，明年 PDH 业绩将充分释放

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 17 年三季报，前三季度公司实现营业收入 233.37 亿元，同比增长 69.2%；实现归属于上市公司股东的净利润 8.15 亿元，同比增长 123.4%；实现 EPS 0.5 元；其中，公司 17Q3 单季实现营业收入 89.76 亿元，同比增长 88.64%，净利润 3.29 亿元，同比增长 65.57%。

同时，公司公告 17 年全年业绩指引为 9.4 亿-11.7 亿元，同比增 100%-150%。

评论：

今年 Q3 原料丙烷价格超预期上涨，旺季优势未体现。今年夏季以来丙烷价格受需求提振、美国飓风等因素影响而超预期上涨，虽丙烯、聚丙烯表现良好但价差对冲，PDH 价差 Q3 明显低于去年同期而业绩略低于预期。Q4 是 PDH 传统的相对淡季，因此公司三季报中对全年业绩指引比较保守；但综合贸易的业绩主要在 Q4 体现，我们认为 Q4 业绩环比增长的可能性较大，全年业绩有上调的可能。

未来 1-2 年 PDH 仍将维持高景气。丙烷脱氢制丙烯（PDH）比石油基制烯烃、煤及甲醇制烯烃有明显的成本优势，其周期性相对并不明显。东华的 LPG 贸易壁垒不容易轻易被打破且能够通过产品结构的优势拉开盈利差距，我们仍看好今后 1-2 年 PDH 行业的总体盈利能力。

宁波 PDH 二期进展顺利，深加工版图纵深推进。据媒体报道，宁波二期已于近期正式开工，建设规模为 66 万吨 PDH 配套 2 套 40 万吨聚丙烯装置，建设规模超预期，二期将瞄准高端多元共聚材料市场实施布局。结合宁波一期、在建的 200 万方 LPG 洞库以及中海油大榭石化的氢气需求，宁波 PDH 项目建成后将实现 130 万吨丙烯和 120 万吨聚丙烯的总产能，成为国内最大的单体聚丙烯生产企业。我们认为这一项目将真正实现高效集约、物尽其用，成为国内聚丙烯项目的标杆。

涉及美国诉讼进展正向有利公司的方向发展。美国当地法院庭审，由于原告方 Mabanaft 提出的赔偿额得不到合同支持且缺乏合理依据，法官没有签署简易判决，法庭要求并允许东华能源进行进一步的抗辩说明。事实上按照合同约定，离岸价格由美国国内丙烷价格和出口码头费两部分组成，丙烷价格随行就市，双方争议点的码头费用事关 Mabanaft 的经营利润；合同约定码头费逐年递减，由于履约可能产生事实亏损，Mabanaft 故意设计一系列手段造成东华方面无法履约的假象并提出天价索赔要求，是事实毁约方。但最终判决还需要经过较为漫长的司法过程，暂时不会对公司业绩造成影响。

维持强烈推荐评级。宁波福基石化一期今年 4 月转固，预计宁波二期在 19-20 年陆续建成。我们预计公司 17-19 年净利润将分别达到 12.5、18.4 和 24.5 亿元，对应 EPS

分别为 0.77、1.13 和 1.51 元，对应 PE 仅为 14.5、9.9 和 7.4 倍。去年定增资金刚解禁，目前股价仍有 12% 折价，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：国际油价大幅下跌；PDH 项目运行不稳；涉外诉讼结果不利

## 55、尚品宅配（300616）—业绩略超预期，加盟渠道扩张提升盈利

（分析师：郑恺 等；联系方式：021-68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司今日公告三季报，2017 年前三季度实现营业收入 35.89 亿元，同比增长 31.24%，归母净利 2.06 亿元，同比增长 73.82%，基本 EPS 为 2.06 元/股。

评论：

### 1、业绩略超预期，终端提效带动三季度收入稳步增长

在下半年地产成交偏弱以及三季度装修小淡季的背景下，公司 3Q 单季实现了 32.61% 的收入增长，环比提升 0.65pct。我们认为主要原因有三：一是公司上市后品牌知名度及美誉度提升，加大品牌宣传力度，促进终端消费者成交；二是今年加盟门店布局提速，销售订单稳步上升；三是加强一口价衣柜及“宅配优选”“维意甄选”系列套餐产品销售，三季度配套产品业务显著回暖。此外，三季度末公司预收款项余额达 9.1 亿元，创历史新高，表明在手订单情况向好。

### 2、加盟渠道扩张加速，带动费用率、净利率水平改善

公司今年充分重视加盟渠道建设，前三季度加盟店净增超过 200 家至 1442 家，预计全年新开店 300 家以上；直营店门店 83 家，直营渠道在前两年快速扩张后逐步过度为店效释放。预计明年直营布局持续稳定，加盟店持续 300 家左右开店节奏。在原材料成本上行的背景下，公司直营渠道扩张减速，前三季度毛利率同比下降 0.92pct 至 45.4%；同时销售、管理、财务费用率分别同比下降 1.18pct、0.46pct、0.13pct，费用端改善趋势成效初现，带动净利率同比提升 1.14pct 至 5.73%。3Q 单季，归母净利同比增长 56.52%，净利率水平回升至 9.69%。

### 3、净利率趋势性提升可期，维持“强烈推荐-A”评级

以软件设计为核心竞争力，公司没有明显品类短板，实现真正意义上全屋定制，客单价较高，同时直营模式经营能力业内领先且难以复制。我们认为今年店效提升仍是公司内生增长主要驱动，积极投入资源跑马圈地，直营扩张放缓，加盟加速渗透，明年起渠道红利有望逐步释放，带动整体规模再上台阶，盈利能力也有望逐步提升。预计 2017~2019 年 EPS 分别为 3.70 元、5.06 元、6.75 元，净利分别同比增长 60%、37%、33%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：地产调控加剧、加盟商开店进度慢于预期。

## 56、文科园林（002775）—业绩高增长符合预期，增速逐季提升

（分析师：王彬鹏等；联系方式 021-68407543wangbinpeng@cmschina.com.cn）

事件：

公司前三季度实现营收 19.30 亿元，同比增长 90.41%；净利润 1.73 亿元，同比增长 70.40%，EPS 为 0.70 元；预计全年净利润将增长 50%-80%。

评论：

### 1、业绩高增长符合预期，增速逐季提升

公司前三季度实现营收 19.30 亿元，同比增长 90.41%，增速较 16 年同期大幅升了 54.89 个 pp，主要是因为公司业务规模扩大，年初至今，公司签订的市政、生态景观建设、旅游等框架协议共 45.50 亿元，在手订单 40.18 亿元，公司订单较多，支撑业务规模快速增长；实现净利润 1.73 亿元，同比增长 70.40%，增速低于营收增速，主要是因为：1）由于竞争激烈，毛利率下降 4.22 个 pp；2）业务规模扩张，管理费用增加 0.26 亿元。分季度看，Q1、Q2、Q3 分别实现营收 2.89、8.61、7.80 亿元，分别增长 60.60%、118.97%和 77.09%，增速维持高水平，与去年同期相比增速均明显提升；Q1、Q2、Q3 净利分别为 0.11、0.93、0.70 亿元，分别增长 44.21%、71.63%和 73.60%，增速不断提升，与去年同期相比也明显提升。

### 2、毛利率和期间费用率下降，现金流略有下降，周转加快

公司前三季度毛利率为 17.76%，较去年同期下降 4.22 个 pp，由于竞争激烈，项目盈利性有所下降；公司净利率下降 1.05 个 pp 至 8.97%，期间费用率下降 2.48 个 pp 至 6.05%，近 3 年不断下降，其中管理费用率大幅下降 2.17 个 pp，财务费用率略降 0.31 个 pp，随着单体项目体量增大，规模效应有所显现。

公司前三季度经营活动现金净流量为 -1.62 亿元，与去年同期的 -0.78 亿元相比下降 0.84 亿元，主要是因为公司业务规模扩大，现金支出增加，公司收现比为 68.06%，下降了 12.49 个 pp，可能与业务付款节奏有关；付现比下降了 3.11 个 pp 至 65.20%。偿债能力方面，资产负债率提升 10.92 个 pp 至 48.13%，主要因为公司业务规模扩大，短期借款增加 2.40 亿元；流动比率、速动比率、现金比率分别下降 1.36、0.63 和 0.33 个 pp，短期偿债能力有所下降。营运能力方面，运营周期减少近 205 天，总资产周转率提升 24.62 个 pp，运营能力明显提升。

### 3、传统业务稳定发展，积极拓展市政、PPP 等业务，维持“强烈推荐-A”评级

在稳固传统地产园林业务的同时，加大市政、生态治理、PPP 等业务开拓力度；实施实业与投资双轮驱动战略，此外股权激励也将调动员工积极性，有望加快订单转化。我们预计 17、18 EPS 为 1.02、1.51 元，对应 PE 为 22.1 与 15.0 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

### 4、风险提示：业务拓展不及预期，回款风险，投资风险

## 57、海澜之家（600398）—Q3 受中秋节错后影响收入略下滑 但经营质量有所改善

（分析师：孙好；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

1、17Q1-Q3 收入增长 3.40%，归母净利润增长 4.07%。17Q1-Q3 公司实现营业收入 124.78 亿，同比增长 3.4%；营业利润及归母净利润分别为 32.86 亿和 25.13 亿，同比增长 4.82%和 4.07%，基本每股收益 0.56 元。其中 Q3 实现营业收入 32.25 亿，同比下降 2.4%；实现营业利润 8.32 亿元，同比增长 7.8%；实现归母净利润 6.37 亿元，同比下降 0.64%，基本每股收益 0.14 元。



- 2、收入端前三季度稳定增长，海澜主品牌收入增幅个位数，爱居兔保持高增长。海澜主品牌：17Q1-Q3 营收 102 亿元，同比增长 1.24%，受 9 月中秋节错后同店下滑略有加大影响，Q3 收入下滑，但随着产品力及买断式货品提升售罄率好转。爱居兔品牌 17Q1-Q3 营收 5.03 亿元，同比大幅上升 76.96%；海一家及其他品牌前三季度收入 2.22 亿，同比下降 1.31%。圣凯诺前三季度实现收入 12.96 亿元，同比增长 12.05%。渠道结构进一步优化，海澜主品牌购物中心店增加，电商收入增速略快于线下
- 3、买断式货品占比提升拉动毛利率略有增加，费用控制良好，资产减值损失增加，投资收益减少，净利润率达 20.14%与去年同期持平。
- 4、存货规模控制得当，库存结构优化，经营性净现金流下降。
- 5、外延扩张顺利推进：参股 UR10%股权，推进时尚产业生态圈建设。收购英氏婴童 44%股权，正式涉足婴童市场。与阿里签署战略合作协议，拥抱新零售。
- 6、投资建议：目前公司总市值 467 亿，暂不考虑外延收购影响，对应 18PE13X，若含英氏并表 18PE12X，估值不高，短期而言，电商销售旺季临近，与阿里战略合作或将加强市场对电商业务放量预期，且现价与员工持股价及大股东增持均价倒挂，可在低位继续持有；中长期而言，后续还需观察同店增长质量情况。
- 7、风险提示：1) 产品适销度下降，造成退货压力；2) 供应商资金链承压的风险；3) 独特的运营模式导致报表库存风险较高；4) 终端需求持续不振的风险。

## 58、华孚时尚（002042）一色纺纱量价齐升，网链业务快速发展 深化产业布局

（分析师：孙妤；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

公司以纱线主业为根基，积极开展网链业务，共享产业，以纱线贯通纺织服装产业，致力于打造全球纺织服装产业时尚营运商。前三季度营收同比增长 30.60%，公司通过订单集聚降本增效提振毛利率增至 13.02%，归母净利润同比增长 50.80%。全年来看，色纺纱主业，在市场份额继续向龙头企业集中的背景下，随着新增产能的释放，纱线销量有望持续增长，叠加今年纱线价格的小幅提升，预计全年纱线业务将保持高双位数增长。另外，公司全产业链布局也在持续推进，网链业务的持续放量有助于提

升公司未来业绩增长的弹性。结合三季报情况，微调公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.68、0.87、1.08 元，目前公司总市值 123 亿，17PE18X，18PE14X。随着后续新增产能释放，主业维稳发展及网链业务的快速成长将有效保障业绩快速增长趋势延续，且在全产业链打造过程中，投资并购预期仍存。短期而言，18 年 3 月到期的定增价 12.62 元阶段性为股价起到一定支撑作用，可继续持有把握估值切换行情，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

## 59、博威合金（601137）—三季度业绩快速增长 产能瓶颈突破静待佳音

（分析师：刘文平等；联系方式：18682001290 liuwenping@cmschina.com.cn）

事件：

公司披露 2017 年三季报，公司前三季度实现营业收入 42.18 亿元，同比增 40.14%；实现归属母公司股东净利润 2.31 亿元，同比增 77.77%；实现每股收益 0.37 元，同比增 23.33%。

点评：

研发驱动向高端产品转型，技改拓产缓解产能瓶颈

2017 年 1-9 月公司新材料业务实现营业收入 30.86 亿元，同比增长 39.5%；毛利率 13.34%，同比上升 2.14PCT；新材料业务实现净利 1.36 亿元，同比增长 80.1%。作为铜加工领军企业，公司具备雄厚的研发团队和技术储备，高端合金带材的产品逐步投放助推公司盈利提升。公司现有产能约 12 万吨，其中板带材产能 2 万吨，新募投的 1.8 万吨板带材项目将在明年 6 月建成，主要为下游高端电子、智能通讯行业提供新材料，打破德国和日本的产品垄断，抢占进口替代市场。此外公司正积极推行生产标准化、自动化、信息化，将缓解产能瓶颈，改善现阶段公司铜合金板带高端产品部分供不应求的现状，待产能逐步释放，公司新材料业务有望更上层楼。

新能源订单充足，业绩承诺达标可期

公司现已具备约 700MW 的电池片和组件一体化的产能。1-9 月，公司新能源业务实现营收 11.31 亿，同比增长 41.94%，实现净利润 0.96 亿元，同比增长 14.1%，毛利

率 17.59%，同比上升 0.7PCT。成本端，公司享受越南当地优惠税收政策、廉价的劳动力和原材料成本优势；政策端，公司主要出口国并未对越南执行双反核查。考虑到公司 2016 年承诺利润超三成完成，同时公司今年订单状况充足，完成 2017 年业绩承诺 1.17 亿将为大概率事件。

#### 估值

我们预测公司合金高端产品放量将保障新材料业务增长；光伏业务订单充足，业绩承诺完成将是大概率事件。预计公司 17-19 年实现 EPS 分别为 0.54、0.71、0.82 元/股，对应 PE 分别为 23.8、17.9、15.7 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级。

#### 风险提示

高端产品未来面临价格竞争风险、研发投入不确定性风险、原材料价格波动风险、下游需求下降风险、募投项目进程不如预期风险、越南税收优惠政策取消风险、美国“双反”核查范围扩大化风险、光伏产品技术换代风险、业绩承诺不达标风险。

## 60、深圳新星（603978）—国内铝晶粒细化剂龙头，三季度业绩稳增长

（分析师：刘文平 等；联系方式：18682001290 liuwenping@cmschina.com.cn）

我们近期对深圳新星三季报进行点评。

公司公布三季度业绩报告，前三季度实现营业收入 7.45 亿元，同比增长 37.6%，实现净利润 8250 万元，同比-10.8%，扣非净利润 7852 万元，同比增长 10%。

全球铝晶粒细化剂龙头企业。公司主要从事铝晶粒细化剂的研发、生产和销售根据，是行业内唯一一家拥有完整产业链的铝晶粒细化剂专业制造商。公司年产铝晶粒细化剂 3.7 万吨，占全球市场约 25%，占国内市场约 45%，是全球最大的铝钛硼合金（铝晶粒细化剂）生产商。

铝晶粒细化剂技术门槛高，公司生产技术国内领先。铝晶粒细化剂技术壁垒高，过去很长时间被欧美国家所垄断。公司自制研发了电磁感应炉、连轧机等核心设备，打破了欧美国家对铝晶粒细化剂的垄断，实现了国内的自主生产，公司产品目前在铝加工

领域尤其是高端铝板带材领域具有绝对优势。公司产品按铝锭+加工费的定价模式，2016 年销售均价 1.9 万元/吨，平均毛利率 24.3%。

高端铝材发展将不断扩大铝晶粒细化剂的需求。在铝锭铸造过程中加入铝晶粒细化剂，可以有效细化铝锭结晶颗粒，确保加工后成型铝材获得良好塑性、强度和韧性，因此铝晶粒细化剂广泛应用铝加工行业，尤其是高端铝板带材领域，是铝加工过程中必不可少的添加剂。未来随着下游应用领域持续发展，铝材需求量将持续扩大，预计到 2020 年国内铝材需求量或达到 4800 万吨，按每吨铝材 2~2.5 公斤铝晶粒细化剂使用量计算，铝晶粒细化剂市场将达到 10.5 万吨，公司作为业内龙头将充分受益。

副产品应用于电解铝添加剂，吨铝节电 500 度。公司 IPO 募投项目“全南生产基地 KAIF4 节能新材料及钛基系列产品生产项目”，KALF4 作为公司铝晶粒细化剂的副产品应用于电解铝行业，可以有效降低炉内温度并提高电导率，可以实现吨铝节电 500 度，该技术获得“中国有色金属工业科学技术发明一等奖”。按照吨铝添加 6.5 千克氟铝酸钾测算，氟铝酸钾的潜在市场容量约为 20 万吨，公司本次募投项目氟铝酸钾生产规模 6 万吨/年，目前售价约 8000 元/吨，将成为公司未来新的利润增长点。

公司是铝加工添加剂龙头企业，具备从上游萤石资源到下游产品的全产业链布局，在未来铝材尤其是高端铝材需求不断扩大的背景下，公司具备较高成长性。预计公司 2017-2019 年净利润 7/15/20 亿元，对应估值 68/32/24 倍。

风险提示：铝锭价格波动，电解铝添加剂推广不及预期。

## 61、畅联股份（603648）—Q3 业绩略有下滑，长期受益上海自贸区 3.0

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告 17 年三季报。前三季度，公司实现营收 8.85 亿元（-2.12%），归母净利润 1.20 亿元（+4.21%），基本 EPS 0.4332 元（+4.21%），加权 ROE 13.93%（-0.55pct）。

评论：

### 1、Q3 业绩略有下滑，基本符合预期

三季度，公司实现营业收入 2.4 亿元（-11.4%），营业成本 2.1 亿元（-14%），毛利 7834 万元（-3.6%），毛利率 27.2%（+2.2pct）。三项费用 2863 万元（-6.3%），控制良好；营业利润 4998 万元（+4.6%），归母净利润 3865 万元（-7.2%），基本符合预期。

### 2、上海自贸区 3.0，加速区域人流、物流和资金流

今年 3 月 31 日，国务院公布了《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革方案》，是继 13 年的“总体方案”、15 年的“深改方案”后上海自贸区规划的 3.0 版本。十九大报告中，习总书记明确指出，要赋予自贸区更大改革自主权，探索建设自由贸易港。通过制度创新，自贸区自主权进一步扩大，管理效率和服务水平向新加坡和香港看齐，加速区域人流、物流和资金流。

### 3、股权结构均衡，管理层持股激励充分

浦东新区国资委控制公司 35.19% 股份，为公司控股股东和实际控制人。仪电集团（上海市属国企）、嘉融投资（PE）、东航金控（央企）、畅连投资（上海市属国企）和高管团队分别持股 14.45%、6.33%、8.44%、5.38% 和 5.7%，股权结构充分多元化，管理层持股理顺了激励体系。

## 62、韵达股份（002120）—Q3 利润增速环比下降，长期看好韵达竞争力

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

### 事件：

公司公告 17 年三季报。17Q3，公司实现营收 25.29 亿元（+35.89%），归母净利 4.28 亿元（+34.02%），扣非后归母净利润 4.22 亿元（+32.61%），基本 EPS 0.35 元（-5.41%），加权 ROE 9.31%（-0.40pct）。

### 评论：

### 1、Q3 收入和利润增速环比下滑，基本符合预期

17Q3，公司实现营业收入 25.29 亿元（+35.9%），营业成本 17.66 亿元（+39.9%），毛利 7.63 亿元（+27.4%），毛利率 30.2%（-2pct）。公司实现三项费用 1.85 亿元（+1.4%），营业利润 5.84 亿元（+37.3%），归母净利 4.28 亿元（+34%）。17Q1/Q2/Q3，韵达股份收入同比 +42.61%/+43.61%/+35.89%，归母净利同比 +35.37%/+44.58%/34.02%，17Q3 收入增速和利润增速环比 17Q2 略有下滑，基本符合预期。

## 2、完善枢纽网络布局，新技术降本增效，服务品质比肩顺丰

上半年，公司持续推进“向西向下向外”工程——“向西”新开通了云南省福贡县等中西部县级城市，县级以上覆盖率接近 95%；“向下”新开通了 1,189 个乡镇网点，夯实国内业务；“向外”继续深入开拓英国、意大利、法国、德国、美国、澳大利亚、阿联酋等地区和国家国际快件物流网络。

公司研制“神行者”智能运力管控平台，陆续开发“指环王”扫描枪、“快手”设备、新型摆臂、自动交叉带、矩阵式分拣等，持续巩固信息化和设备智能化优势，引领“智慧物流”发展。通过强大的信息化系统，公司实现动态的转运枢纽整合和干线运输优化，干线运输成本显著降低，时效进一步缩短。

## 63、启明星辰（002439）——信息铠甲守护智慧家园

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

是应运而生，更是厚积薄发！市场认为启明星辰作为网安行业龙头增长稳健，缺乏业务爆点。我们认为启明星辰突破性的提出全新业务模式——城市级安全运营中心加快了公司发展步伐，打开了公司成长空间。随着智慧城市蓬勃发展，其庞大的信息系统面对的网络安全问题更加复杂，城市级安全运营中心系统性的满足智慧城市在建设、运营中的网络安全需求。我们认为，城市级安全运营中心是应智慧城市而生；更是公司基于产品、人才、渠道优势铸造的业务执行力、行业影响力、技术创新力的综合展现！

砥砺前行二十载，产品渠道两手抓，内生外延齐助力，成就网安领航者：启明星辰经过二十余年的发展，铸造了产品与渠道双核心共同驱动的业务形态：1）公司产品覆盖所有网安细分行业，并在防火墙、UTM、入侵检测、安全管理平台等主流细分领域市



占率名列行业前茅；2) 公司下游客户超过 60%来自党政军，充分体现了公司在网安行业核心市场极强的渠道能力。多家咨询机构数据均表明启明星辰无论在市占率、影响力、创新能力均处在行业第一。

国家政策拉动，网安意识提升，行业或迎来加速成长期：从 14 年网络完全与信息化领导小组成立，到 15 年的《国家安全法》，再到 16 年的《网络安全法》，国家对网络安全的重视程度一再提升。根据 PWC、安永等咨询机构调查显示，随着各行业由网安问题造成的损失日益增加，企业负责人对网络安全也更加重视。上述两方面因素共同作用，我们判断行业或迎来加速成长期。

维持“强烈推荐-A”评级：基于行业景气度提升，启明星辰城市安全运营中心持续落地的判断，我们预计公司 17-19 年净利润分别为 4.58、6.15、7.91 亿元，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 30.8 元。

风险提示：1) 并购整合风险；2) 城市级安运营中心落地缓慢；3) 网络安全行业景气度低于预期

## 64、福耀玻璃（600660）—Q3 营收增速符合预期，美国工厂预计全年扭亏

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布 2017 年三季度报告，实现营业收入 134.0 亿，同比增速 15.6%，归母净利润 21.4 亿，同比增速-1.5%，合 EPS 0.85 元。净利润同比降低主要因汇兑损失 3.0 亿（三季度单季度损失 1.3 亿，受二季度滞后影响），2016 年 1-9 月汇兑收益 2.1 亿，若扣除此因素，利润总额同比增速 17.8%。我们认为，三季度汇兑损失可能因二季度损失滞后影响，随着美元升值，预计四季度受影响较小，长期看好公司国外工厂持续布局渗透，为公司提供新的盈利点，维持“强烈推荐-A”投资评级。

评论：

1、汇兑损失不影响长期增长，前三季度实际业绩符合预期。

公司前三季度营业收入 134.0 亿 ( 同比+15.6% ) , 归母净利润 21.4 亿 ( 同比-1.5% ) , 而 Q3 单季度实现营收 46.9 亿 ( +17.0% ) , 归母净利润 7.57 亿 ( +5.4% ) , 而单季度汇兑损失 1.3 亿, 主要因上半年美元贬值影响, 若剔除汇兑损失, Q3 单季度利润总额同比+16.6%, 符合我们此前预期, 预计四季度受汇兑损益影响较小。毛利率方面, Q3 毛利率 42.5%, 与 16 年同期基本持平, 体现出较强的成本控制能力。同时, 从下半年开始, 公司美国工厂已经扭亏, 预计全年扭亏为盈, 提供新的盈利增长点。

## 2、匠心三十年专注汽车玻璃, 纵向一体化筑高护城河。

公司深耕汽车玻璃领域 30 年, 是国内汽车玻璃领域绝对龙头, 也是全球最大汽车玻璃供应商。目前配套客户包括国内 100 多家整车厂商和全球产量前二十大汽车厂商, 近年来又先后取得了劳斯莱斯、宝马、奔驰、奥迪、沃尔沃等高端品牌的国际配套业务, 先发优势明显。我们认为公司竞争优势来源于两方面:

多品种配套供应和对于主机厂的快速响应能力。汽车玻璃运输成本高昂, 公司就近主机厂布局建厂, 国内覆盖上汽、一汽、长安、东风、广汽、北汽等主要客户, 响应速度快。同时, 公司上世纪 80 年代起步于国内售后市场, 是国产替代的最早代表。研发、生产、流程控制适合多品种小批量供应, 满足主机厂多样化的同步配套需求。

纵向一体化优化成本, 对冲原材料涨价风险。公司纯碱成本约占汽车玻璃 6.4%、天然气成本占比 18%, 公司涉足硅砂→浮法玻璃→汽车玻璃设备→汽车玻璃成型完整产业链, 浮法玻璃自给率在 80%-90%之间。公司浮法玻璃自供有效对冲了 16 年由于纯碱成本涨价带来的玻璃涨价影响。

## 65、伊之密(300415)——订单充沛维持规模效应 明年增长有望持续

(分析师: 刘荣 等; 联系方式: 0755-82943203 liur@cmschina.com.cn)

事件:

伊之密 2017 年前 3Q 收入 14.64 亿元, 同比增长 43.07%; 实现归母净利润 2.05 亿元, 同比增长 177%。今年以来汽车、家电、电子等下游市场强势复苏, 需求扩大驱动公司收入高速增长, 全年收入有望突破 20 亿元。同时公司产能得到充分利用, 规模

效应使得净利率大幅上升。“上游经营改善+朱格拉周期+一带一路& PPP”三线叠加拉动中游 2-3 年复苏，明年持续有望持续，明年对应 PE19.6 倍，维持强烈推荐评级。

评论：

### 1、行业复苏势头不减 全年收入大概率超 20 亿

Q3 单季收入 5.35 亿元，同比增长 40.21%，毛利率为 36.92%，同比近增加 0.6 个百分点。今年以来，以汽车、家电、电子为代表的下游产业迎来了明显复苏，第三季度延续了今年上半年的回暖趋势，公司前三季度基本接近满产，保持了 40%以上的高增长率。

17 前 3Q 实现营业收入 14.64 亿元，同比增长 43.07%，已超过去年全年的总营业收入 14.43 亿元。经历了前三个季度的高速增长后，公司四季度在手订单依然相对充足，营业收入于预计不低于一季度收入，按照目前收入增长速度推测，全年收入大概率超过 20 亿元。

### 2、订单充沛 规模效应维持

规模效应持续作用，前 3Q 归母净利润 2.05 亿，同比增长 177%。17Q3 三费合计约 1.16 亿元，占收入比例为 20.26%，同比下降 5.59 个百分点。其中销售费用为 5300 万元，同比仅增长 17.23%，主要系当期销售人员人数保持稳定，单个销售人员销售业绩明显提升；管理费用 4800 元，同比下降 4.64%；财务费用为 600 万元，同比上升 31.75%。

17Q3 单季净利润为 7535 万元，同比增长 196.26%，净利率的增长有产品结构优化毛利率提升的影响，但最主要的贡献来自于规模效应的释放，期间营业收入增长 40.21%的同时营业成本仅增长 28.39%，从而大幅释放业绩弹性。目前公司已从各方面进入管理优化，今年已经满产，公司五卅工厂二期正在建设中，并为大型二板机项目扩建苏州工厂。因而随着公司收入继续增长，维持目前的净利水平难度不大。

### 3、行业全面复苏明年有望持续 维持推荐评级

公司目前生产十分紧张，前三季度基本实现全负荷生产，产能短期没有障碍。注塑机自 2016 年年初以来持续向好，2017 年开始加速，但全球依然存在千亿级市场，国

内也存在 400 亿左右的市场空间，随着公司市占率的进一步上升，收入持续高增长可能性很高；压铸机从 2016 年 Q3 开始好转，2017 年继续保持回升，目前我国消费者对于国产汽车的接受度日渐升高，未来几年下游汽车景气仍向上。

在产能方面，公司首发募投 3.3 亿元的厂房目前已经基本达产，今年开始建设五州工厂二期，并为大型二板机项目扩建苏州工厂，今年满产营收规模有望超过 20 亿。另外，苏州工厂地方比较大，如果现有厂房做调整的话，基本可以满足 3 年正常增长的产能需求。

伊之密是模压成型装备行业翘楚，注塑机为全国前四、压铸机全国第二，下游一半以上为汽车、3C 及家电行业，管理层持股非常高，直接加间接持有公司股权超过一半的股权。规模效应释放净利弹性幅度十分靓丽，同时“上游经营改善+朱格拉周期+一带一路& PPP”三线叠加拉动的中游 2-3 年复苏，预计 2017-2018 年净利为 2.63 亿、3.53 亿，对应 PE 分别为 26.3 倍、19.6 倍，维持强烈推荐-A 评级。

4、风险提示：宏观经济下行、竞争加剧

## 66、威孚高科（000581）——业绩高增长，重卡行情持续火爆

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布 17 年三季报，Q3 实现营收 18.3 亿（+20.4%），归母净利润 5.28 亿（+44.2%），其中来自合联营企业博世汽柴等的投资收益为 3.76 亿（+53%）。毛利率为 25.7%（+4.8pct）；三费率为 15.7%（+1.6pct）。后续随着排放标准全面升级，公司后处理业务将加速拓展；下游重卡行业开启 2-3 年景气周期，公司强劲增长可持续。同时公司拟成立产业并购基金，积极寻求新能源领域投资机会，若并购成功有望提升当前估值水平。维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、Q3 业绩继续高增长，全面受益下游重卡火爆行情

在国标 1589 治超及下游基建投资超预期的双重利好下，重卡 Q3 销量达 28.5 万同比大增 87.5%，月销量均创下历史新高。公司作为柴油燃油喷射系统龙头，全面受益下游重卡火爆行情，17Q3 实现营收 18.3 亿（+20.4%），归母净利 5.28 亿（+44.2%），其中来自合联营企业博世汽柴等的投资收益达 3.76 亿（+53.0%）。Q3 毛利率为 25.7%（+4.8pct），预计系产能利用率提升以及后处理业务改善所致；三费率为 15.7%（+1.6pct），管理/财务费用率分别上升 1.4/0.3pct。

## 2、排放标准全面升级，公司后处理业务有望加速拓展

17H1 公司后处理业务增长不及预期，实现营收 13.84 亿（+19.4%），毛利 1.46 亿（-24.6%），产品单价下降、原材料钢材价格上涨导致毛利率大幅下滑 6.2pct。我们认为随着 7 月 1 日国五标准在重型柴油车上的实行，Q3 公司后处理业务已有明显改善。后续随着国五标准的全面普及以及国六标准的推进，公司后处理业务空间广阔，有望维持 20%高增长。

风险提示：重卡销量不及预期；后处理业务拓展不及预期

## 67、通化东宝（600867）—第 3 季度胰岛素国内制剂继续快速增长

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

通化东宝前 3 季度收入和扣非净利润分别同比增长 25.3%和 29.5%，EPS 0.38 元，完全符合我们中报前瞻预期的净利润增速 30%；仅看第 3 季度，收入同比增长 14.1%，扣非净利润同比增长 28.7%，第 3 季度收入端增速远低于上半年，我们判断主要原因之一是房地产收入贡献从去年 3 季度开始，因此，母公司业绩更能反映胰岛素增长情况。我们估计前 3 季度房地产收入 1.4 亿元左右，净利润贡献 2000 多万元，第 3 季度房地产收入大概 5500 万左右。

母公司第 3 季度收入和净利润分别同比增长 15.9%和 17.3%，第 3 季度收入增速低于第 1、2 季度，我们判断原因是：1、去年 Q3 有 2000 万左右的收入是转让大输液文号收入，剔除这部分影响后，17Q3 母公司收入增速 20.7%左右，2、我们估计试纸器械增速低于 20%，胰岛素原料药出口下降；3、因此，胰岛素国内制剂收入增速估计

在 22%左右，仍然是保持了较快的增速，得益于公司加大了基层医疗卫生机构的销售力度。

明年新产品方面的亮点：1、甘精胰岛素已经申报生产，我们预计 2019 年上半年获批；2、门冬胰岛素已经结束临床，马上将开启医院签字，明年有望申报生产；3、DPP-4 仿制药西格列汀和西格列汀二甲双胍明年有望申报生产；曲格列汀也在临床阶段；4、与 Dance 合作的创新药吸入式胰岛素明年有望申报临床；5、与苏州众合合作的德拉克肽仿制药明年有望申报临床。

市场可能担心胰岛素市场竞争格局变差，但我们认为通化东宝已经构筑了坚实的销售壁垒。由于联邦制药的甘精胰岛素已经获批，市场担心通化东宝落后较多。我们认为，胰岛素作为专科性非常强的糖尿病药物，并非简单就能被医生接受，需要强大的学术营销队伍。通化东宝借助过去 10 多年的专家资源和营销优势，有望后来居上。

医保基金结余率持续下降，使政策越来越偏向国产二代胰岛素。一方面，今年 2 月份的新版医保目录，给三代胰岛素加上了适应症限制，如果严格执行，相当于三代胰岛素仅能作为二代胰岛素无效情况下使用，极大利好二代胰岛素；另一方面，福建 3 月阳光采购，医保支付价的设置明显利好于国产二代胰岛素，进口二代胰岛素的医保支付价甚至低于国产，这就表明，医保机构主导的招标，将更偏向于使用国产药物。我们认为，在医保基金结余率越来越低的情况下，未来可以预见更多政策偏向国产二代胰岛素，利好通化东宝。

维持“强烈推荐-A”投资评级。我们维持预测 2017~2019 年净利润分别同比增长 30%/25%/25%，EPS 0.49/0.61/0.76 元。当前 18 年 PE 37 倍，我们看好明年基层放量+新药预期带来的估值提升，这一估值仍有较大提升空间。公司是糖尿病领域的优秀企业，二代胰岛素稳健增长提供业绩支撑，三代胰岛素、胰岛素制剂出口提供未来业绩的成长空间，而糖尿病慢病管理的进展则是提升公司估值的主要因素，长线来看，公司仍然是最值得投资的成长股，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：胰岛素销售不达预期，新药获批低于预期。



## 68、众信旅游（002707）—出境游市场仍显低迷，费用大增导致 Q3 盈利下滑

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

10 月 25 日，众信旅游发布三季报。2017 年前三季度，公司实现营业收入 92.24 亿元/增长 10.61%；归属净利润 1.82 亿元/减少 13.79%，扣非后归属净利润 1.79 亿元/减少 13.12%；基本每股收益 0.216 元/减少 16.60%。

Q3 实现营业收入 41.78 亿元/增长 7.50%；归属净利润 0.86 亿元/减少 36.24%，扣非后归属净利润 0.85 亿元/减少 35.47%。业绩低于市场预期。

评论：

1、市场低迷拖累收入增速，期间费用大增导致业绩下滑。Q3 出境游市场延续低位调整，主流目的地表现平淡，欧洲游在低基数上呈现回暖趋势。受行业大环境影响，2017 年前三季度，公司收入增长 10.6%（其中 Q3 增长 7.5%），增速放缓；归属净利润同比减少 13.79%（其中 Q3 减少 36.24%），主要因公司销售管理费用大幅增加所致。此外，公司预计全年归属净利润同比变化范围：-10%~20%。

2、规模扩张提升毛利水平，零售业务增长有望改善盈利。前三季度，公司毛利率上升 0.28pct，主要受益于业务扩张与资源整合，考虑公司战略重心逐渐向零售业务倾斜，毛利率存在进一步上行的空间。因终止 2016 年限制性股票激励计划，管理费用率上升 0.38pct；同时因为零售门店扩张，销售费用率上升 0.71pct。受期间费用拖累，公司净利率下降 0.45pct。

3、新推股权激励方案，强化市场信心。10 月 13 日，公司公告 2017 年限制性股票激励计划草案，激励对象涉及高级管理人员、中层管理人员、核心业务（技术）人员等共计 393 人，激励范围较广，有利于充分激发员工积极性。本次激励计划设置的公司业绩考核指标为：以 2016 年为基准年，2017、2018、2019 年度公司净利润增长率分别不低于 7%、17%、28%，为公司业绩增长提供一定的保障。

4、投资建议：出境游市场短期面临目的地市场环境波动、汇率波动等风险因素，当前景气度一般，但行业成长具备充分的需求支撑。随着未来业务规模扩张、结构调整、资源整合、服务转型，公司盈利有望得到修复。我们下调 17-19 年的每股收益为 0.23/0.28/0.33 元，对应 PE 估值 54x/44x/37x，维持“审慎推荐-A”投资评级。

5、风险因素：国外旅游目的地环境恶化；汇率波动。

## 69、康普顿（603798）—Q3 净利率下滑，产能释放值得期待

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 6.92 亿元，同比增长 12.21%，实现归属于上市公司股东的净利润 9653 万元，同比增长 1.94%，实现归属于上市公司股东的扣非净利润 9518 万元，同比增长 1.62%，实现 EPS 0.48 元。

评论：

### 1、营业成本上升、产品均价下跌，Q3 盈利下滑

公司前三季度实现营业收入 6.92 亿元，同比增长 12.21%，但营业成本上升明显，由去年同期的 3.89 亿上升至今年的 4.64 亿元，同比增长 19.46%，因此净利润仅增长 1.94%。公司成本上升主要是由于原材料价格上涨及销售费用增加所致，特别是三季度以来，公司主营的车用防冻液均价由 Q2 的 15870 元/吨降至 15122 元/吨，均价跌幅 4.71%，其他产品工业润滑油、汽车养护品、基础油及添加剂等的均价都有不同程度的下降，因此 Q3 的销售净利率降至 10.24%，导致 Q3 盈利下滑明显。

### 2、黄岛项目助力产能提升，营销渠道竞争力较强。

公司主营车用润滑油、工业润滑油以及汽车养护品，2016 年产能利用率超 130%。目前，公司的募投项目黄岛新厂进入调试投产阶段，将逐步释放产能，达产后该项目可年产润滑油 8 万吨、防冻液 2 万吨、制动液 1000 吨，公司从生产规模、产品工艺、运营效率等硬件方面均处于国内领先水平，为后续发展打下坚实基础。同时，公司旗下 COPTON（康普顿）品牌润滑油和 Roab（路邦）品牌汽车养护品营销网

络遍布全国 31 个省、市、自治区，拥有 600 余家一级经销商，已形成较有竞争力的营销体系。

3、国内车用润滑油市场持续增长，产品需求高端化，公司将受益。

随着我国经济的快速发展、工业化进程的不断加快以及汽车保有量的持续增长，我国已经成为全球最大的润滑油消费国和生产国，是全球少数保持持续增长的国家之一。据 Freedonia Group（工业市场研究及咨询公司）发布的《World Lubricants》预测，2017 年我国润滑油市场总需求将达到 1,020 万吨，而 2016 年国内润滑油总产量为 687 万吨，市场缺口明显。随着国家的环保政策趋严，未来高端、高品质润滑油的比重会逐渐提高，而润滑油细分市场会更加的健全，利润率也会随之提升。

#### 4、投资建议

我们预计公司 2017~2019 年净利润分别为 1.24 亿元、1.53 亿元、1.81 亿元，对应 EPS 分别为 0.62 元、0.77 元、0.91 元，当前股价 23.74 元，对应 PE 分别为 38、31 和 26 倍，鉴于公司上市不久，暂不评级。

风险提示：国际原油及产品价格大幅波动；在建项目进展不及预期。

## 70、晨鸣纸业（000488）——业绩符合预期，行业景气助力业绩抬升

（分析师：郑恺 等；联系方式：021-68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

#### 事件：

公司公告三季报，17 年 Q1-Q3 实现营业收入 219.29 亿元，同比增长 32.33%；归母净利润 27.12 亿元，同比增长 74.47%。Q3 单季度实现营收 81.80 亿元，同比增长 37.12%，归母净利润 9.66 亿元，同比增长 57.07%，业绩符合预期。

#### 评论：

1、造纸行业供需结构向好，景气抬升助力业绩抬升

在环保趋严的背景下，行业景气度持续上行：供给端，17 年 1-8 月行业固定资产投资同比-0.9%，由于环保投入增加、自备电厂审批趋严和废纸进口政策从紧等限制因素，新产能经济性下降，新增投资仍未大规模开启；需求端，文化纸下游印刷行业 17 年 1-8 月总营收增长 9.5%，包装纸下游社会零售总额、出口总额和快递业务量 17 年 1-9 月分别增长 10.4%、7.5%和 29.8%。公司主要机制纸产能集中在白卡纸、铜版纸、双胶纸三大类。17 年 Q3 晨鸣白杨 250g 白卡纸、雪兔 157g A 级铜版纸、云镜 70g 双胶纸均价分别为 6435 元/吨、6621 元/吨、6805 元/吨较 17 年 H1 分别提高 24%、24.5%、15.6%，纸价上行助力公司业绩抬升。

## 2、融资租赁业务稳步发展，行业发展趋势向好

截止三季度末，公司其他流动资产较年初增加 73.39%，主要是应收一年期融资租赁款增加，长期应付款较年初增加 52.24%，主要是公司新增售后直租和售后回租融资款。中商产业研究院报告预计融资租赁行业仍将保持年均 20%以上的复合增速，公司融资租赁业务市场广阔。

## 3、行业景气度有望维持高位，维持“强烈推荐-A”评级

截止三季度末，在建工程 69.43 亿元，较年初年初增加 68.72%，主要是因为公司对黄冈林纸一体化项目等投入增加。根据公司的规划未来几年内仍有陆续的资本支出，包括美伦 40 万吨化学浆项目、高档文化纸项目、黄冈林浆纸一体化项目等。我们认为在行业大规模新产能投放仍未开启，需求端维持向好的背景下，吨纸盈利有望维持高位，随着公司湛江 19 万吨文化纸项目的生产线搬迁，成本有望下行，预计 2017~2019 年净利润分别为 35.6 亿元、42.8 亿元、46.6 亿元，净利分别同比增长 73%、20%、9%，维持“强烈推荐-A”评级

风险提示：浆价持续上涨、纸品需求下行、租赁业务低于预期。

## 71、金牌厨柜（603180）—业绩超预期，费用精细化助力盈利能力抬升

（分析师：郑恺 等；联系方式：021—68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报，17 年 Q1-Q3 实现营业收入 9.67 亿元，同比增长 36.2%；归母净利润 9059 万元，同比增长 125.5%。Q3 单季度实现营收 4.09 亿元，同比增长 35%，归母净利润 0.44 亿元，同比增长 147.4%，业绩大超预期。截止 Q3 季度末公司预收款项为 2.02 亿元，较半年度末增加 36.5%，公司订单情况向好。

评论：

### 1、橱柜业务经销商渠道扩张，衣柜业务迅速展开

公司经过长期生产积累和品牌营销，产品在定制橱柜业界和消费者中获得积极评价，上市之后公司橱柜终端渠道扩张加速，衣柜新业务扬帆起航。截止 17 年 6 月 30 日，金牌共拥有门店 959 家，其中厨柜专卖店 922 家，较 16 年末增加 127 家，预计全年新开门店将达到 200 家左右，公司直营城市减为上海、厦门、福州、西安和杭州五个，公司的渠道扩张主要是经销商门店的增加；桔家衣柜专卖店 37 家，预计全年新开衣柜门店将超过 100 家，目前衣柜业务门店主要是由橱柜业务优秀的经销商运营，公司衣柜业务迅速展开。

### 2、直营转经销叠加费用精细化投放，盈利能力抬升

毛利率方面 17 年 Q1-Q3 为 37.6%，较 16 年 Q1-Q3 提升 0.4 pct，Q3 单季度毛利率 38.8%，毛利率保持微升。费用率持续下降，销售费用率方面 17 年 Q1-Q3 为 20.05%，较 16 年 Q1-Q3 降低 0.92pct，Q3 单季度销售费用率为 20.26%；管理费用率方面 17 年 Q1-Q3 为 8.64%，较 16 年 Q1-Q3 降低 1.36pct，Q3 单季度管理费用率为 8.09%。一方面随着营收扩大，营销的规模经济凸显，另一方面公司进行了内部管理精益，实施“战略事业单元”考核，提高公司运营效率。公司直营转经销，费用投入精细，费用率下降助力公司净利率提升。

### 3、看好公司橱柜领域的渠道拓展以及衣柜新品类的扩张，维持“强烈推荐-A”

公司经过长期品牌积累后橱柜业务由渠道扩张和店效提升带来的快速增长，自 16 年 10 月份开始进行衣柜业务品类扩张，我们看好公司的渠道扩张和盈利能力抬升，预计公司 17-19 年净利润分别为 1.66、2.24、2.83 亿元，同比增长 73%、35%、26%，对应当前市值市盈率 48、35、28 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：橱柜消费下滑、渠道拓展效果不及预期、行业格局发生巨大变化

## 72、太阳纸业（002078）—复星财务考量减持，新产能投放助力持续成长

（分析师：郑恺 等；联系方式：021-68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：公司公告持股 5%以上股东复星瑞哲减持计划，在 15 个交易日后的一个月內，以集中竞价方式减持不超过 1500 万股（占公司总股本 0.6%）。

评论：

### 1、复星入股一年后财务考量减持，不改公司长期成长趋势

16 年 10 月，太阳纸业控股股东太阳控股与复星瑞哲签订《股份转让协议》，以 6 元/股的价格向复星瑞哲转让 19000 万股，转让后复星瑞哲持股比例为 7.49%。这一持股比例截止 2017 年 6 月 30 日没有发生变化，本次减持之前，复星瑞哲未通过公开竞价方式减持过太阳纸业，目前仍持股 13950 万股，比例为 5.5%。

### 2、产品研发逐步开花结果，公司产能投放期来临

太阳纸业是行业内的产品研发型公司，2012 年-2016 年公司研发费用投入在销售收入中的占比均在 3%以上，通过技术研发和低成本产能布局积累自身的成本优势，逐步从纸品制造商向木纤维综合利用商转变。公司前期布局逐步开花结果，2016 年公司邹城 35 万吨溶解浆达产，8 月 50 万吨低克重牛皮箱板纸项目正式投入生产销售，2018 年一、二、三季度公司 20 万吨特种纸、老挝 30 万吨化学浆、80 万吨牛皮箱板纸将分别投产，公司美国 70 万吨生物精炼项目预计 2018 年上半年进入施工建设阶段，18 和 19 年明确的新产能投放提供持续的业绩增量。

### 3、看好公司作为行业龙头的市值成长空间，维持“强烈推荐-A”评级

目前造纸行业 ROE 处于历史较高位置，我们认为纸品价格有望维持在高位，主要原因在于行业基本面仍维持良好的态势：供给端，17 年 1-8 月行业固定资产投资同比 -0.9%，由于环保投入增加、自备电厂审批趋严和废纸进口政策从紧等限制因素，新产能经济性下降，新增投资仍未大规模开启；需求端，文化纸下游印刷行业 17 年 1-8



月总营收增长 9.5%，包装纸下游社会零售总额、出口总额和快递业务量 17 年 1-9 月分别增长 10.4%、7.5%和 29.8%，行业供需仍维持向好态势。太阳纸业作为行业中的龙头企业具备持续进行产品研发和低成本布局的能力，随着前期积累逐步在 2018-2020 年实现产能投放，我们看好公司的市值扩张空间。预计公司 2017-2019 年净利润分别为 18.2 亿元、21.3 亿元、23.8 亿元，同比增长 72%、17%、12%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：新建产能投产达产低于预期，经济环境恶化导致需求大幅削减

### 73、曲美家居（603818）——业绩符合预期，大家居战略长期发展可期

（分析师：郑恺 等；联系方式：021—68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报，2017 年前三季度实现营业收入 14.33 亿元，同比增长 27.23%，归母净利润 1.74 亿元，同比增长 30.67%；基本每股收益为 0.36 元。

评论：

#### 1、业绩符合预期，“新曲美”战略稳步推进

公司今年通过持续推出新品、优化设计服务、加强 OAO 平台以及智能生产线建设等方式，稳步推进“新曲美”战略落地；同时渠道扩张稳步推进，B8 定制业务持续高增长，整体收入持续稳定增长。3Q 单季，受地产成交偏弱以及装修小淡季影响，收入增速环比略降 1.77pct 至 23.4%。截至三季度末，公司预收款项余额达 1.1 亿元，创历史新高，表明在手订单情况向好。

#### 2、费用增加拖累三季度利润增长放缓

受人工成本、原材料价格走高以及大宗业务占比增加等影响，前三季度公司整体毛利率同比下降 0.68pct 至 38.93%。销售费用率同比下降 0.58pct，管理、财务费用率分别同比略升 0.37pct、0.03pct。营业利润增长 20.27%，受税率调整影响，归母净利润增速明显快于营业利润增长水平。3Q 单季来看，毛利率同比略升 0.06pct，销售、管理、

财务费用率分别提升 1.92pct、0.47pct、0.02pct，导致 3Q 单季营业利润增速放缓至 3.47%，归母净利同比增长 12.82%，净利率同比下降 1.17pct 至 12.43%。

### 3、大家居战略长期发展可期，维持“强烈推荐-A”评级

公司 16 年 8 月推出“你+生活馆”体验店模式，为消费者提供多品类、定制、生活美学设计的综合服务，并于 17 年下半年推出“居+生活馆”，定位于四、五线城市的产品和模式，打造时尚、超值的一站式家居购物体验空间。同时，稳步布局工程业务，逐渐形成规模增长又一驱动。我们认为，随着公司生活馆渠道建设日臻完善、以及 B8 定制业务快速发展，大家居战略长期发展值得期待。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.48 元、0.62 元、0.78 元，归母净利分别同比增长 24%、30%、26%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：地产调控加剧、新开业务扩张进度慢于预期。

## 74、丽珠集团（000513）—艾普拉唑肠溶片加速放量 期待粉针年内获批

（分析师：李珊珊 等；联系方式：0755-83734347 lishsh@cmschina.com.cn）

17Q3 销售费用控制良好，研发投入增加导致管理费用增速较快。公司 17Q3 收入 22.46 亿元，同比+15.85%；剔除土地转让收益 34.98 亿元，归母净利润 2.44 亿，同比+18.73%，业绩增长稳健。17Q3 毛利率 65.79%，同比提升 0.36 个百分点；销售费用率 40.67%，同比下降 1.32 个百分点，我们估计主要是销售费用率较低的原料药收入占比提升及公司通过营销改革实现控费增效；管理费用率 10.23%，同比提升 1.15 个百分点，主要系研发费用增加导致；财务费用由于公司收到土地转让款并还掉了所有的有息债务，17Q3 利息收入 1008 万元，上年同期财务费用 671 万元；资产减值损失 3429 万元，同比+63%，我们估计是处置闲置生产线导致。

17Q1-3 收入增长平稳。17Q1-3 收入 65.21 亿元，同比+13.94%；毛利率 65.17%，同比上升 0.56 个百分点，我们估计主要由原料药毛利提升贡献。销售费用率 39.84%，同比下降 0.62 个百分点；管理费用率 9.67%，同比上升 0.84 个百分点；财务费用-982 万元，上年同期为 1540 万元。从费用变化上看，前三季度和 17Q3 趋势一致。资产

减值损失 6885 万元，同比-30.87%，主要是去年 Epirus 股票减值和存货价格下跌带来的存货减值导致去年同期资产减值较多。

艾普拉唑肠溶片和亮丙瑞林微球收入增速略超预期。我们估计核心产品参芪扶正注射液 17Q1-3 仍然保持 6%左右的销量增长，但价格受部分省份执行全国最低中标价的影响导致销售额增速 1%左右。二线品种中，艾普拉唑肠溶片进入国家医保的红利开始体现，下游企业开始积极备货，我们预计 17Q3 收入增速超过 60%，带动 17Q1-3 增速来到 50%以上；亮丙瑞林微球受益良好的

## 75、碧水源（300070）—利润表符合预期，三季度新增订单速度再加快

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

2017 年前三季度，碧水源实现归属净利润同比增长 69%，扣非后业绩同比增长 22%，业绩符合预期。短期来看，公司膜法水处理技术核心优势依然保持，在河道治理大市场快速放量的背景下，也将业务拓展至城市环境综合整治领域，2017 年新增订单势头良好，预计可保障扣非后 30%业绩增长。长期来看，环保标准的提高、监管加严为公司污水、净水业务都将带来新空间。污水处理业务助力公司实现了 500 亿市值，而环保标准提高带来的 DF 膜应用将推动公司从 500 亿市值向 1000 亿市值进发，给予一年期目标价 27.25 元，维持“强烈推荐”评级。

事件：

碧水源发布 2017 年度三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 54.1 亿元，同比增长 68.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.4 亿元，同比增长 68.7%；扣非后的归属净利润为 5.3 亿元，同比增长 21.8%。其中，三季度单季实现收入 25.1 亿元，实现归属净利润 2.1 亿元，同比增长 22%。无论前三季度还是三季度单季，扣非后业绩增长均符合预期。

评论：

一、前三季度净利润占比小，对全年业绩均不具备指引性。2017 年前三季度扣非后净利润增速为 22%，符合预期，四季度大部分工程结算预计可保证 2017 年全年兑现 30% 的扣非净利润增长。

2017 年 10 月 25 日晚，碧水源发布三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 54.1 亿元，同比增长 68.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 7.4 亿元，同比增长 68.7%；扣非后的归属净利润为 5.3 亿元，同比增长 21.8%。

从净利润同比增长 68.7% 的增速来看，位于三季报预增 60%-75% 中位数略偏上，增长符合预期。此外，公司上半年有处置盈德气体及分布收购北京良业的公允价值变动带来了 2.2 亿元的非经常性收益，扣非后前三季度归属净利润同比增速仍有 22%，也符合市场预期。

但是，从历史上来看，公司前三季度实现利润在全年利润中占比均不大，2011-2016 前三季度净利润占比全年分别为 23%、19%、16%、18%、19%、24%，大部分的污水处理整体解决方案及市政工程仍集中在四季度结算，四季度大部分工程结算预计可保证 2017 年全年兑现 30% 的扣非净利润增长。

从毛利率、净利率的盈利能力变化来看，公司 2017 年综合毛利率及净利率水平（扣除非经常收益影响）均有所降低，我们认为，综合盈利能力的下降主要与业务结构变化有关系。近年来，随着地方政府对黑臭河治理关注度的提高，河道治理市场快速发展，公司也跟随行业趋势拓展了河道治理等城市环境综合治理业务，而河道治理业务与公司膜法水处理核心业务相比盈利能力相对低，因此拉低了综合盈利能力。但河道治理业务的开展也同时加速了公司新增订单及收入增长速度。

## 76、三聚环保（300072）—业绩维持快速增长，生物质业务超预期

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，前三季度实现营业收入 171.4 亿元，同比增长 66.48%；实现归属于上市公司股东净利润 19.95 亿元，同比增长 64.13%；扣非后归母净利润 18.24 亿元，同比增长 51.00%，实现基本每股收益 1.12 元。

评论：

### 1、业绩维持较高增速，Q3 净利率提升

公司前三季度实现营业收入 171.4 亿，实现归母净利润 19.95 亿元，同比增长 64.13%，扣非后同比增长 51%，依然维持快速增长。去年开始，公司的增值服务收入大幅增长，但该业务的净利率较低且在营业收入中占比较大，因此整体净利率有所下降。Q3 实现营业收入 50.51 亿元，单季度实现归母净利润 7.82 亿元，净利率为 15.48%，较 Q2 有较大提升，主要得益于公司合并巨涛海洋石油服务有限公司报表产生的营业外收入。

### 2、与 150 个县达成合作意向，生物质业务超预期

公司 8 月底发布公告，“农作物秸秆炭化还田-土壤改良技术开发与应用”项目已通过中国石油和化学工业联合会主持的科技成果鉴定，认定该成果创新性强，具有完全自主知识产权，秸秆炭化工艺、生物质炭复合肥制备技术、工业化规模国际领先。

公司已经与国开科创、国开行北京分行签署《投贷联动战略合作协议》，资金方面得到保证。截止目前，公司已经与 150 个县达成合作意向；与 15 个省的 48 个县签订合作协议；示范田总面积近 7000 亩，作物 20 余种；已建成投产 3 个项目，今年开建项目 40 余个，生物质项目推进速度超出预期。

### 3、悬浮床加氢业务稳步推进，后续订单值得期待

公司近期公告，以自有资金认购北京华石新增注册资本，增资完成后将持有北京华石股权比例为 51.22%，成为控股股东，三聚环保将成为 MCT 悬浮床加氢成套工艺、核心设备及配套催化剂的唯一所有者。

目前，公司已经签订鹤壁二期 150 万吨/年煤焦油、煤沥青综合利用项目协议、山西福孝化工 90 万吨/年焦油深加工综合利用项目合同，9 月初，与黑龙江省龙油石油化工股份有限公司签订“550 万吨/年重油催化热裂解项目之 100 万吨/年悬浮床加氢装置”合作框架协议，在石化、煤化工领域稳步推进，后续百万吨级订单值得期待。

#### 4、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 25.89 亿元、42.38 亿元和 53.88 亿元，对应 EPS 分别为 1.44、2.36、3.01 元；对应目前股价 38 元，PE 分别为 26、16 和 13 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：项目推进不及预期风险、应收账款风险。

### 77、海利得（002206）—17 年前三季度利润 2.6 亿符合预期，看好未来新产能投放带来的高速增长

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

#### 事件：

2017 年 10 月 25 日，海利得公布 2017 年三季度报业绩，前三季度收入 23 亿元同比增 24%，归属净利润 2.6 亿元同比增 11%，符合预期；扣非后净利润 2.3 亿元，同比增 7%。公司预告 2017 年全年归属净利润为 3~3.6 亿元，同比增 20~40%。

#### 评论：

##### 1、综合毛利率下滑拖累利润增速，财务费用大增主要源于汇兑损失

1) 收入同比增 24%至 23 亿元，主要源于涤纶工业丝中的车用丝比例提高，产品盈利能力增强；帘子布项目产能满产，产品销量逐步增加；石塑地板产能释放，增加盈利能力。2) 综合毛利率 23%，同比降 1.6 个百分点，其中 Q3 单季度毛利率环比降 3 个百分点至 22%，主要源于订单价格结算时滞导致的汇兑损失。3) 公司三项费用率基本持平。其中，销售费用率同比降 1 个百分点至 2%；财务费用率同比升 2 个百分点至 1.8%，源于汇兑损失增加；管理费用率同比降 1 个百分点至 7%。4) 营业外收入 0.2 亿元，占利润总额比例提升 2 个百分点至 7%，主要源于固定资产处置收益增加。

##### 2、差别化车用丝盈利性强，随海外高端客户认证陆续通过销量将快速释放

1) 截至 2017 三季度末，公司车用丝产能已达 13 万吨，非车用丝产能 6 万吨，差异化率已提升至 67%以上，产品毛利率逐步提升。车用丝的定价方式是以聚酯切片价格为基础加成，绝对价差非常稳定，每季度或半年谈一次价格，受原材料价格波动影响



小。2) 新投产的 2 万吨车用丝分批认证，每批通常需要 3-6 个月认证期，随着 2016 年新一批产品通过欧美认证，2017 年车用丝销量会加速释放，产品毛利率稳步提升。3) 新增产能当中增加了有色安全带丝，销售价格和销售毛利较高，随着对环保要求的进一步提高，未来公司有色安全带丝将成为公司另一产品亮点。

3、帘子布随着下游优质客户认证通过，毛利率将持续提升

截至 2017 三季度末，公司帘子布产能达 3 万吨，满产满销。随着通过下游客户认证，帘子布毛利率逐步提升，预计 2017 全年维持在 20% 以上。目前客户已有住友、米其林、固铂、韩泰、大陆轮胎（马牌）、耐克森、诺基亚等国际一线品牌轮胎制造商，客户结构中 80% 以上的客户均为国际高端一流客户。

## 78、宋城演艺（300144）—Q3 业绩环比改善，明后年更值得期待

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

10 月 25 日，宋城演艺发布三季报。2017 年前三季度，公司实现营业收入 23.14 亿元/增长 17.60%；实现归属净利润 9.18 亿元/增长 20.18%，扣非后归属净利润 9.23 亿元/增长 22.66%；实现基本每股收益 0.63 元/增长 18.87%。

Q3 实现营业收入 9.22 亿元/增长 17.89%；实现归属净利润 3.94 亿元/增长 18.89%，扣非后归属净利润 4.01 亿元/增长 22.99%。与此前业绩预告相符。

评论：

1、业绩增长稳健，Q3 整体表现好于 Q2。今年前三季度，公司营收增长 18%，归属净利润增长 20%，其中 Q3 营收增长 18%，归属净利润增长 19%，比 Q2 增速（营收+18%/净利润+17%）稍有提升。考虑今年 8 月 8 日九寨沟地震后，当地项目关停，因此宋城其他项目以及六间房 Q3 业绩增长 26% 左右。

2、杭州本部增长强劲，三亚项目复苏，丽江项目承压。千古情演艺方面，杭州项目上年受 G20 影响，而今年 Q3 依靠内容创新和活动策划实现强势反弹，预计盈利增长超

过 30%；三亚旅游市场回暖，三亚项目迎来恢复性增长；丽江项目继续受当地市场调整影响，只有个位数增长；九寨项目因地震继续关停。

3、首单轻资产项目开业表现好于预期，盈利贡献尚待释放。本期轻资产项目的盈利贡献与上年同期基本持平，但宁乡炭河千古情开业后表现好于预期，后续管理费分成值得期待，也为其他轻资产项目树立标杆，意义重大。值得关注的是，公司 9 月底预收款项比 6 月底增加 1.5 亿元，达到 3.5 亿元，主要来自轻资产项目的预收款，未来一旦计提，将转化成利润。

4、直播行业日益规范，六间房 Q3 经营反弹。数字娱乐方面，直播行业严监管的影响趋稳，六间房 Q3 表现稍好于上半年，能够完成全年业绩承诺。目前，六间房在产品、技术、游戏、新业务等方面的研发初有成效，未来将尝试从娱乐平台向实用型平台转化。

5、利润率保持稳定，经营现金流大幅增加。前三季度，公司销售费用率上升 0.68pct；因管理人员薪酬与六间房研发费用支出增加，管理费用率上升 0.65pct；因归还银行贷款，财务费用率下降 0.09pct。公司毛利率下降 0.10pct，净利率上升 0.54pct。公司 Q3 经营活动现金流增长 29%，主要系营业收入增长及轻资产项目预收款增加所致，表明实际经营效益正在改善。

## 79、潜能恒信（300191）—前三季度亏损明显，传统油服仍处冬天

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 4841 万元，同比下降 25.86%；实现归属于上市公司股东的净利润-2028 万元，同比下降 297.30%；扣非后归母净利润-2230 万元，同比下降 405.33%；每股基本收益-0.06 元，同比下降 297.51%。

评论：

1、公司营业收入下滑，前三季度亏损明显

公司前三季度实现营业收入 4841 万元，同比下滑 25.86%，其中 Q3 实现营收 2437 万元，同比增长 25.20%。虽然公司之前发布公告，以闲置募集资金和自有资金购买理财产品，提高资金使用效率，但公司的营业成本同比增加 1285 万元，增长 41.81%，同时税金及财务费用增长幅度较大，导致前三季度亏损 2028 万元。

油价 2014 年大幅下跌之后，持续中低油价运行，国内外油气企业勘探开发投入明显下降，2016 年和 2017 年油气勘探开发资本开支普遍和几年前高位相比下降 40% 左右，考虑到油服行业的滞后影响，导致公司传统业务需求明显缩减。国际服务市场方面，前期重点推进的南亚项目受政治、治安因素影响进展放缓。

## 2、具备技术、资源优势，勘探开发一体化值得关注

公司已具备了勘探开发一体化高端油气工程服务能力，服务内容涵盖地震采集、数据处理和解释、地球物理和地质综合分析研究、石油区块评价、井位部署、油藏描述、油气成藏模拟、钻完井服务、水平井压裂设计及施工以及智能化油田管理等。同时，公司已储备三个油气区块：中国渤海 05/31 块、美国 Reinecke 区块以及蒙古国 Ergel-12 区块，其中在产区块 1 个，勘探区块 2 个，海上区块面积 282.2 平方公里，陆上区块面积 11052 平方公里，有利于提高公司盈利能力。物探-地质-工程设计一体化的业务模式，为公司的发展开拓了空间。

## 3、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为-2484 万元、1105 万元和 1375 万元，对应 EPS 分别为-0.08、0.03、0.04 元，目前股价 25.84 元，对应 PE 分别为-333、748 和 601 倍，暂不评级。

风险提示：国际油价下跌风险、项目推进不及预期风险。

## 80、华锦股份（000059）—Q3 同比增长约 50%，业绩符合预期

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，报告期内实现营业收入 236.24 亿元，同比增长 14.52%，实现归母净利润 12.30 亿元，同比增长 4.79%，实现每股收益 0.25 元；其中 Q3 实现营业收入 80.08 亿元，归母净利润 4.01 亿元，同比增长 49.26%，扣除非经常性损益后同比增长 41.90%。

评论：

### 1、三季度原油及产品价格反弹，Q3 盈利同比大增

公司三季度单季度实现营业收入 80.08 亿元，较去年同期的 75.48 亿元增长 6.09%；营业成本由去年同期的 72.79 亿元增长至 75.15 亿元，同比增长 3.24%，单季度净利率由去年的 3.64% 提升至 5.31%，较 2017 年 Q2 的 5.17% 也有提升，因此 Q3 盈利同比、环比均呈上升趋势。今年第三季度，原油、烯烃及芳烃价格有所反弹，公司炼油业务具有一定的库存收益，炼化业务盈利环比也有所改善，是本期业绩同比大增的重要原因。

### 2、弹性较大的炼化一体化综合性企业

公司是炼化化工一体化的综合性石化企业，目前年原油加工能力 800 万吨，年产乙烯 70 万吨，合成树脂 100 万吨，气头尿素 100 万吨，炼化规模与市值比的弹性相比可比公司上海石化和中国石化要大得多。

公司在石化板块积极推进现有炼化一体化装置的优化升级，陆续停运亏损严重的辽河化肥、终止内蒙煤化工项目。立足现有装置的资源，完善航煤项目、小乙烯燃料油项目等，以市场为导向推进新产品研发，包括新牌号的聚烯烃、板材级高抗冲 ABS 树脂，通过创新不断优化产品结构，2016 年新产品贡献率达到 30.9%。

### 3、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 17.63 亿元、19.04 亿元和 22.02 亿元，对应 EPS 分别为 1.10 元、1.19 元、1.38 元；对应目前的股价 10.34 元，PE 分别为 9.4、8.7 和 7.5 倍，维持“审慎推荐-B”评级。

风险提示：国际原油及产品价格大幅波动。

## 81、贵州茅台（600519）—报表高增护航，市值加速进击

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

我们在年初春糖时，基于对公司品牌力及管理层的视野，大胆提出茅台市值将突破帝亚吉欧，虽有年中盘整，在强劲基本面推动下，茅台终于站稳全球酒业市值的巅峰。8月份以来，公司大幅增加终端发货，推动三季报显著超越市场预期，且批价及库存指标均显良性，彰显公司强劲基本面。展望来年，公司将更加受益量价齐升，收入利润更将大幅超越全球同行，在靓丽报表、超强品牌力及管理层的推动下，茅台市值必将加速进击。上调 17-18 年 EPS21.52、28.97 元，按照 18 年 25 倍估值，目标价 725 元，目标市值 9100 亿，继续强烈推荐。

前三季度收入增长 59.4%，归母净利润增长 60.31%，其中 Q3 收入增长 115.9%，归母净利润增长 138.41%，显著超越市场预期。公司 17Q3 实现主营收入 182.6 亿元，营业利润 125.13 亿元，净利润 87.33 亿元，分别同比增长 115.9%、132.2%、138.4%，超越我们前期给的季报预览。二季度业绩增速环比加快主要依靠吨价提升及系列酒贡献，三季度公司补发 5-6 月份欠经销商计划量，发货量显著加大，公司 Q3 报表迎来量价齐升，且幅度超越市场最乐观预期。

预收款及现金流同比持平，渠道打款积极性高。公司 Q3 末预收款度末预收账款 174.72 亿，现金回款 207.49 亿，同比均基本微增，在今年以来不允许经销商提前打款，以及收入翻倍增长背景下，两项指标仍能持平微增，显示终端打款积极性较高。同期净现金流 158.51 亿，同比下降 16.3%，系采购商品支付现金增加 8.54 亿、支付税费增加 17.2 亿，前者预计系包装材料涨价，公司增加现金支付比例，减少汇票支付，后者系当期销量增加所致，净现金流看似平淡实则正常。

毛利率同比略降 0.8%，飞天茅台发货超 9000 吨，系列酒保持较快增速，费用率下降提升净利率至 46.0%。季报披露，Q3 销售茅台酒 167.8 亿，对应茅台发货量 9300-10200 吨（考虑吨价 164-180 万元/吨），考虑到非标茅台及计划外发货，假设吨价整体提升 8%至 175 万元/吨，对应当期发货量 9600 吨，略高于草根调研数据。系列酒 14.7 亿，继续保持较快增速，预计全年 43 亿目标将在十月底轻松完成，但拖累当期毛利率降至 90.7%，同比略降 0.8%。当期系列酒仍处于投入期，营销投入增长带动销售费用绝对额同比增长 123.5%，但受益销售收入快速增长，销售费用率同比

微增 0.2%至 3.2%水平，管理费用率同比下降 4.8%至 5.7%，两项费用率下降推高净利率至 46.0%，同比大幅提升 4.4%。

近期跟踪及年底展望：发货节奏放缓，货源再度紧张，批价回升但云商继续平价供应。近期草根调研，飞天茅台批价在中秋前小幅回落至 1280 后迅速回升至 1350 元，受十一放假及双节后发货放缓影响，预计十月份发货量 1500 吨，近期批价回升至 1400 元，但公司仍继续推行云商平价供货。预计公司 11 月份会环比加大发货节奏，但预计 Q4 整体发货量将与去年同期 10500 吨略降或持平，在终端需求旺盛，经销商进货意愿再度提高背景下，年底前批价再无下跌窗口，终端货源将保持紧张，全年发货预测略调高至 3.1 万吨。

放量超预期，来年更积极，市值加速进击。公司三季度在加大发货及吨价提升背景下，收入业绩均有翻倍以上增速，显著超越市场预期，且市场批价依然坚挺，经销商货源紧张，再度验证终端强劲需求。预计四季度发货节奏虽有小幅回落，但收入增速仍有望维持 30%以上增速，业绩受益费用率下降，增速更快，展望来年量价齐升轨道，公司市值必将加速进击，上调 17-18 年 EPS21.52、28.97 元，按照 18 年 25 倍，上调目标价 725 元，目标市值 9100 亿，继续强烈推荐。

风险提示：经济恶化导致需求下滑，供给不足导致价格失控。

## 82、山西汾酒（600809）—改革红利持续，高增长态势不改

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

公司三季度收入保持较快增长，业绩超预期，主要系费用投入较低，自然动销加速，预收款继续增加，省内市场保持高增长，省外市场基础夯实，对四季度和明年高增长充满信心。随着公司经营自主决策、市场化体制逐步推进，未来混改如能更进一步，潜在市场空间足够支撑其未来几年的持续增长。提升 17-19 年利润到 9.95、15.94 和 22.18 亿，给予 19 年 27 倍，提升目标市值 600 亿，70 元目标价，维持“强烈推荐-A”评级。

收入符合预期，利润超预期增长。前三季度收入 48.56 亿，净利润 8.06 亿，同比增长 42.8%和 78.5%，其中单三季度收入利润增长 46.8%和 121.0%，与集团公布 1-8 月份收入利润数据基本吻合，超出市场预期。渠道草根调研三季度动销 50%增长，其中省



外鲁豫、京津冀板块基础已经夯实，省内也保持高增长。市场预期三季度开始加大费用投入，但自然动销良好，费用并未大量投放，同比环比变化较小，管理费用稳定增长。预收款环比增加 1.33 亿，去年三季度环比略有下降，显示经销商打款较报表更高，现金回款低于收入主要系打款政策影响。从经销商打款的节奏和公司计划看，四季度预计收入仍可近 50% 增长，去年 Q4 费用较少导致今年四季度利润增速会明显放缓，但并不影响公司全年和明年的业绩预期。

产品结构优化，潜在市场不断挖掘。未来公司持续增长的着力点正在形成。分区域市场看，省内市场继续挖掘潜力，受益煤炭经济结构快速升级，对地方品牌强势挤压，今年省内预计 30% 以上增长，金奖占比提升，未来在省内百亿市场中占据 50% 以上甚为轻松。京津冀、鲁豫板块增加销售团队配置，终端扫店，网点数再翻一倍，明后年将成为最大的贡献点，京津冀明年预计含税收入 13.5 亿，鲁豫板块也有望翻倍超过 15 亿；其他市场逐步培育，未来有足够增长空间。产品结构上，今年是两头的青花和玻汾增长较快，未来低端产品自然增长，核心发力次高端，顺应消费升级趋势，实现结构继续升级。

系统化机制渐成，军令状任务完成后仍有持续增长动力。汾酒在二线酒中发力较晚，自上而下的改革决心之大，加上持续好转的市场环境，业绩爆发也是必然，如何把一时的压力和决心转化为系统化的推动力，将决定汾酒能否走多远。集团在经营决策上给予充分自主权，缩短决策链条；公司员工待遇采取双轨制（国企机制和市场化机制），自行选择，市场化待遇远高于前者，员工逐步转向市场化，自上而下激发团队活力。未来混改层面也释放积极信号，系统化机制逐渐形成，将有力支撑公司持续增长。

三季度高增长强化市场预期，提升一年目标市值到 600 亿。公司自上而下改革决心之大和极佳的环境，17-18 年的业绩高增长也是必然，随着经营自主权、市场化机制推进，未来混改若能更进一步，潜在市场空间足够支撑持续增长。考虑公司费用投入好于预期，提升 17-19 年利润到 9.95、15.94 和 22.18 亿，省内费用低投入和产品结构升级，利润率有望超过历史最高的 20%，给予 19 年 27 倍，对应 600 亿市值。短期业绩高增长将强化投资者对潜在市场空间和利润预期，目标市值预计将在 18 年上半年实现，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：改革进程低于预期，费用单季度投入较大。

### 83、好想你（002582）——百草味加速成亮点

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

公司前三季度业绩略超预期。百草味业务预计收入 21 亿元，单 Q3 收入 6.2 亿元，增速近 60%，增速环比逐季加快，利润约 9100 万元，已超额完成全年 8500 万业绩承诺；本部业务线上翻倍高增长带动，收入端增速恢复至约 5%，商超渠道亏损已明显缩窄，边际已现逐步改善。我们维持百草味 17-18 年收入预测 32 亿元、42 亿元，增长 40%、30%，好想你本部 17-18 年收入预测 10.1 亿和 10.7 亿元，给予 18 年整体 1.5 倍 PS，维持 1 年目标市值 80 亿元，对应目标价 15.5 元。

业绩增长略超预期。公司前三季度营业收入 28.09 亿元、归母净利 8811.38 万元，同比大幅增长 196.5%和 494.8%，主要系去年 8 月并入百草味带来增量，业绩超出中报给出 7496-8237 万元指引。其中 17Q3 收入 8.66 亿元、归母净利 1941 万元，同比增长 70.3%和 7562.5%。公司 17Q3 毛利率 32.5%，同比下降 1.5pcts，主要由于并入百草味业务毛利率为相比好想你本部业务毛利率较低，但环比明显提升 5.3%。费用端方面，17Q3 销售费用率 20.9%，同比下降 4.2pcts，管理费用率 7.5%，微降 0.4pcts，也主要系由于并表百草味所致。公司同时披露 17 年全年业绩指引为 1.01-1.21 亿元，同比增长 158%-208%。

百草味：三季度收入明显加速成亮点，业绩超额完成全年任务。百草味前三季度收入预计达 21 亿元，同比增长 41%，达成全年 40%左右增长目标，相较上半年 35%增长明显加速，其中单 Q3 收入达 6.2 亿元，预计增长近 60%，收入增速环比逐季加快。当下正处于零食电商销售旺季备战期，今年“双 11”有望在 2.5 亿元基数上突破 3 亿元，以致力实现全年销售收入 32 亿元，实现 40%左右增长。百草味前三季度业绩预计约 9100 万，增长 60%，已超额完成 17 年 8500 万业绩承诺任务，公司将百草味净利润超过 8500 万部分的 50%奖励管理层作为激励，剩余 50%加大费用投放，但预计全年业绩将可达 1 亿元以上。

好想你本部：电商渠道维持高增长，业绩端逐步改善，FD 新品销售强劲。好想你本部前三季度收入预计 6.8 亿元，同比增长约 5%。专卖和商超渠道收入仍呈现下滑，但亏损已经明显收窄。本部电商渠道维持高增长，前三季度收入预计 2.07 亿元，同比增长 100%，其中 Q3 收入约 6000 万，增长 80%左右，成为本部业务增长驱动力。公司目

前在产品和渠道上进一步进行聚焦改革，期待收入和业绩端上更大改善。此外，公司 7 月推出 FD 新品销售强劲，预计自上市以来销售已达近千万。

边际已现改善，Q4 电商旺季值得期待，维持 1 年目标价 15.5 元，“审慎推荐-A”评级。百草味业务全年旺季即将来临，Q4 销售值得期待；好想你本部产品渠道更为聚焦，边际已现逐步改善，电商渠道增长潜力十足。我们维持百草味 17-18 年收入预测 32 亿元、42 亿元收入，增长 40%、30%，好想你本部 17-18 年边际不断改善，预计 10.1 亿和 10.7 亿元收入，给予 18 年整体 1.5 倍 PS，维持公司目标总市值 80 亿元，对应 1 年目标价 15.5 元，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：本部调整不及预期、零食电商行业激烈竞争、食品安全风险

## 84、亿联网络（300628）—前三季度业绩增长处于预告上限，未来高成长可期

（分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn）

事件：

2017 年前三季度，公司实现营业收入 10.6 亿元，同比增长 55.44%，归属于上市公司股东的净利润 4.78 亿元，同比增长 59.25%，基本每股收益 3.49 元。

评论：

### 1、前三季度业绩处于预告上限，全年高成长可期

2017 年前三季度，公司实现营业收入 10.6 亿元，同比增长 55.44%，归母净利润 4.78 亿元，同比增长 59.25%，前三季度业绩增长处于预告上限！其中第三季度收入 3.79 亿元，同比增长 50.57%，净利润 1.72 亿元，同比增长 51.55%，均创历史最佳，全年高成长可期。收入增长原因：（1）主营业务保持稳定增长，大客户销售提升明显；（2）SIP 终端、DECT 终端和 VCS 等新、旧产品保持快速增长（我们判断三类产品均保持 60%左右增速）。我们判断，行业增速未来有望继续保持 20%以上，公司作为企业通信终端龙头，未来三年复合增速有望保持 30%以上。

### 2、原材料成本对毛利率有一定影响，收入增长快于费用增长带来费用率下降

综合毛利率 62.84%，相比今年上半年和去年都下降了约 0.3 个百分点，我们判断主要受到原材料成本上升的一些影响。

费用方面，一方面，由于公司规模快速扩张，研发、销售渠道建设、人员扩充等促使销售费用和管理费用绝对值较快增长，分别增长 44% 和 46%。另一方面，受益于收入规模增长效应，费用率出现进一步改善，前三季度销售费用率达到 5.15%，相比去年下降了 1.34 个百分点；管理费用率为 7.47%，同比下降了 3.27 个百分点。财务费用方面，收到汇率波动影响，前三季度财务费用为 2147 万元，相比去年-1282 万元，增加超过 3400 万元，但同时三季度公司加大理财资金投入（15 亿元），单季度产生了近 2000 万的投资收益，可以抵消财务费用的上升。

### 3、产业趋势和核心优势确保未来成长，维持“强烈推荐-A”评级

在未来全球语音 IP 化，以及统一通信快速发展的大背景下，公司在核心技术专利布局、全球销售渠道等方面已经取得坚实核心优势，未来随着设计终端产品升级、高清视频、云通信及云计算等高端产品研发，产品结构持续优化和新产品推广带来持续增长动力。我们预计 2017-2019 年公司实现净利润为 6.5 亿元、9 亿元和 12.7 亿元，当前股价对应 PE 分别为 33.5X、24X 和 17X，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：市场竞争加剧、海外业务拓展不及预期、新产品推广不及预期

## 85、浙江仙通（603239）—三季报符合预期，静待新车型放量

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司 10 月 25 日发布 2017 年三季报，2017 前三季度营业收入 4.96 亿元，较上年同期增加 32.74%；净利润为 1.22 亿元，较上年同期增加 51.93%（调整 2016 年同期税率为 15% 后为 35.36%）；毛利率为 44.09%，较上年同期下滑 1.2 个百分点。

评论：

三季报符合预期，静待新车型放量。公司三季报业绩增速为 35.36%，总体上符合我们此前判断。业绩增速略微放缓的原因有二：第一是三季度总体上仍为淡季，季节性

因素造成增速放缓；第二是三季度新车型量产仍然比较少，进而对公司业绩造成拖累。我们判断四季度以上两个负面因素均将逐渐消除，公司最坏时期已经度过，业绩增速有望回升。

原材料价格上涨短暂拖累毛利率，长期无需担心。公司报告期内综合毛利率为 44.09%，较上年同期下滑 1.2 个百分点，较中报下滑 1.91 个百分点，主要是原材料价格上涨的影响。但公司高毛利率产品欧式导槽未来占比将进一步提升，同时公司接入新车型也在逐渐升级，这将对当前毛利率下滑趋势形成有效对冲，因此我们认为未来公司毛利率仍能够维持高位。

自主品牌车崛起大趋势之下，密封条行业进口替代必将加速推进。按照每辆车平均需要 45 米密封条测算，2016 年国内密封条市场空间大概为 180 亿左右。行业里内资企业市场份额为 32%，但近几年部分内资优秀企业技术已经达到甚至超过外资企业，同时价格上要低于外资产品。我们认为随着客户认证逐渐增多，相关内资企业将凭借产品性价比、快速响应能力和柔性生产能力迅速实现进口替代。

浙江仙通优势明显，市场份额将逐渐提升，业绩迎来快速增长期。公司是国内唯一能够量产欧式导槽的企业，产品合格率高达 95%，远高于业内平均水平。经过多年深耕，公司获得大多车企认可，其成长模式亦发生转变。此前主要依靠绑定爆款车型，未来则是作为龙头公司在自主品牌车崛起背景下市场份额提升的过程。从更长远的角度看，必然是拓展合资车和外资车领域。公司目前已成功拓展上汽通用、丰田、本田、日产、奔驰等合资外资客户，长期来看路径清晰，前景无限。

低估值高增长的优质标的，维持“强烈推荐-A”评级！我们预计 2017-2019 年公司净利润分别为 2.33 亿、3.21 亿和 4.72 亿，当前市值 60.21 元对应 17-19 年 PE 为 26 倍、19 倍和 13 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示。系统性风险、公司业务拓展不达预期

## 86、新北洋（002376）—收入提速，研发投入奠基新一轮扩张

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年第三季度报告，前三季度公司共实现营收 12.68 亿元，同比增长 19.16%；扣非归母净利润 1.85 亿元，同比增长 52.66%；其中 2017Q3 实现营收 4.78 亿元，同比增长 23.18%；扣非归母净利润 0.55 亿元，同比增长 7.15%。预计 2017 年全年归母净利润 2.5-3.4 亿元，同比增长 10-50%。

收入增速不换挡，研发扩产正当时。公司 2017 年第三季度收入增长提速，一扫之前市场对公司业绩青黄不接的顾虑，尤其是担心金融机具业务的阶段性。我们多次强调在银行网点智能化改造的大环境下，公司票据打印、印章等核心模块的市场地位为业绩的稳增长提供保障，而对金融、物流客户需求的即时响应能力构成公司业绩的潜在超预期点。公司近年加大研发投入，前三季度研发费用同比增加 42.06%，虽然给管理费用带来一定的压力，但也为新的产品品类业务增长点打下了基础，自助服务设备当前正值多样化需求期，行业客户广泛。公司正积极募资拓产，定增已过会，新项目建成达产后预计可新增年产 13 万台自助服务终端产品的产能，智能物流柜及硬币兑换产品供应能力的提升将再次加快公司业务增速。

销售费用回落，成熟渠道延伸产品品类。公司的销售费用在收入加速的情况下不增反降，“二次创业”初期投入成效显著，稳固的市场地位和客户也将促进公司冷链物流等专业物流柜，现金模块及智慧柜员整机以及新零售智能终端等新产品的市场拓展，公司产品销售将进入规模经济协同期。

投资建议：“强烈推荐-A”评级。预计 17-19 年 EPS 为 0.52/0.70/0.87 元，对应 PE 为 24/18/14 倍，金融设备受益网点智能化改造契机将继续良好增长，物流行业以智能柜为入口进一步发掘客户需求，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：金融设备行业竞争加剧风险；智能物流进展不达预期。

## 87、许继电气（000400）——业绩平稳，有较强的发展潜力

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

业绩平稳，报表质量更健康：公司前三季度收入、利润、扣非利润分别同比增长 9.5%、23.2%、22%，业绩平稳。公司前三季度综合毛利率达到 19.8%，上升约 1 个百分点。单三季度，收入增长 5.2%，营业利润增长 23%、归上利润增长 4.3%。单三季度，公



司有一部分财务细项变化较大，例如，资产减值损失单 3 季度同比增长 513%，营业外收入（考虑其他收益同口径后）下降约 42%，所得税增长 72%。

直流、配网业务有望支撑中长期发展：近两年是特高压直流投运高峰时期，预计公司在手直流订单应该还有 15-20 亿元，直流业务当期发展有保障。公司直流业务竞争力国内领先，直流、柔直业务在海外市场已开始收获。公司配网业务有较强竞争力，2017 年配电自动换主站、终端招标高速增长，在一二次融合趋势下，公司具备综合竞争优势。此外，公司配网租赁等的模式创新也将带来新的增长。

管理层小调整，企业经营与报表有望更规范。近期，公司原董事长冷峻先生因工作调动辞职，10 月 24 日上市公司原董事张旭升被选为公司董事长，预计公司部分管理层可能有小范围调整，公司与集团的后续发展可能更规范。长期来看，电网集团应该并且很有必要对管制业务、竞争业务实行分类管理，上市公司这类竞争型业务，应该有更灵活、更有力的激励体制支撑。

风险提示：电力需求下降影响装备投资；公司模式创新进展低于预期。

## 88、紫金矿业（601899）—量价齐升 鉴证具成长型特征的周期股

（分析师：刘文平 等；联系方式：18682001290 liuwenping@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季度报告，前三季度实现归属于上市公司股东的净利润 22.14 亿元，同比增长 55.44%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 16.25 亿元，同比增加 52.61%。子公司外币负债在内的账面汇兑损失 8.62 亿元，如剔除此影响，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 24.26 亿元，符合预期。

评论：

主产品价格大涨 后续动力仍足

2016 年 10 月以来铜价强势，今年 1-3 季度电解铜均价 47757 元/吨，较去年同期大涨 11113 元/吨，涨幅 30%。锌锭价格今年前三季度均价 23276 元/吨，较去年同期涨 7884 元/吨，涨幅 51%。受废铜供给担忧和消费悲观预期的修复，四季度铜价有望继续走强。

锌库存持续较低，预计强势维持。铜锌供给顶点均在 2019-2020 年出现，供给增转减，预期铜锌牛市将维持数年。铜锌贡献利润占比过半。

2016 年套期保值折损利润。2016 年累计实现投资损失 19.7 亿元（上年同期为 1.31 亿元收益），其中商品套期保值合约损失 9.7 亿元，无效套期保值衍生工具投资损失 3.7 亿元。今年公司套期保值量大幅下降，价格上涨利润尽享。

## 2、金、锌之后公司迎来铜矿放量期

科卢韦齐铜矿 2017 年 7 月投产，预计每年产铜 5.8 万吨。紫金山“金退铜进”转型项目以及多宝山铜矿进展顺利。2017 年计划生产矿产铜 20 万吨，预计未来 2 年有望达到 30 万吨（增量主要为紫金山 3.5 万吨+多宝山 6.5 万吨+科卢韦齐 6 万吨）。之后高品位的卡莫阿铜矿、秘鲁白河铜矿将陆续接棒。

2017 年计划铜矿产量增长 30%，矿产铅锌产量增长 25%。铜、铅锌量增价涨，是公司最主要的利润增长点。

评级：前三季度盈利扣非之后利润符合预期。预计四季度锌价强势；铜价和铜产量均坚定向上，预计公司盈利持续提升。公司铜产量井喷势增长，恰逢全球铜供应顶点，紫金矿业将是此轮铜牛市的最大赢家。公司是典型兼具成长型特征的周期股，给予强烈推荐评级。

风险提示：黄金、铜、锌价格大幅下跌；新项目进展不如预期

## 89、南山铝业（600219）—全产业链优势明显 顺势而起大有可为

（分析师：刘文平等；联系方式：18682001290 liuwenping@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布三季度报告，报告显示，2017 年前三个季度公司实现营业收入 119.79 亿元，同比增加 20.55%，实现归属于上市公司股东的净利润 13.21 亿元，同比增加 32.75%。实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 12.9 亿元，同比增加 198.10%，主要原因上年同期扣除的非经常性损益中包含山东怡力电业前三季度净利润。

评论：

全产业链优势凸显，高端铝加工不断取得突破

公司是国内铝加工行业的领头羊。报告期内公司在航空、汽车、轨道交通用铝及电池箔等领域实现突破，量和利润双提升。9 月，通过波音公司的认证，开始正式供货。这标志着南山铝业乃至中国在航空用铝材料的研发、批量化生产方面实现了零的突破，也标志着中国铝加工行业的发展水平再上新台阶。

公司拥有生产航空板、汽车板为主的 20 万吨超大规格高性能特种铝合金材料生产线和以生产航空、能源、海工锻件为主的 1.4 万吨大型精密模锻件生产线。均已经建成投产。公司还承担了中国商飞 C919 大飞机用 2524 铝合金蒙皮和 2024 铝合金厚板产品的研发任务，已基本完成研制。

采暖季铝价有望持续走高，南山铝业不在限产范围

采暖季限产有望改变电解铝供应过剩结构，电解铝供给侧改革带来的产业结构调整将在四季度得到最好的验证。预计采暖季限产下，电解铝库存高位回落，铝价有望进一步走强。公司年产能 82 万吨电解铝生产线不受供暖季约束，公司将充分享受铝价上涨带来的利润。

原料自给率高，抵御原料成本上涨能力相对更强

原料方面，氧化铝、预焙阳极以及自发电均 100%自给，且采暖季均不受采暖季限产影响。行业内相对成本抵御能更强。

公司拟投资项目“印尼宾坦南山工业园 100 万吨氧化铝项目”预计 2020 年投产。该项目配备自建电厂。公司利用印尼当地丰富的铝土矿及煤炭资源生产氧化铝，实现较低成本的氧化铝产能扩张，增强公司的盈利能力，公司抗风险能力进一步提高。根据公司测算，项目达产后，可以实现 59,631.17 万元/年利润总额。

评级：电解铝供给侧改革的大势下，公司顺势而行，全产业布局，深加工不断突破，我们认为南山铝业利润增长空间广阔，维持强烈推荐评级。

风险：电解铝供给侧改革政策执行不及预期，导致铝价下跌；公司新建在建项目不及预期。

## 90、一汽富维（600742）—扣除分红等季节影响，Q3 同比持平

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报，1-9 月实现销售收入 91.8 亿元（+7.86%），净利润 4 亿（+17.9%）。其中三季度受分红基数差异和资产减值损失影响，实现营收 30.6 亿，净利润 1.1 亿，基本符合此前预期。预计 17-19 年 eps 分别为 1.4/1.75/2.71 元，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

单季度扣除分红及资产减值损失影响基本持平

公司三季度实现营收 30.6 亿，净利润 1.1 亿，扣除分红和资产减值损失基本符合预期。主要影响因素如下：

扣除财务分红和资产减值损失季节性扰动同比持平。

一汽财务 16 年分红 3500 万元，到账较晚计入去年三季度，造成高基数影响。今年虽然业绩高增长但是资金紧张因此分红减少为 1400 万计入二季度，因此基数差异 3500 万。同时，华威模具待售商品有一次性减值损失 1500 万。扣除两个季节性扰动因素，公司业绩同去年持平。

2) 迈腾季节性调整影响增速，料 Q4 恢复正常。一汽大众迈腾换代以来持续热销，于 8 月进行季节性调整，对公司季度数据产生一定影响。但经过产线调整，9 月迈腾恢复同比 45%以上增长水平，持续积极效应会在四季度体现。

风险提示：四季度大众销量不及预期

## 91、嘉诚国际（603535）—立足华南，Q3 业绩增长 64.2%

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告 17 年三季报。前三季度，公司实现营收 7.06 亿元（+26.19%），归母净利润 0.82 亿元（+24.22%），基本 EPS0.68 元（+15.25%），加权 ROE9.31%（-0.58pct）。

评论：

### 1、Q3 业绩增速 64.2%，超市场预期

三季度，公司实现营业收入 2.51 亿元（+61.4%），营业成本 1.85 亿元（+67.5%），毛利 6584 万元（+46.3%），毛利率 26.3%（-2.7pct）。三项费用 2789 万元（+29.7%），控制良好；营业利润 3982 万元（+61.6%），归母净利润 3271 万元（+64.2%），超过市场预期。

### 2、上海自贸区 3.0 持续推进，或将对广州南沙自贸区形成示范效应

今年 3 月 31 日，国务院公布了《全面深化中国（上海）自由贸易试验区改革方案》，是继 13 年的“总体方案”、15 年的“深改方案”后上海自贸区规划的 3.0 版本。十九大报告中，习总书记明确指出，要赋予自贸区更大改革自主权，探索建设自由贸易港，广州南沙自贸区改革有望加速推进。

公司的控股子公司天运物流位处南沙自贸片区保税港区，天运物流的全资子公司三田供应链位处上海自贸区洋山保税港区。自贸区利好政策，如推进跨境电子商务发展、贸易限制的取消、关税的降低及便利进出口通关政策的推行，将带动公司业务发展。

### 3、持续拓展新客户，奠定业绩高增长基础

一体化物流服务模式带给公司较强的竞争优势，增强了客户黏性。公司借助与松下系客户合作成功经验，将全程物流运营模式逐渐复制到其他制造业企业，客户结构、行业分布逐步多元化，抵抗单一行业、客户经营风险的能力逐步加强，为公司业绩的高速增长奠定基础。

#### 4、盈利预测与估值

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.86/1.02/1.18 元，对应当前股价 PE 38.8/32.7/28.3X。新客户拓展奠定公司业绩高速增长基础，且持续受益广州和上海自贸区改革的推进，维持“强烈推荐-A”投资评级。

5、风险提示：业绩增速不达预期、自贸区推进力度低于预期

## 92、广深铁路（601333）——经营面临压力，改革势在必行

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告 17 年三季报。前三季度，公司实现营收 131.68 亿元（+3.96%），归母净利润 8.88 亿元（-18.45%），基本 EPS 0.125 元（-18.83%），加权 ROE 3.14%（-0.79pct）。

评论：

#### 1、旅客发送量持续下降，经营面临压力

客运收入低速增长：16 年上半年，公司增开 5 对城际车（广州东-潮汕）和 2 对长途车，同时平湖站自 2016 年 9 月 26 日起重新办理城际客运业务。受高铁分流和其他路局开行至公司管内的长途车减少，广深其他车站的城际列车客流和长途车客流仍然有所减少，由此造成总体客运发送量的下降。自 2017 年 4 月 21 日起，广州东至潮汕的跨线动车组票价有所提高，对客运收入起到积极改善作用。

货运持续改善：随着供给侧结构性改革的深入、国内经济的稳步向好以及公司货运营销力度的不断加大，通过铁路运输的货物尤其是铁矿石、煤炭等大宗货物的运输量止跌回升，由此带来货运收入和货运量的增加。

成本面临压力：由于从业人员数量和员工工资的上涨，公司人工成本增幅较快。同时，公司 16 年 10 月底收购了广梅汕铁路和三茂铁路的部分运营资产以及新增购建固定资产，折旧增长也较快，成本增速高于收入增速。

#### 2、17Q3 利润跌幅收窄至 6.83%，较二季度显著改善



三季度,广深铁路实现营业收入 47.56 亿元( +3.7% ),营业成本 41.76 亿元( +5.1% ),毛利 5.8 亿元 ( -5.5% ),毛利率 12.2% ( -1.2pct )。三项费用 5993 万元 ( -0.7% ),营业利润 5.1 亿元 ( -6.9% ),归母净利 3.8 亿元 ( -6.5% )。17Q1/Q2/Q3,公司收入同比+7.42%/+0.88%/+3.66%,成本+10.43%/6.18%/ +5.09%,归母净利同比-13.5%/-36.57%/-6.53%,三季度利润跌幅显著收窄。

### 3、经营压力倒逼改革,重点关注普客提价和土地资产变现

广深铁路拥有铁总体内相对优质资产,业绩持续下滑,是铁总财务压力的缩影。由于普速客运公益性亏损、经营机制僵化等因素,铁总经营压力持续加大,改革势在必行。对于广深铁路而言,普客提价、土地资产变现和市场化程度提高,都有利于提升公司 ROE。

我们预计公司 17/18/19 年 EPS 为 0.16/0.17/0.18 元,对应当前股价 PE 为 29.1/27.8/26.1 X PE,估值相对较高,考虑铁路改革预期,我们维持“审慎推荐-A”评级。

### 4、风险提示:铁路改革不达预期

## 93、圆通速递(600233)——利润增速重回两位数, Q4 业绩弹性加大

(分析师:常涛等;联系方式:010-57601863 changt@cmschina.com.cn)

### 事件:

公司公告 17 年三季报。前三季度,公司实现营收 128.67 亿元 ( +12.91% ),归母净利 10.58 亿元 ( +8.43% ),基本 EPS 0.3750 元 ( -12.89% ),加权 ROE 12.31% ( -12.83pct )。

### 评论:

#### 1、Q3 收入和利润增速环比持续回升,旺季业绩弹性加大

17Q3,公司实现营业收入 46.56 亿元( +17.31% ),营业成本 40.40 亿元( +18.8% ),毛利 6.16 亿元( +9.6% ),毛利率 13.2% ( -0.93pct )。三项费用 1.72 亿元( +17.8% ),营业利润 4.67 亿元 ( +10.93% ),归母净利 3.65 亿元 ( +18.18% )。

17Q1/Q2/Q3，圆通速递收入同比+6.95%/+13.41%/+17.31%，归母净利润同比+7.01%/+5.64%/12.95%，17Q3收入增速和利润增速环比17Q2均有所提升。

## 2、网络覆盖全国，持续投入信息化系统建设

截至2016年底，公司在全国范围已建成自营枢纽转运中心62个，加盟商2,593家，终端网点37,713个，县级以上城市覆盖率达到96.10%。公司拥有一支437人的信息基础研发团队，已经形成了包括“金刚系统”、“罗汉系统”、“行者系统”、“管理驾驶舱系统”、“GPS车辆监控系统”、“GIS辅助分拣系统”等在内的行业领先互联网信息技术平台。

## 3、进一步夯实核心优势

1) 自有航空优势：2015年10月，全资子公司杭州圆通货运航空正式开航，成为国内仅有的两家拥有航空公司的民营快递企业之一，目前拥有机队6架，为公司参与国内外快递物流市场竞争奠定了良好基础。

2) 服务水平持续提升：17年，公司积极进行网络基础设施投入，并持续投入资源用于加盟商帮扶和管理水平提升，夯实公司网络服务和管理能力。

3) 加快并购步伐：5月，公司与联交所上市公司先达国际股东签订《股份买卖协议》，拟收购其61.8724%的股份。通过本次收购，公司可获得先达国际海外网络布局、干线运输能力和关务能力，以及其发展多年、具有相关行业经验的本土化管理及运营团队，协助构建公司国际化发展的网络基础、奠定海外竞争的先发优势。

4) 助推行业创新：2017年5月，公司联合工业和信息化部电信研究院、中国重型汽车集团有限公司、北京国邮科讯科技发展有限公司、上海物联网有限公司、中国联合网络通信集团有限公司等5家单位，共同组成国家工程实验室的建设团队，加快破解物流快递业瓶颈。

## 4、维持“审慎推荐-A”评级

我们预测公司17/18/19年EPS分别为0.56/0.71/0.87元，对应当前股价PE 38.5/30.3/24.8X。短期来看，公司业绩仍然受到年初加盟商风波的拖累，维持“审慎推荐-A”投资评级。

5、风险提示：电商 GMV 增速快速下滑、价格战

## 94、小天鹅 A（000418）一双寡头地位确立，打开未来成长空间

（分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn）

投资思考：成本汇率压力之下，收入业绩表现超预期。今年外部环境影响（原材料+汇率）引发市场担忧家电企业的盈利能力会下降。股价在过去 2 个月的表现也充分体现了之前的担忧。作为洗衣机双寡头之一的小天鹅，三季报表现超预期也在证明着……格局稳定的行业，龙头企业具备较强的抗风险能力和强定价权。未来小天鹅的增长点来自两方面：1、内销结构性增长，即滚筒洗衣机渗透率提升，以及新品类-吸干一体机的快速增长；2、外销规模的增长，即美的集团“全球经营”的战略实施，外销版图持续扩张。我们预计 17/18EPS 分别为 2.3 元和 2.75 元，对应目前股价 PE 分别为 23/19 倍，维持“强烈推荐-A 评级”。

17 三季报要点：收入表现超预期，盈利能力依旧突显，资产质量优异。

收入端:2017Q1-3 实现收入 160 亿元,同比+32.5%;其中,单三季度收入 54 亿元,同比+33%。收入增长较快的原因和公司提价以及产品结构改善有关。另外，由于受汇率波动的影响，估计 Q3 外销增长要低于内销。

利润端:2017Q1-3 归母净利 11.4 亿元,同比+25%。单三季度利润 4.1 亿，同比+24%，增速较 Q2 有所放缓，毛利率同期基本持平，净利率下滑近 1pct，主要受原材料涨价，管理费用和财务费用的上升等因素影响。随着公司滚筒洗衣机的占比提升，吸干一体机的持续高增长，未来的盈利能力会持续提升。

资产质量:Q3 经营性净现金 8.3 亿，同比大增 160%。2017H1 出现经营性净现金-1.4 亿，是由于公司阶段性调整，对有资金需求的上下游给予支持所导致的。调整完成之后，预计未来现金流会持续向好。另外，公司期末资金总额达 126 亿，同比+23%，现金奶牛称号当之无愧。总的来说，小天鹅表现内外兼修，实现了有质量的增长，资产质量也是行业领先。

17/18 年展望：我们预计收入业绩依然保持中高速增长。公司的品牌力在强化，产品结构持续改善，新品类不断拓展。洗衣机龙头地位逐步稳固，盈利能力会持续提升。我们给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：原材料价格波动超预期、汇率波动超预期。

## 95、TCL 集团（000100）一面板业绩亮眼，全年高增长无忧

（分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn）

事件描述：TCL 集团今日公布 2017 年三季报。2017Q1-Q3 公司实现营收 823.37 亿，YoY+5.84%；实现归母净利 19.06 亿，YoY+23.93%。Q3 单季公司实现营收 300.43 亿，YoY+2.31%；Q3 单季实现净利 8.72 亿，YoY-6.45%。由于集团 16Q3 净利润包含出售子公司速必达希捷物流收益 8.01 亿元，若剔除该项影响集团前三季度归母净利 YoY+126.3%。

华星光电面板业务持续亮眼，全年高增长无忧。Q1-Q3 华星光电实现营收 204.4 亿元，YoY+33.9%，实现 EBITDA 85.9 亿，YoY+154.1%。预计前三季度华星光电实现净利 36~37 亿元，即 Q3 单季净利约为 12~13 亿，较 Q2 环比下滑 10%左右；然而综观 Q2 与 Q3 面板价格走势，面板环比降幅整体超过 10%，即在面板价格有所下滑的前提下，华星光电在经营效率上有所提升。预计全年华星光电有望实现超过 48 亿净利，全年业绩无忧。

TCL 多媒体产品结构升级，海外销售高增长。公司持续提升量子点、曲面等高端产品占比，ASP YoY+16.6%，结构持续升级；海外市场销量 YoY+29.5%，其中北美市场受益于销售渠道的打开，总销量 YoY+97.4%，8 月北美市场份额由 6 月的 10.4%大幅提升至 16.3%，市场排名跃居第三。多媒体方面由于腾讯入股雷鸟，雷鸟科技不再纳入公司合并报表，确认一次性收益 1.8 亿。

剥离持续亏损的 TCL 通讯 49%股权减亏效果预计自 Q4 起有所体现。Q3TCL 通讯仍在亏损，预计亏损幅度延续 Q2 的 5 个亿左右规模。考虑到手机海外业务的持续不景气，对于扭转通讯业务的亏损状态仍需更多耐心。公司此前公告剥离 49%的通讯股权，Q4 减亏效果将有所体现。

投资建议：华星光电经营稳健，业绩亮眼；且近期 OLED 主题备受关注，公司家电板块作为 OLED 主题最为受益标的，建议以京东方为锚，关注公司近期的投资机会。维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：面板价格下滑超预期、A 股市场系统性风险。

## 96、福斯特（603806）—毛利率逐渐回暖，静待新业务开花

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

毛利率逐渐回暖：2017 年三季报显示，公司前三季度实现营业收入 33.99 亿元，同比上升 15.35%；实现归上净利润 3.70 亿元，同比下降 39.58%；实现扣非后归上净利润 3.38 亿元，同比下降 41.26%，主要原因是产品价格下降和原材料成本上升所致。2017 年第一季度至第三季度，公司毛利率从 20%逐步回暖至 23%，未来值得关注。

产品结构持续改善：白色 EVA 在双玻组件上可以提高 5-8 瓦/module，目前双玻组件国内出货量约 3GW，随着双玻组件市占率不断提升，未来白色 EVA 需求将持续提升。预计公司毛利率将持续改善。

销量持续上升，公司保持龙头地位：报告期内营业成本同比增加 6.60 亿元，增长 33.05%，公司预付账款为 40.59 亿，环比增加 32%，主要系本期销售规模扩大所致。公司光伏装胶膜的销量持续扩大，龙头位置不断巩固；同时公司背板、双面胶、太阳能发电系统等业务持续上升，为公司收入带来新的增长。

新材料项目加快推进：报告期内，感光干膜产品每月有小量销售，目前新厂房和新产线正在有序建设中；铝塑复合膜自 3 月份开始已经陆续送样至下游客户，部分测试指标已经得到良好反馈，公司将继续对产线及工艺进行改良和提升；FCCL 也已经开始送样到客户端进行测试；有机硅 LED 封装材料协助完成原材料的性能提升，开始向国内高端客户送样测试，此外，公司还开发出光伏封装用的高品质硅酮结构胶产品。

公司评级：给予审慎推荐评级。

风险提示：产品价格持续下降、原材料成本上升风险，应收账款回收风险。

## 97、亿纬锂能（300014）——业绩符合预期，静待动力电池放量

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

符合预期，盈利能力增强。2017Q3 实现营收/归上净利润分别为 6.43/0.91 亿元，同比增长 2.58%/29.81%，业绩符合预期。Q3 归上净利润预计锂原电池占比约 45%，电子雾化器约 30%，锂离子电池约 25%（消费：动力≈1:2）。前三季度毛利率 31.3%基本持平，但净利率达 18.06%，同比上升 4.83 个百分点，销售、管理、财务费用率分别为 4.23%、10.07%、-1.67%，较上年同期增长-0.37、2.03、1.24 个百分点，综合期间费用率上升了 2.9 个百分点。

锂原电池：受益于共享经济实现高增长，投资 5 亿扩产锂锰电池。随着物联网、共享经济等市场的高速发展，锂原电池获大客户订单推动业绩高增长；另外全资子公司“亿纬锂电”与荆门高新区管委会签订《合同书》，投资约 5 亿元建设高性能锂锰电池，周期 24 个月，有望继续扩大新兴市场份额。

锂离子电池：快速扩产动力电池切入主流供应链，静待放量。公司扩产速度与进度超预期，今年上半年产能 6.0 GWh，下半年正扩产三元 2 GWh 以上，年底总产能有望超过 9 GWh，扩产 21700 的同时也在不断引领技术进步。目前公司客户多为专用车，上半年先后切入宇通和吉利专用车供应链，后续有望进入主流乘用车客户供应链，静待动力电池放量。同时公司增资湖北金泉 2812.5 万元并引入荆门高新区产投作为投资者，有利于改善财务结构。

电子雾化器：大客户订单持续增长，转让麦克韦尔控制权后贡献投资收益。公司前三季度非经常性损益约 6784 万元，主要系转让麦克韦尔控制权所获投资收益。公司今年自主品牌新产品投放市场收效显著、传统 ODM 大客户订单持续增长，6 月转让麦克韦尔控制权后将不再并表，主要贡献较大的投资收益，公司今后将更聚焦电池主业。

投资建议：业绩增长相对确定，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 27-29 元。

风险提示：政策低于预期；新能源车推广低于预期；产品价格持续下降。



## 98、罗莱生活（002293）一家纺主业逐季回暖 “大家纺小家居”战略转型效果渐显

（分析师：孙妤；联系方式：010-57601717 sunyu2@cmschina.com.cn）

1) 17 年前三季度公司实现收入 31.83 亿，同比增长 47.67%；营业利润、归母净利润和扣非归母净利润分别为 4.10、3.11 和 3 亿，同比分别增长 27.74%、19.68%和 32.10%，基本每股收益 0.44 元。分季度看，Q3 单季实现收入 12.01 亿，同比增 47.90%；营业利润和归母净利润分别为 1.90 和 1.49 亿，同比分别增长 50.18%和 37.08%，预计 17 年全年归母净利润同比变动区间为 3.65 亿元-4.28 亿元，同比增长 15%-35%。

2) 家纺主业逐季回暖，电商业务快速增长及 Lexington 并表拉动前三季度收入快速增长。原有家纺及家居业务前三季度实现收入 26.12 亿元，同比增长 21.21%，其中，Q3 实现收入 10.12 亿元，同比增长 24.7%，增速较上半年有所提升。电商收入增长 50%左右，家纺线下收入增长 12%左右。

3) 受低毛利率的电商业务快速增长及 Lexington 并表因素影响，17 年前三季度毛利率下降 4.44pct 至 44.26%。随着转型效果显现，前三季度期间费用率下降 2.77PCT 至 30.53%。

4) lexington 并表导致存货及应收账款规模增加，家纺业务扩大备货导致经营活动净现金流较去年同期减少 2.01 亿元。

5) 盈利预测与投资评级：结合三季报情况，上调 17-19 年 EPS 分别为 0.55、0.64、0.73 元，目前公司市值 85 亿，对应 17PE22X，估值相对合理，考虑到公司股价见底，基本面有所改善，可在底部把握绝对收益机会，上调评级至“强烈推荐-A”。

6) 风险提示：家居馆推进效果不及预期；终端需求持续不振拖累家纺销售；线上业务及加盟直营化发展不及预期的风险。

## 99、寿仙谷（603896）一三季报增长稳健，看好保健养生产品市场大空间

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

事件：

寿仙谷发布 2017 年前三季度业绩快报，报告期内公司实现营业总收入 23,354.69 万元，比上年同期增长 13.15%；公司实现归属于上市公司股东净利润 5,079.55 万元，比上年同期增长 18.18%。

点评：

#### 1、公司营收及归母净利润均实现平稳增长，品牌影响力逐步扩散

上市以来公司品牌影响力持续提升，产品收入持续增长。报告期内，公司实现营业总收入 23,354.69 万元，比上年同期增长 13.15%；公司实现归属于上市公司股东净利润 5,079.55 万元，比上年同期增长 18.18%。公司营业收入及归属于上市公司股东净利润较上年同期平稳增长，主要系公司上市提高品牌影响力所致。

公司三季度业绩同样实现稳定增长，全年业绩有保障。三季度公司实现营业总收入 6651.86 万元，比上年同期增长 15.55%；公司实现归属于上市公司股东净利润 983.79 万元，比上年同期增长 59.62%。

### 100、葵花药业（002737）—黄金单品梯队成型，业绩谷底反转

（分析师：吴斌 等；联系方式：13124761976 wubin11@cmschina.com.cn）

营改增政策对公司普药业务影响消除，前三季度扣非后归母净利润大幅上涨。公司前三季度实现营业收入 26.21 亿元，同比增长 23.1%，扣非后归母净利润同比增长 177.3%。主要是政策影响消除，核心产品量价齐升和收购获得产品逐渐发力的缘故。管理费用率同比上升 0.72%，主要是第三季度职工薪酬及研发费投入增加所致。销售费用率同比下降 2.29%，表明销售团队在销售费用管控、业务流程优化方面有很大改善。实现扣非后 EPS 0.78 元/股。从单季度看，扣非后归母净利润 0.44 亿元，相比去年同期-0.47 亿元增长 193.39%，主要是受 2016 年 94 号文出台和营改增政策影响，导致 2016 年第三季度归母净利润基数低。考虑到公司核心产品销售淡季在三季度，我们预测 2017 年保持 20%增速的难度不大。

黄金单品量价齐升，产品梯队成型。1）公司第一大单品小儿肺热咳喘口服液（含口服液、颗粒两种剂型）首次进入新医保目录，结合近 5 年 17%的复合增长率，有望成为

10 亿大单品；2）公司小儿肺热咳喘（口服液及颗粒）单品超过 5 亿，小儿化痰止咳颗粒、小儿氨酚黄那敏颗粒两个单品近 2 亿。受益二胎政策预计 3 个品种将继续放量；3）公司小儿肺热、护肝片、胃康宁三个品牌产品每年涨价 10~15%。

“买、改、联、研”策略落地，新品有望成为过亿单品。上半年控股贵州宏奇药业有限公司（现更名为贵州葵花）70%股权，获取芪斛楂颗粒、良姜胃肠胶囊等极具特色的品种。公司受让隆中葵花 10%股权，持股比例增加至 65%，增强对子公司隆中葵花、武当葵花的控制力。依托公司营销和品牌优势，贵州宏奇旗下的芪斛楂和小儿柴桂退热有望成为公司下一个过亿品种。

首次覆盖，给出“审慎推荐-A”的投资评级。我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 3.73/4.70/5.77 亿元，EPS 分别为 1.28/1.61/1.98 元，对应 10 月 25 日收盘价 PE 分别为 27.9/22.2/1X。考虑到可比公司 PE 及公司发展前景可期，我们给予其 17 年 28.6-30.5 的目标估值，对应目标价 36.61-39.04 元。

## 101、深圳机场（000089）—业绩高速增长，T3 改造优化产能

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布了 2017 年三季报。17Q3，公司实现收入 8.62 亿元（+12.4%），归母净利润 1.85 亿元（+28.86%），扣非后归母净利 1.78 亿元（+29.77%），基本 EPS 0.0904（+27.86%），加权 ROE 1.7%（+0.31pct）。

评论：

1、Q3 提价弹性持续兑现，业绩维持高速增长

2017Q1/Q2/Q3，深圳机场完成航空器起降 8.3、8.24、8.65 万架次，同比增长 8.07%、7.15%、5.62% 旅客吞吐量 1107/1092/1157 万人次，同比增长 8.03%、8.06%、7.57%。2017 年 4 月 1 日，民航局正式施行《民用机场收费标准调整方案》，07 年来内航内线航空性收费基准价首次调整，显著改善公司业绩。

三季度，深圳机场实现收入 8.62 亿元（+12.4%），成本 6.19 亿元（+10.6%），毛利 2.43 亿元（+17.2%），毛利率 28.2%（+1.2pct）。公司三项费用 1519 万元（+1.4%），营业利润 2.43 亿元（+25.8%），归母净利 1.85 亿元（+27.9%），扣非后归母净利 1.78 亿元（+29.77%）。

## 2、T3 航站楼适应性改造项目开工，中期产能无忧

目前，深圳机场拥有两条宽距平行跑道，民航局评估的高峰小时容量为 55 架次。考虑到深圳机场第三跑道已经开建，公司未来跑道产能无忧。17 年暑运，深圳机场高峰小时架次上调至 51 架次（之前为 49.5），进一步释放跑道产能。

T3 航站楼设计产能 4500 万人次，公司投资 6.34 亿元对其进行优化改造，满足 5200 万人次/年的旅客吞吐量陆侧保障需求及 3000 万人次/年的空侧保障需求，同时承担深圳机场国际功能。此外，公司即将启动卫星厅扩建项目，产能无忧。

## 3、坚定不移推进国际化，国际旅客增速超过 30%

公司积极参与珠三角地区空域精细化管理改革，持续完善提升口岸功能，国际区域适应性改造施工准备持续推进，借助多方力量大力加强国际航线拓展，发挥深圳市出台国际航线政策激励作用，加码机场资源扶持力度。

上半年，深圳机场已开通新山、金边、墨尔本等 3 条国际客运航线，另外已确定河内、马尼拉、美娜多、兰卡威、米兰等多条航线开航日期。国际（不含地区）旅客吞吐量达 139.16 万人次，同比增长 31.1%，占客运总量的 6.3%，同比增长 1.1 个百分点。

## 4、投资策略

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 为 0.34、0.40、0.46 元，对应当前股价 25.4X/21.8X/19X PE，我们维持“强烈推荐-A”的投资评级。

## 5、风险提示：民航事故、宏观经济大幅下行

# 102、长江证券（000783）—2017 三季报报点评：舍得投入，等待收获

（分析师：郑积沙等；联系方式：0755-82943241zhengjisha@cmschina.com.cn）

公司 2017 年 1-9 月营业收入 43.67 亿元，同比+5.04%；归母净利润 14.86 亿元，同比-14.80%。三季度营业收入 16.04 亿元，同比 1.39%，环比+2.82%；归母净利润 4.91 亿元，同比-21.98%，环比-12.79%；ROE5.73%，较去年同期 3.74 个 BPS。截至 9 月底，公司归母净资产 265.24 亿，较去年底增加 3.96%。作为目前券商中唯一大步投入券商，公司业务及管理费同比大增 36%，这也是净利润表现弱于收入的主要原因，但相信投入终将在利润端体现。

服务中介业务：经纪业务持续改善，投行、资管逆势增长。1-9 月，经纪业务收入 13.29 亿元，同比-9.19%，较半年报近 30%的同比下滑继续改善。股基市场份额 1.98%，较上半年提升 0.12 个百分点；佣金率 0.0368%，较上半年继续提升。投行业务收入 5.54 亿，同比+9.92%，在一级市场整体不利的情况下难能可贵，公司差异化大力发展企业债承销效果显著，根据 wind 统计，截至 9 月公司的债券承销规模 347.14 亿元，已超过去年全年承销规模。资管业务收入 4.80 亿元，同比+42.86%，增幅较半年报的+26%继续扩大。

资金运用业务：信用业务与自营业务均表现不俗，合计营收占比接近 41%。1-9 月，公司自营投资收益 8.9 亿，同比增长 35%；收益率为 4.38%。受益于两融规模的回暖以及股票质押规模的持续增长，利息净收入 8.9 亿，同比+2.3%。截至 9 月底，两融余额 216.5 亿(QoQ+9%)；买入返售金融资产规模 241.54 亿 (QoQ+8%)

投资建议：继续维持公司强烈推荐评级。看好公司未来发展与股价走势基于：(1) 股东背景优化为新理益+武汉国资委，机制灵活，敢于投入，收入端已见成效，未来利润释放水到渠成；(3) 服务中介与资金运用型业务全面开花，收入结构不断完善；(4) 可转债已获证监会审核通过。我们预测公司 17 年归母净利润 23.16 亿，同比增 5%，2017-2019 年 EPS 为 0.42/0.48/0.52/元。维持目标价 11.23 元，上升空间 18%，对应公司 17 年 PB 2.2 倍、PE 26.7 倍，强烈推荐。

风险提示：行业政策复苏不达预期、市场交易低迷、业绩大幅下滑

### 103、聚光科技（300203）——业绩符合预期，增长动力内含，受益环保监管趋严

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

2017 年前三季度，聚光科技实现归属净利润同比增长 27.8%，扣非后业绩同比增长 28.3%，业绩符合预期。短期来看，环保监管趋严，非电排放标准提高和环保督察限产，带来新增监测设备需求，主业有望明显加速。中期来看，定增获正式批文，资金优势将为新业务拓展提供充足动力。长期来看，水生态环境治理 PPP 业务将支撑长期业绩增长，“从监测检测到大数据分析再到治理工程”的闭环模式，使得公司成长为监测板块业务最全的一体化解决方案供应商。给予目标估值 18 年 30 倍 对应目标价 45.6 元，维持“强烈推荐”评级。

事件：

聚光科技发布 2017 年度三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 16.6 亿元，同比增长 26.4%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.2 亿元，同比增长 27.8%；扣非后的归属净利润为 2.8 亿元，同比增长 28.3%。其中，三季度单季实现收入 6.7 亿元，实现归属净利润 2.2 亿元，同比增长 32.2%，扣非后的归属净利润为 2.0 亿元，同比增长 33.5%。

评论：

一、利润表分析：2017 年前三季度归属净利润增速为 27.8%，基本符合预期；净利率同比增长 0.58pct，维持较高盈利能力。

2017 年 10 月 26 日晚，聚光科技发布三季报。2017 年前三季度，公司保持主营业务的增长，实现营业收入 16.6 亿元，同比增长 26.4%；营业成本 8.0 亿元，同比增长 27.0%；由于会计准则变更，原计入营业外收入的增值税退税及政府补贴计入了其他收益，故本期营业利润增长 69.2%，但利润总额与净利润增速与收入增速仍基本接近。报告期内实现归属于上市公司股东的净利润 3.2 亿元，同比增长 27.8%；扣非后的归属净利润为 2.8 亿元，同比增长 28.3%。其中，三季度单季实现收入 6.7 亿元，实现归属净利润 2.2 亿元，同比增长 32.2%，扣非后的归属净利润为 2.0 亿元，同比增长 33.5%。三季度单季利润增速高于前三季度利润增速，利润增长呈现加快趋势。由于公司新切入 PPP 领域，而水环境治理 PPP 通常主要在四季度进行结算，故四季度公司业绩增速仍存在加速预期。



2017 前三季度,公司综合毛利率 52.08%,较去年同期 52.28%小幅降低了 0.2 个 pct, 仍保持较高水平。公司前三季度净利率为 20.39%,较去年同期 19.81%增长了 0.58 pct, 同样维持较高水平, 盈利能力略有提升。

公司 2017 前三季度三项费用率之和为 34.69%, 较去年同期 34.89%小幅下降 0.2 个 pct。其中销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 15.14%、16.81%、2.74%, 较去年同期分别降低 1.01pct、降低 0.37pct、升高 1.18pct。其中财务费用的增长主要系借款利息费用增长所致。

#### 104、超图软件（300036）——订单高企，景气依旧——订单统计系列（四）

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

三季度获单高企，景气度依旧：本篇是我们超图软件《订单统计系列报告》的第四篇，跟踪统计了公司 2017 年 3 季度（7-9 月）的最新订单情况，统计口径与前 3 次保持一致。本次共统计到订单 72 个，总金额 1.42 亿元。环比二季度稳中有升维持高位，同比去年三季度大幅增长，景气度依旧。此外，结合我们前两次的统计结果，今年前三季度累计订单总额约为 4.81 亿元（回溯后），同比增长 67%，全年趋势良好。

环比 Q2 维持高位，同比去年 Q3“量价齐升”：环比方面，三季度订单金额环比二季度小幅上升（+7.35%），订单数量基本持平（+1.41%）。总体维持了二季度的高位水平（二季度总金额、订单数量相对一季度分别环比大幅增加了 52.72%、97.22%，基数较大）。此外，500 万以上和 200-500 万的大单占比分别为 11%、24%，相比二季度而言（分别占比 7%、21%）均有所提升。同比方面，今年三季度订单总额、数量、均额分别同比大幅增长 63.31%、33.33%、22.48%。并且考虑到统计时间离 9 月底较近及国庆长假影响，预计仍有部分三季度的订单尚未录入，潜在增幅可能会更大。此外，500 万以上、200-500 万的订单占比较 2016Q3（分别占比 4%、19%）同样提升明显。

不动产登记继续坚挺，国土三调完美“接力”：公司 Q3 与不动产登记相关的订单数量占比 39%，总金额占比 56%，与二季度基本持平。另外，不动产登记相关的订单体量普遍较大（订单均额 289.65 万元），远高于总体均额 197.19 万元。可见随着时间进

入 2017 下半年，不动产登记业务依旧坚挺。10 月 16 日，国务院发布了《关于开展第三次全国土地调查的通知》，敲定国土三调时间表，2017Q4 完成方案编制，2018 年正式启动，在时间上与不动产登记形成完美“接力”，这是国土行业中继不动产登记后对公司的又一重要机遇。

维持“强烈推荐-A”评级：考虑不动产登记依旧坚挺及新业务的爆发性，维持 2017-18 年净利润预测为 1.99/2.72 亿元。维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：1、不动产登记市场低于预期。2、竞争激烈导致毛利率下降较快

## 105、万润股份（002643）—盈利平稳，产能增长明确，业绩符合预期

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报：报告期内实现营业收入 17.97 亿元，同比增长 35.67%；实现利润总额 3.52 亿元，同比增长 19.23%；归属于上市公司股东净利润 3.02 亿元，同比增长 20.61%；归母扣非净利润 2.97 亿元，同比增长 21.33%；实现每股收益 0.33 元，实现每股净资产 4.39 元。

公司 2017 年度经营业绩预计，归属于上市公司股东的净利润为 3.82-4.78 亿元，同比增长 20%-50%，去年同期归属于上市公司股东净利润为 3.19 亿元。

评论：

报告期内公司收入增长来自于订单增加，综合毛利率单季度逐步提升显示公司盈利能力较强。报告期内公司收入实现 17.97 亿元，同比增长 35.67%，其中 1Q/2Q/3Q 收入分别实现 6.12/6.50/5.35 亿元，同比增长 45%/40%/23%，收入增长主要来自销售订单的增加。一、二、三季度单季销售毛利率分别是 38.08%/40.91%/41.48%，显示公司产品综合盈利能力不仅维持高位，还略有增长。利润方面，1Q17/2Q17/3Q17 净利润分别实现 0.99/1.14/0.88 亿元，分别同比增长 11%/19%/36%，其中第三季度净利润环比下滑 22.81%。按公司全年业绩指引，Q4 将实现净利润 0.8-1.76 亿元。

环保材料业务是未来公司盈利增长最确定的部分。液晶显示业务维持稳定，MP 公司的盈利增长需要依托后续营销渠道的建设和效果，所以存在一些不确定性。公司是全球领先的汽车尾气净化催化生产商的合作伙伴，研究、开发、量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料。从公司的毛利率我们发现，盈利能力十分稳定，也就是如果公司销量有新的增长，就会稳定贡献净利润增量。2013 年公司 V-1 沸石产能 850 吨/年正式投产，2014 年公司投资建设二期 5000 吨沸石环保材料，其首个车间产能约 1500 吨/年于 2016 年投入使用。我们发现该系列产品近三年产能正在以翻倍级规模增长。依托于全球汽车尾气标准日益严格，公司逐步释放产品产能，这块业务有效确保公司营收与盈利稳健增长。

维持对公司“强烈推荐-A”的投资评级。我们认为公司业绩出现实质好转，盈利提升主要来自于信息材料产业订单的恢复以及环保材料销量的增长，预计公司 2017-2019 年每股收益 0.49 元、0.60 元和 0.67 元，PE 分别为 29 倍、23 倍和 21 倍。

风险提示：公司沸石分子筛销量低于预期风险；OLED 市场推广低于预期风险；美国 MP 公司业务拓展低于预期风险。

## 106、华域汽车（600741）—Q3 业绩符合预期，打造全球化汽车零部件巨头

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：公司公布三季度报告，2017 前三季度实现营收 1037 亿（同比+11.7%），实现归母净利润 48.2 亿（同比+9.6%），合 EPS 1.53 元，其中 Q3 单季度实现营收 354 亿（同比+12.1%），实现归母净利润 15.8 亿（同比+12.9%）。我们认为公司三季度业绩符合预期，继续推进“三级化”战略，打造汽车零部件巨头，预计 17-19 年净利润 66/73/80 亿，合 EPS 2.09/2.30/2.53，对应 PE 12/11/10X，相比全球零部件巨头平均 14-15X 估值仍有较大空间，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、Q3 业绩符合预期，预计全年平稳增长

公司前三季度实现营收 1037 亿( 同比+11.7% ),实现归母净利润 48.2 亿( 同比+9.6% ),其中 Q3 单季度实现营收 354 亿( 同比+12.1% ),实现归母净利润 15.8 亿( 同比+12.9% )。毛利率方面,前三季度毛利率 14.05%,与去年同期相比增加 0.5%,Q3 单季度毛利率 13.72%,与去年同期相比增加 0.23%,体现较强的成本控制能力。三费率方面,销售费用 5.8 亿( +72.5% )上升较大,管理费用 27.4 亿( +11.45% )与营收增速保持同步。我们认为,公司 Q3 受益国内配套车厂销量回暖,保持稳定增速,预计四季度销量继续回升,带动公司业绩全年平稳增长。

风险提示:业务整合不及预期,汽车销量不及预期,海外业务增速不及预期。

## 107、宁波银行（002142）——高成长、高盈利属性明确，息差不良展现行业趋势

（分析师：马鲲鹏 等；联系方式：021-68407405 makunpeng@cmschina.com.cn）

业绩概览：

2017 年前三季度宁波银行实现营业收入 186 亿元，同比增 3.5%；实现归母净利润 74 亿元，同比增 16.2%；3Q17 不良率 0.90%，季度环比降 1bp。

评论：

1、宁波银行高成长、高盈利的特点三季报中继续印证。（1）营收增速较中期有所改善。宁波银行 2017 年前三季度营收同比增速为 3.5%（1H17 为 2.2%）。营收端好转主要得益于公司二季度布局的货币基金（2Q17 交易性金融资产同比增 66%）三季度起开始确认投资收益，前三季度投资收益同比增 288%。未来该部分陆续确认的投资收益将强有力的支撑宁波银行营收继续改善。同时，三季度起息差开始回升，表明前期腾挪生息资产配置货币基金对息差造成的负面影响已经释放完毕，因此我们预计宁波未来营收端将受投资收益逐渐确认和息差的双重驱动明显起色。（2）业绩增速表现亮眼。宁波银行 2017 年前三季度归母净利润同比增速为 16.2%，预计在上市银行中仍将处于领先地位。盈利驱动因子分析表明，拨备为其利润贡献 3.35%，资产质量好助力拨备反哺利润的趋势延续。我们预计，在金融市场利率企稳、行业资产质量好转的背景下，宁波银行营收、业绩增速均改善的趋势预计也将在接下来的大部分银行

上演。(3) ROE 回升, 盈利水平突出。我们测算下, 宁波前三季度 ROE (年化) 为 20.8%, 同比提高 1 个百分点, 较 1H17 ROE (年化) 提高 0.5 个百分点。

2、资产质量进一步好转, 拨备基础进一步夯实。(1) 加回核销不良生成率、不良率双降。3Q17 宁波银行不良率季度环比下降 1bp 至 0.90%。考虑加回核销, 3Q17 宁波银行不良生成率为 15bps, 季度环比下降 17bps, 综合前三季度来看宁波银行加回核销不良生成率同比下降 34bps 至 50bps。(2) 拨备计提充分, 三季度继续充实拨备。3Q17 宁波银行拨备覆盖率季度环比大幅提高 31.5 个百分点至 429.98%, 拨备计提十分充分。随着宁波银行不良生成边际好转, 拨备压力继续缓解, 未来利润释放空间和自由度更加宽裕。

3、三季度净息差有所改善, 符合我们前期的判断。我们测算 3Q17 宁波银行净息差为 1.89%, 季度环比提升 6bps。我们判断, 金融市场利率企稳, 银行业贷款收益率的提升正逐渐在净息差上显现, 预计上市银行三季度息差将企稳回升。宁波银行资产收益率提升幅度大于负债成本, 根据我们测算, 3Q17 宁波生息资产收益率季度环比增 37bps 至 4.12%, 负债成本季度环比增 33bps 至 2.59%。(1) 资产端继续压缩高收益的非标资产, 我们判断宁波资产收益率的提升主要贡献来自贷款定价水平的提升。3Q17 宁波应收款项类投资季度环比下降 5.9%, 由于其应收款项类投资基本均为非标资产 (2Q17 占比为 99.9%), 因此高收益非标资产的压缩对其资产收益率有一定负面影响, 故我们判断其 3Q17 资产收益率提升 37bps 主要得益于贷款收益率的提高。随着其资产结构的调整逐步到位, 贷款收益率的抬升将更能够帮助提升净息差。(2) 同业负债有所压缩, 存款竞争压力导致个人存款小幅下降负债成本有所上升。主动负债方面, 随着金融市场利率逐渐企稳, 同业负债成本压力基本保持稳定。我们测算, 宁波 3Q17 同业存单+同业负债占总负债比重季度环比下降 0.9 个百分点至 28.6%, 其中同业存单季度环比小幅下降 1.0%, 同业负债季度环比下降 2.4%。存款端, 3Q17 宁波存款季度环比小幅下降 1.0%, 其中主要公司存款 (含保证金存款等) 季度环比增 0.2%, 而个人存款季度环比下降 0.9%, 存款竞争压力有所显现。

4. 公司观点: 宁波银行高成长、高盈利的特点突出, 筹码结构优势显著, 属于基本面优异品种, 维持强烈推荐-A 评级。我们预计宁波银行 2017-19 年归母净利润为 92/108/125 亿元, 同比增 17.9/16.8/16.5%, 对应 2017-19 年 EPS 为 1.50/1.76/2.06 元, 现价对应 1.47X 17 年 PB。

风险提示：宏观经济加速下行，资产质量恶化超预期

## 108、吉艾科技（300309）—AMC 业绩力压同侪，攻势汹汹拓疆域

（分析师：郑积沙等；联系方式：0755-82943241zhengjisha@cmschina.com.cn）

事件：公司前三季度营收 5.87 亿，同比增长 409.3%，归母净利润 1.04 亿，同比增长 743.2%，利润增幅较中报再扩大 268.6 个百分点，AMC 板块贡献净利润 1.11 亿，占比 105.7%，符合预期；油服板块因收到业绩补偿款大幅减亏，1-3Q17 亏损 537.34 万元；炼化板块尚未投产，亏损 60.49 万元。

点评：

AMC 不负众望，业绩力压同侪。公司 1-3Q17 归母净利润 1.04 亿元，YoY+743%，可对标民营 AMC 上市公司中，摩恩电气 1-3Q17 归母净利润为 4030 万元、海德股份 1-3Q17 归母净利润约 5800 万元（业绩预告上限），公司业绩力压同侪，AMC 增长动能更强。3Q17 单季营收 2.40 亿元，YoY+843%，归母净利润 7335 万元，YoY+1014%，自 16 年底引进资深民营 AMC 团队后公司业务铺张迅速，截至 7M17 累计持有不良规模 96 亿元，上半年管理不良规模 31 亿，规模之花秋收硕果，前三季度 AMC 收入 4.23 亿元，（处置收入 3.83 亿元，债务重整服务收入 4027 万元），净利润 1.11 亿元，其中三季度单季实现净利润 4075 万元，业绩非凡彰显 AMC 团队业务能力极强，掌舵人姚庆麾下团队驰骋江浙沪 AMC 战场十余载，积累了丰富的不良处置经验，银行法律资源背景深厚，搭乘吉艾上市列车后知名度提升，同时打开融资便利性，业绩腾飞。

全资资管子公司再添一将，攻势汹汹拓疆域。深耕江浙沪大本营，6 月 29 日与控股子公司浙江铭声共同成立平阳首信资管合伙企业，7 月 3 日完成设立苏州吉相资管；往南，进攻珠三角并将触角延伸至广西，拟设立广东吉艾资管，并将组建规模 8 亿 AMC 基金协助清远盈泉置业债务重整，10 月 16 日公告拟设立深圳合资控股孙公司，10 月 26 日公告拟设立广西吉艾资管；往西，川渝地区攻势汹汹，8 月 22 日完成设立西安吉创，8 月 29 日公司第二家全资资管子公司秦巴秀润资管在四川完成设立，注册资本 2 亿元，并由 AMC 总经理姚庆先生掌舵，预计将以此作为根据地铺开川渝地区业务运作，9 月 25 日公告拟成立成都吉耀资管，10 月 16 日公告将在重庆地区成立渝盛资管，



并拟成立青岛合资控股孙公司。公司过往收购不良主要源自江浙沪地区，而今攻势汹汹开拓疆域，往南进攻珠三角，往西力拓川渝，组织架构日趋完善，未来业务触角将全方位拓展，资产端无忧。

资金端积极谋求合作，模式转型打开利润空间。随布局疆域不断扩大，业务触角不断拓展，公司亦积极谋求引入资金方，3月、5月分别携手鲁信资本、睿银盛嘉资管，各达成共筹50亿资金开展AMC业务合作的协议，同时6月牵手民生银行上海分行建立长期战略合作伙伴关系。同时，公司谋求业务模式转型，目前公司AMC业绩倚重于处置业务，1-3Q17处置收入占比90%，截至1H17公司管理不良31.3亿，随着合作协议进一步落实，与战略伙伴合作加深，展望未来，管理规模必将有所突破，未来将逐步转型至处置收入与重整服务收入并重的收入结构，公司凭借丰富的不良处置经验以基金形式参与不良管理，轻资产模式助力打开利润空间。

## 109、鼎龙股份（300054）—各业务有序推进，净利润持续增长

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

鼎龙股份公布2017年三季报：报告期内公司实现主营业务收入12.46亿元，同比增长35.41%；实现营业利润2.71亿元，同比增长26.18%；归属于上市公司股东净利润2.27亿元，同比增长30.84%；归母扣非净利润2.22亿元，同比增长30.08%；实现每股收益0.24元，实现每股净资产3.61元。

评论：

1、公司销量增长及合并报表带来收入和净利润同比大幅增长。

报告期内公司实现主营业务收入12.46亿元，其中1Q/2Q/3Q收入分别实现3.91/4.54/4.01亿元，分别同比增长63%、58%和2%，归属于上市公司股东净利润7364.59/8166.82/7190.69万元，同比增长75.58%/41.22%/-2.69%。公司在第一、第二季度收入和净利润同比显著增长主要是因为主营产品销量增加和重大资产重组新并购的三家子公司旗捷科技、超俊科技、宁波佛来斯通的财务报表自2016年6月1日起才纳入公司合并报表范围。

2、汇兑损失不具备持续性，扣除其影响，公司净利润仍保持快速增长。

公司实现归属于母公司的净利润 22,722.09 万元，同比增长 30.84%。人民币汇率因素对公司利润影响较大，本报告期公司确认的汇兑损失为 2,393.92 万元，去年同期实现的汇兑收益为 1,002.09 万元，剔除汇率的影响因素，公司实现归属于母公司的净利润同比增长 49.91%。其中第三季度汇兑损失 1215 万元，去年同期汇兑收益为 154 万元，剔除汇率影响，公司第三季度实现净利润 8406.41 万元，同比增长 10.55%，（实际净利润同比负增长-2.69%），因此，本次影响公司第三季度净利润同比数据主要是非经营层面，公司各项业务均有效有序推进。我们判断，彩粉销售收入增长主要由销量增长带来，子公司佛来斯通年产 1000 吨彩粉技改扩建项目按计划推进，将有助于提升公司彩粉供应产能。硒鼓收入增长由于新并购公司超俊科技已经开始实施扩产计划。芯片业务方面，旗捷科技收入同比增长 59.95%，且供应至体系内硒鼓厂的芯片销售收入占集团整体芯片采购金额的近一半，内部协同效益显著。鉴于目前公司芯片与硒鼓产业稳定增长的态势，芯片业务具有良好增长空间。

3、考虑汇兑损失下调 17 年净利润至 3.39 亿元，由于其影响不具备持续性，故维持投资评级不变。

考虑到汇兑损益影响，假设全年 3000 万，本次下调 17 年盈利预测 3000 万。按最新股本计算，我们预计公司 17-19 年净利润为 3.39 亿元、4.99 亿元和 6.15 亿元，对应估值分别为 27 倍、19 倍和 15 倍，维持“审慎推荐-A”的投资评级。

4、风险提示。硒鼓市场拓展和 CMP 验证时间慢于市场预期风险。

## 110、万科 A（000002）—盈利能力周期性回升、关注市占率及新业务溢价

（分析师：赵可 等；联系方式：0755-82943231      zhaoke@cmschina.com.cn）

点评：

1) 前三季度净利增速超预期，预计全年增速在 25%-30%之间。公司前三季度营业收入 1171.0 亿元，同比持平，归母净利润 110.9 亿元，同比增长 34.2%。前三季度累计竣工 1136.4 万方，同比略增 1.1%，全年竣工计划增长 9.3%；前三季度结算面积

966.6 万方，同比减少 2.7%，结算均价 11688 元/平，同比增长 2.5%；交付结构及涨价因素拉动毛利率提升 5.2pct 至 31.7%，导致净利增速显著高于收入增速；主要得益于交付增加及毛利率提升，预计全年增速中枢在 25%-30%。

2) 市占率进一步提升，拿地偏进取延续高周转特色。公司前三季度销量 2664.5 万平方米，销售额 3961.0 亿，同比分别增长 33.8%和 50.7%，销售额已经超过去年，市占率同比提升 0.7PCT 至 4.3%，预计全年销售有望实现 5 千亿体量，新开工面积 2,599.6 万平方米，同比增长 6.5%，保持稳健节奏；前三季度拿地偏进取，累计新增 143 个项目，总建面 3,288.4 万方（权益比 63.8%），其中 91.6%位于一二线城市，拿地量/销量约 123%，同比提升 10.7pct，静态地价房价比为 38%(较去年下降 5PCT)，拿地成本控制得当；此外，公司 7 月新增广信资产包快速补充一线城市核心资源。公司截至 17Q3 末未竣工计容 1.3 亿平米，扣除已售未结量，预计全口径未售计容约 9000 万平米，大致可供销售约 2.5 年，延续高周转特色。

3) 多元化业务快速推进。公司积极转型“城市配套服务商”，其中，物业服务已极具规模，管理面积已达数亿平米，10 月，商业开发与运营平台印力集团控股有限公司发起设立其首个 CMBS(商业地产抵押贷款资产证券化)产品“中金—印力深国投广场信托受益权资产支持专项计划”，试水商业地产金融化领域；物流地产累计获取 46 个项目，总建筑面积 366 万平米，其中第三季度新增 14 个，总建面 110 万平米，物流地产布局提速，同时，公司拟参与普洛斯潜在私有化，进一步强化布局；集中式长租公寓品牌“泊寓”已覆盖 24 个一线及二线城市，累计开业 82 个项目，开业约 2.4 万间。此外，冰雪业务和养老业务也在逐步落地。综合而言，公司依托品牌、资金、强大的执行力等优势，新业务正快速推进，物管、物流、商办、长租等业务稳健发展，已呈现王者雏形。

4) 财务状况延续稳健趋势。公司前三季度净负债率为 38.2%，较中期有所提升（期内公司以 551 亿元收购广信房产资产包），但仍保持在行业较低水平。有息负债中，即期负债 542.3 亿元，占比仅为 34.0%；现金对即期有息负债的保障倍数达到 174%。公司在手现金充裕，财务保持稳健水平，有利于推动各项业务顺利发展。

投资建议：公司前三季度净利略超预期，预计全年增速中枢在 25%-30%之间。作为行业龙头，公司地产业务稳步增长，各项新业务也快速布局。公司目前市值较 NAV 略有

溢价，但得益于战略及管理水平领先、积极转型“城市配套服务商”、与深铁合作发力“轨道+物业”，公司长期价值仍值得肯定，尤其是新业务的快速推进应当引起重视。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 2.43 元、2.97 元和 3.60 元，对应 2017-2019PE 分别为 11.3X/9.3X/7.6X，作为龙头市占率提高和新业务快速发展，估值水平已相对合理，考虑到盈利能力将周期性回升、市占率及新业务溢价，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 35.6 元/股（对应 2018PE=12X）。

风险提示：股权结构短期不确定性。

### 111、中百集团（000759）—3 季度亏损同比大幅下降，改善仍在路上

（分析师：许荣聪 等；联系方式：02168407349 xurc@cmschina.com.cn）

3 季度亏损大幅下降，主业改善持续，预计全年主业有望扭亏。公司今年 2、3 季度净利润分别为 2877 万、-652 万，相比去年同期亏损 0.66 亿、1.12 亿改善明显。从营业收入来看，一季度、上半年、前三季度营收增速分别为-6.1%、-4.0%、-3.3%，收入增速下降幅度继续收窄，永辉团队对公司生鲜改造带动的销售增长明显。

生鲜改造带来毛利率提升，期间费用率同比略有提高因租金人工刚性上涨以及门店改造费用。公司前 3 季度毛利率达到 21.7%，较去年同期提高 1.4 个百分点，主要得益于永辉生鲜管理团队对公司生鲜改造带来的毛利率提升；前 3 季度期间费用率 21.6%，较去年同期上升 0.2 个百分点，主要是租金和人工费用上涨压力，以及部分门店改造及转型使得装修费用有所增加。

卖场调整，中百罗森便利店加速扩张。公司 3 季度仓储超市武汉市内关闭 6 家，武汉市外新开 3 家，年初以来卖场数量净减少 9 家；公司抓住武汉便利店市场机遇，牵手罗森加速抢滩便利店市场，3 季度中百罗森便利店新开 32 家，数量已从去年底的 50 家增加到 148 家，预计年底将达到 200 家。

公司 2017 年 PS 估值仅 0.41 倍，我们认为公司经营拐点已至，业绩向上弹性较大，与永辉合作持续深入及 CPI 上行将带动公司盈利进入改善通道，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：线下零售景气度继续下降、与永辉合作不及预期。

## 112、四维图新（002405）—业务布局完善，长期趋势向好

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年三季报，实现营业收入 13.25 亿，净利润 1.58 亿，分别同比增长 26.15%，57.33%。同时预告 17 年全年净利润 2.19 亿-2.66 亿，同比增长 40%-60%。

前三季度业绩大幅增长主要由于并表杰发科技：公司前三季度实现收入 13.25 亿，净利润 1.58 亿，扣非净利润 1.50 亿，分别同比增长 26.15%，57.33%，66.37%。三季度单季度实现收入 4.91 亿，净利润 0.37 亿，扣非净利润 0.36 亿，分别同比增长 45.96%，66.01%，83.97%。公司前三季度收入及利润大幅增长主要由于公司今年 3 月并表杰发科技。

“地图+算法+芯片”布局完善，业务长期趋势向好：1）电子地图业务：行业竞争加剧，公司积极拓展高端市场，对冲价格下行压力，保持业务稳定发展；2）高级辅助驾驶及自动驾驶业务：公司与 IDG 资本共同领投自动驾驶公司禾多科技，持续加码在无人驾驶算法及系统平台与初创公司的技术碰撞。3）芯片业务：积极扩充产品类别，业务进入上升通道。IVI 芯片市场空间有限，行业竞争加剧，难以推动公司持续发展。公司积极扩充产品类别，预计 AMP 芯片今年 4 季度首批量产出货，TMPS 及 MCU2018 年有序推出。

预告 17 年全年净利润 2.19 亿-2.66 亿，同比增长 40%-60%。全年利润低于市场预期，主要由于杰发科技自 3 月开始并表，实际并表利润体量低于业绩承诺。公司进一步提高无人驾驶相关产品（高精度地图，高级辅助驾驶系统）的研发投入，成本端压力提升。

维持“强烈推荐-A”评级：公司“地图+算法+芯片”的无人驾驶平台搭建完成，基于公司业务积累和技术优势能以更低成本实现无人驾驶解决方案，我们可以看到中国的“mobileye+here”雏形初现，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：1）产业进度不及预期；2）政策环境低于预期

## 113、安车检测（300572）—Q3 业绩持续高增长，机动车检测行业进入有序成长周期

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

报告期内公司业务持续稳步成长，营收增长主要来源于机动车检测系统及检测行业联网监管系统的销售。随着机动车检测行业对社会资本放开，我国机动车检测站数量获得有效提升，大幅拉动市场对机动车检测系统及检测站联网监管系统的需求。安车检测作为行业内集研发、生产和销售机动车检测系统和联网监管系统于一体的龙头企业，客户遍布全国 31 个省级行政区划，直接受益于下游检测市场需求的爆发；

预收款项增速与业绩增速匹配，2018 年主营业务有望维持 50% 增速。Q3 公司新增预收账款 6409.33 万元，本报告期末公司预收款项 3.52 亿元，较 2016 年底增长 52.98%。公司产销规模不断扩大，预收款项高增长侧面印证公司订单饱满，我们判断大部分预收账款将在明年转化为营业收入。目前公司产能处于满载状态，随着产能不断提升，预计 2018 年有望维持 50% 增速；

机动车尾气遥感检测法案正式出台，公司业务有望外延至遥感检测领域。环保部于 2017 年 7 月 31 日正式印发并实施《柴油车尾气遥感检测法案》。政策的推出标志着尾气遥感检测系统即将进入放量期，预计每年新增市场空间 30 至 50 亿，作为国内生产尾气遥感检测装备的主要企业之一，公司有望争取政府订单。我们预计 2018 年地方政府开始对遥感检测设备进行招标，安车检测在华南地区有较大的竞争力，进展顺利将打开公司新一轮成长空间；

维持“强烈推荐-A”投资评级。公司旗下几块核心业务都处在放量周期，我们看好企业未来几年发展，预计公司 17-19 年净利润 7500 万、1.24 亿元、2.01 亿元，对应 PE 为 53.5、32.4、20.0 倍，维持“强烈推荐-A”投资评级；

风险提示：尾气遥感检测推广不达预期。虽然环保部对上路机动车尾气检测控制力度略超预期，但地方政府推行时仍有较大不确定性。

## 114、重庆百货（600729）—主业回暖持续，关注混改进程

（分析师：许荣聪 等；联系方式：02168407349 xurc@cmschina.com.cn）



主业回暖持续，盈利能力改善。前三季度公司关停 7 家门店，新开 6 家门店（包括一家百货），经营面积提升至 215 万平，较年初增长 0.9%。由于年初剥离业绩不良的商社信科和商社电子以及逐步清理低效门店（主要是超市业态），公司收入虽然有小幅度下滑，但利润情况显著好转，主要体现在毛利率上，2017 年 Q1-Q3，超市和电器业态毛利率分别达到 20.02% 和 19.70%，同比提升 1.99pct 和 6.77pct，综合毛利率达 17.78%，与 H1 基本持平维持在历史高位，较去年同期提升 1.55pct。销售费用小幅下降 3.28%，主要由于收入规模缩减和成本管控；管理费用提升 14.74%，主要受年度绩效工资计提影响，预计全年变化幅度不大。投资收益（主要为马上消费金融贡献）达到 8655 万，马上消费金融维持快速增长势头。资产减值损失达到 0.98 亿，同比提升 733%，主要由于二季度进行了存货跌价计提，而存货水平较年初减少 14%，预计下半年计提压力会有所减轻。Q3 净利润为 0.35 亿，由于去年 Q3 基数较小，增速达到 119%，较 H1 进一步加快。

混改拟引入战略投资者，长期带来效率改善。公司股票于 10 月 14 日停牌，筹划引进战略投资者进行混改相关工作。公司 2016 年曾发布混改方案，引进物美、步步高作为战略投资者，后因定增政策变化没能成功落地，再次筹划彰显集团和管理层改革决心，可参照的模式是云南白药模式，引入战投有助于改善公司治理结构，提升管理效率、资源互补。

关注国改进程，主业构筑边际，消费金融提供弹性。行业回暖+过去几年减值准备超额计提为未来提供业绩释放空间，马上消费金融经过两年培育迎来业绩爆发期。密切关注混改动向。综合预计 17-18 年 EPS 为 1.48 元、1.95 元，当前股价对应 2017 年 PE 为 16.2 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：国改进程受阻，马上消费金融业绩发展缓慢。

## 115、建设银行（601939）—业绩改善超预期，重申看好后续四大行估值持续提升

（分析师：马鲲鹏 等；联系方式：021-68407405 makunpeng@cmschina.com.cn）

事件：

2017 年前三季度建设银行实现营业收入 4720 亿元，同比下降 0.1%；实现归母净利润 2012 亿元，同比增 3.8%；3Q17 不良率 1.50%，季度环比下降 1bp。

评论：

1、三季度建行业绩改善超预期，核心盈利能力突出，进一步印证四大行业绩持续向上的大趋势。四大行估值回升、有效突破 1 倍 PB 需要业绩的持续改善。因为四大行业绩互相对标，建行业绩改善是对四大行业绩持续改善大趋势的有力验证。我们认为四大行当前正处于至少五年级别业绩持续向上的起点上，重申看好后续四大行估值持续提升。前三季度建行营业收入、PPOP、归母净利润增速均在中报基础上继续提升。9M17 建行实现营业收入 4720 亿元，同比下降 0.1%，降幅较 1H17 ( -3.7% ) 回升明显，剔除其他收入里的保险收入，前三季度建行营收增速为 4.6%，核心营收能力改善显著。我们以拨备前营业利润 ( PPOP ) 的同比增速衡量银行的核心盈利能力，前三季度建行拨备前营业利润 ( PPOP ) 同比增长 8.7%，增幅较 1H17 ( 7.6% ) 继续扩大，核心盈利能力极强，显著领先上市银行水平。受前三季度大力夯实拨备影响 ( 9M17 建行拨备覆盖率同比提升 14.1 个百分点至 162.9% )，建行 9M17 归母净利润同比增长 3.8%，增幅较 1H17 ( 3.7% ) 小幅提升 0.1 个百分点。

2、净息差 3Q17 延续上半年趋势继续季度环比回升，回升幅度明显。我们测算 3Q17 建行净息差为 2.23%，季度环比回升 8bps，回升幅度较 2Q17 ( 2bps ) 继续稳步提升。生息资产收益率提升是建行三季度净息差明显回升的主要贡献。根据我们测算，建行 1Q-3Q17 生息资产收益率分别为 3.44/3.45/3.57%，季度环比分别变动 3/1/12bps，资产端定价水平在三季度显著提高；负债成本小幅上升，3Q17 建行计息负债成本率环比上升 7bps 至 1.60%。对于四大行这类资产规模较大的银行来说，净息差的稳步回升将持续拉动净利息收入增长，是其业绩改善的核心动力之一。

3、不良改善趋势进一步深化。不良率、加回核销不良生成率均季度环比下降。截至 3Q17 建行不良率为 1.50%，季度环比下降 1bp。3Q17 加回核销不良生成率为 60bps，季度环比下降 7bps。综合前三季度情况来看，9M17 建行加回核销不良生成率为 60bps，同比下降 12bps。拨备覆盖率进一步夯实，3Q17 建行拨备覆盖率为 162.9%，季度环比继续提升 2.8 个百分点。目前建行拨备覆盖率已达到 150%的监管要求，我

们认为随着未来不良趋势的不断改善，未来计提拨备压力不大，具备持续释放业绩的空间。

4、公司观点：建设银行业绩改善超预期，净息差领先同业步入上行通道、不良改善趋势继续深化，核心盈利能力突出。其业绩改善进一步印证四大行业绩持续向上的大趋势。我们认为四大行当前正处于至少五年级别业绩持续向上的起点上，重申看好后续四大行估值持续提升，给予四大行半年维度估值目标是 1.2 倍 17 年 PB。建设银行现价对应 1.02X 17 年 PB，向上空间 17.6%。我们预计建设银行 2017-19 年实现归母净利润 2403/2549/2717 亿元，对应同比增速 3.8/6.1/6.6%，对应 EPS 0.96/1.01/1.08 元。

风险提示：宏观经济加速下行，资产质量恶化超预期

## 116、美亚柏科（300188）—毛利率回升，行业协同拓展顺利

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年三季度报告，前三季度实现营业收入 5.92 亿元，同比增长 33.37%；归母净利润 0.66 亿元，同比增长 42.9%；其中第三季度实现营收 2.22 亿元，同比增长 19.9%；归母净利润 0.33 亿元，同比增长 46.99%。

毛利率回升，子公司协同性加强。公司中报毛利率由于部分确认订单软件产品占比低的影响略有下滑，三季报公司毛利率回升 3.84 个百分点至 63.54%，打消市场对公司产品市场竞争力及毛利率的顾虑。随着四季度公司主要业绩期的确认，我们预计全年公司毛利率将恢复至 65% 的正常水平。电子数据取证设备多警种多行业拓展顺利，新德汇、江苏税软、安胜网络等子公司业务协同性加强，在强化公司业绩增长稳健性的基础上，横向行业拓展上的协同有望加速公司的成长。

强业务壁垒，纵深化应用，紧密布局最新技术方向。我们认为大数据环境下凭借持续研发投入和有效数据积累构筑强壁垒的细分行业龙头凭借产品升级和模式创新有脱颖而出的潜质。公司深耕公安客户，大力延伸大数据应用，行业、区域、技术三个维度齐头并进。另一方面产业并购基金积极围绕网络安全和大数据信息化领域对最新技术和纵深化应用进行投资布局，美桐产业并购基金已投资项目 5 个，协议金额 1.4 亿元，

主要涉及大数据基础建设和网络空间及移动应用安全，机器翻译等，孵化延伸公司数据服务内容，新技术方向的储备也为公司新的业务机会奠定基础。

维持“强烈推荐-A”评级 预计 17-19 年 EPS 为 0.56/0.71/0.89 元 ,对应 PE 为 31/25/20 倍，电子取证主业强劲增长，大平台及大数据服务有序推进，网络空间安全市场一触即发，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：外延标的业绩不达预期；大数据技术应用推进迟滞。

## 117、中国重汽（000951）—Q3 如期高增长，Q4 销量有望环比持平

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布 17 年三季报 ,Q3 实现营收 99.5 亿( +112.5% ) 归母净利 2.33 亿( +252.9% )。公司 Q3 重卡销量 3.6 万 ( +102.7% )，单车盈利 0.65 万 ( 同比+0.28 万 )；毛利率为 10.0% ( -0.5pct )，三费率为 4.8% ( -2.3pct )。后续自卸车接力驱动重卡销量破百万，公司 Q4 市占率有望继续提升，全年销量预计达 13.6 万辆；长期来看，重卡行业完成中期筑底开启 2-3 年景气周期 ,公司作为龙头显著受益。维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

### 1、Q3 业绩如期高增长，单车盈利及市占率持续提升

公司 17Q3 实现营收 99.5 亿 ( +112.5% )，归母净利 2.33 亿 ( +252.9% )，处于此前业绩预告区间中值。17Q3 公司销售重卡 3.6 万辆，同比大增 102.7%；市占率达 12.6%，同比+1.7pct；单车盈利 0.65 万，相比 16Q3 提升 0.28 万，单车盈利能力显著提升。其中毛利率小幅下滑 0.5pct 至 10.0%，主要系原材料钢材涨价所致；三费率为 4.8% ( -2.3pct )，管理/销售费用率分别下降 1.6/0.5pct，主要由于营收大幅增长规模经济显现。

### 2、T 系列产品占比持续提升，产品结构上移改善盈利能力

公司 T 系列产品基于 MAN 技术平台开发，平均售价约 33 万，显著高于公司产品均价 24.5 万；16 年 T 系列销量增速达 57%，销量占比已提升至 30% 以上。在重卡行业大功率化、高端化趋势下，公司 T 系列产品销量将保持高增长，进一步提高产品单价与单车盈利能力。

风险提示：重卡行业销量不及预期

## 118、荣盛石化（002493）—Q3 符合预期，浙江石化稳步推进

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，前三季度公司实现营业收入 523.6 亿元，同比增长 66.72%，实现归属于上市公司股东的净利润 15.55 亿元，同比增长 26.59%，实现扣非后净利润 12.51 亿元，同比增长 16.83%。其中，Q3 单季实现营业收入 171.6 亿元，实现归属于上市公司股东的净利润 4.52 亿元，基本符合预期。

同时，公司发布全年业绩预览为 19.2 亿-22.1 亿，同比增 0%-15%，其中 Q4 单季度业绩区间为 3.6 亿-6.5 亿元。

评论：

### 1、Q3 PX 压力较大，Q4 中金石化检修存在一定影响

前三季度两桶油 PX 产出较高以及进口快速增长是 PX 供给压力较大、社会库存高企的主要原因。我们认为两桶油 PX 产出较高是汽油消费增长乏力、地炼成品油挤压市场等因素的综合反映。从我们监测的 PX 月度生产情况来看，今年上半年尤其是 1-5 月的产量同比增长非常明显，但供给剩余量从 6 月开始基本为正，与之对应的是社会库存水平逐渐高企。今年 1-9 月 PX 总进口量达 1045.6 万吨，同比增长 12.8%，尤其是 9 月单月进口量接近 150 万吨，创历史新高，我们认为这是国内厂家受中金石化检修影响加大进口备货力度的反应。

公司净利润口径含衍生品投资收益，按扣非后净利润看，Q3 单季为 3.13 亿元，环比 Q2 明显下降。与我们监测的 PX-石脑油价差趋势基本一致。中金石化装置自 9 月下旬

以来陆续停车，进行消缺优化，保证装置安全长周期运行，检修周期预计 40-50 天，可能在 11 月中旬开始陆续重启，Q4 芳烃板块盈利将受到影响。

## 2、PTA 表现超预期，盘面加工费大幅回暖，走势符合我们半年报预计

进入 Q2 后，由于市场需求没有及时跟上，PTA 盘面加工费开始承压。我们监测的 PTA 盘面加工费由 Q1 的平均 475 元下降至 Q2 的 349 元。在这样的加工费环境下，国内厂家无一例外的遭遇较大的盈利压力。

进入 Q3 以来，PTA 价格走势跌宕起伏，7 月初在大厂检修以及期货市场走势带动下，现货价格在月初快速拉升，但由于缺乏基本面支撑，后明显回调，但基本站稳 5000 元/吨关口；8 月以来市场进入整理回升走势，此间 PX 成本变化不大，拉涨主要是环保、飓风、检修以及期货市场变化综合导致；进入 9 月以后，在聚酯行业需求旺季因素驱动下，PTA 价格表现坚挺，盘面加工费维持较高水平运行。我们监测的三季度 PTA-PX 平均价差（盘面加工费）为 750 元/吨左右，较 Q2 环比翻倍。经过 Q2 国内厂家通过装置密集检修等手段主动调节开工率，库存降到了较低水平，这也为 Q3 行情的爆发打下了基础，虽然 Q3，有效产能开工率逐月提高，但需求依然刚性增长且下游长丝、瓶片利润表现良好，为 PTA 基本面提供了支撑，也完全验证了我们在半年报时的判断。

## 119、上海石化（600688）—Q3 环比大增，业绩符合预期

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布 2017 年三季报，1-9 月实现营业收入 681.58 亿元，同比增长 24.87%；实现归母净利润 41.01 亿元，同比减少 0.69%；扣非后归母净利润 41.25 亿元，同比增长 0.86%；实现基本每股收益 0.381 元，同比下降 0.26%。

评论：

### 1、产品价格上涨叠加库存收益，Q3 业绩环比大幅增长



前三季度，公司营业收入达到 681.58 亿元，同比增长 24.87%，主要受益于石油产品及中间石化产品的价格上涨。Q3 油价震荡向上，布伦特原油价格从 7 月初的 47.90 美元/桶上涨至三季度末的 57.51 美元/桶，上涨了 9.61 美元/桶，考虑到公司一般有 1 个月半左右的库存，因此 Q3 公司炼油业务有一定的库存收益。

Q3 乙烯、丙烯、丁二烯和苯乙烯等价差环比分别增加 102、18、169 和 92 美元/吨，苯、甲苯和 PX 环比分别下降 24、18 和 15 美元/吨，炼化业务盈利环比改善。公司 Q2 受检修影响及烯烃回落等因素影响，业绩环比出现下滑，净利率由 Q1 的 8.54% 下滑至 3.17%，但 Q3 明显回升至 6.11%。

## 2、炼油盈利将稳中有升，传统油头烯烃景气高点已过

国内成品油定价的顺利执行，油品升级的稳步推进，在油价没有大幅波动的情况下，炼油业务盈利将稳中有升，总体保持平稳。

2016 年以来由于大乙烯新增产能比较少，烯烃持续景气，17Q1 传统油头乙烯盈利创 2011 年以来最佳；我们维持传统油头烯烃景气高点已过的观点，随着今年底到明年美国大量页岩气头乙烯的投放，传统油头乙烯的盈利可能将有所回落。

## 3、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 50.83 亿元、52.53 亿元和 55.32 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.49、0.51 元；对应目前股价 6.27 元，PE 分别为 13.3、12.9 和 12.2 倍，维持“审慎推荐”评级。

风险提示：国际油价下跌风险、化工产品盈利下滑风险。

## 120、迪森股份（300335）—2017 年三季度报点评：清洁能源设备销量大增，助力“蓝天保卫战”

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

事件：

迪森股份发布 2017 年度三季度报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 12.72 亿元，同比增长 94.55%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.63 亿元，同比增长 83.50%；

扣非后的归属净利润为 1.59 亿元，同比增长 106.66%。其中，三季度单季实现收入 5.26 亿元，实现归属净利润 0.75 亿元，同比增长 65%。

无论前三季度还是三季度单季，公司均实现业绩的大幅增长，增长幅度均符合市场预期。

评论：

一、前三季度归属净利润 1.63 亿元，同比增速为 83.50%，符合预期

2017 年 10 月 26 日晚，迪森股份发布三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 12.72 亿元，同比增长 94.55%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.63 亿元，同比增长 83.50%；扣非后的归属净利润为 1.59 亿元，同比增长 106.66%。

2014~2016 年，公司前三季度归属净利润占全年归属净利润的比重分别为 64%、91% 和 70%，若按照 75%的平均占比进行估算，预计 2017 年全年公司的净利润约为 2.1~2.2 亿元，与我们之前的预期基本吻合。

2017 年前三季度，公司业绩大幅增长的原因主要包括：

B 端运营：由于大气治理要求和监管加严，公司清洁能源项目运营数量和总体规模稳步提升，另外成都世纪新能源有限公司并表，使得 B 端运营收入较上年同期实现较大幅度增长，为业绩增长打下良好基础。

B 端装备：北方“煤改气”进程加快，北京等地燃气锅炉低氮改造政策加严，迪森 B 端装备业务稳步增长，对公司经营业绩产生积极影响。

C 端产品（目前以居民供暖的壁挂炉为主）：受益于“煤改气”及北方地区冬季清洁取暖政策影响，公司燃气壁挂炉订单呈爆发式增长，较上年同期增长 217.54%，对公司业绩增长贡献较大。

## 121、博世科（300422）—利润表略超预期，在手订单饱满确保未来高增长

（分析师：朱纯阳 等；联系方式：01057601855 zhucy3@cmschina.com.cn）

2017 年前三季度，博世科实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 61.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 8274 万元，同比增长 108.5%；扣非后的归属净利润为 7546 万元，同比增长 134.7%。公司前三季度归属净利润处于公司三季报预增区间 88-118% 的中线偏上，略超预期。我们预计，公司 2017-2019 年将实现归属净利润分别为 1.6 亿元、3.0 亿元、4.3 亿元。考虑到公司增速高，持续性好，弹性大，且 2018 年业绩超预期可能性较大，可按 2018 年 30-35 倍 PE 估值给予 2017 年年底目标市值 90-105 亿元，维持“强烈推荐-A 评级”。

事件：

博世科发布 2017 年度三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 61.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 8274 万元，同比增长 108.5%；扣非后的归属净利润为 7546 万元，同比增长 134.7%。公司前三季度归属净利润处于公司三季报预增区间 88-118% 的中线偏上，略超预期。

评论：

一、2017 年前三季度归属净利润略超预期，订单结构改善、大项目四季度大概率开始确认收入以及存货大幅增加，均保障全年业绩达市场预期；公司毛利率提升，费用率下降。

2017 年 10 月 26 日晚，博世科发布三季报，2017 年前三季度，公司实现营业收入 9.22 亿元，同比增长 61.6%；实现归属于上市公司股东的净利润 8274 万元，同比增长 108.5%；扣非后的归属净利润为 7546 万元，同比增长 134.7%。公司前三季度归属净利润同比增速处于三季报预增区间 88-118% 的中线偏上，略超预期。

从历史上来看，公司 2015-2016 年前三季度实现归属净利润在全年利润中占比分别为 58.1% 和 63.5%，但是，随着公司今年以来业务结构变化明显，项目周期变长，在第四季度结算的比例更高，预计这一比例将会下降；另外，公司所中标的南宁市城市内河黑臭水体治理工程 PPP 项目已于 7 月 17 日签订合同，南宁市心圩江环境综合整治工程 PPP 项目的项目公司成立已于 10 月 26 日通过董事会决议，这两个大型项目大概率在今年四季度开始贡献收入和业绩，并且项目前期设计部分通常利润率较高，共同保证了公司全年业绩大概率符合预期。

此外，2017 年三季度末，公司存货达到 1.7 亿元，较上年同期大幅增长 196.1% 存货的年底确认也将在大概率提升年度业绩。

## 122、外运发展（600270）—主业持续盈利，敦豪收益良性增长

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

事件：

外运发展公布 2017 年三季报。前三季度，公司实现营收 42.35 亿元（+20.97%），归母净利 9.72 亿元（+35.91%），扣非后归母净利 7 亿元（+11.63%），基本 EPS 1.0731 元（+35.92%），加权 ROE 12.55%（+2.68pct）。

评论：

### 1、主业维持盈利，敦豪投资收益回归良性发展

公司以货运代理为主体，以电商物流和专业物流为主要发展方向。17Q3，公司实现营业收入 16.2 亿元（+24%），营业成本 14.85 亿元（+20.5%），毛利 1.36 亿元（+81.3%），毛利率 8.4%（+2.6pct）。公司加强成本费用控制，三项费用 9629 万元（+81.3%），主业盈利 2296 万元。

三季度，公司实现投资收益 3.43 亿元（+26.9%），其中对联营和合营企业投资收益 2.3 亿元（+20.4%），其它投资收益 1.12 亿元（+90.1%）。17Q3，公司对企业投资收益（主要是敦豪）同比增长 20.4%，加上处置股票带来的其他投资收益，公司实现营业利润 3.7 亿元（+61.1%），归母净利润 3.37 亿元（+48.7%）。

### 2、货代业务整体稳定，电商和专业物流高速增长

2016 年，公司将原有的国际航空货运代理服务、国际快件服务、国内货运及物流服务重新梳理调整为货运代理、电商物流、专业物流三大业务板块。其中：货运代理包括国际货运代理、国内货运等服务；电商物流包括国际快件、电商物流等服务；专业物流包括供应链物流、精密设备工程物流、会展赛事物流等项目物流服务。

1) 货运代理：公司货运代理板块包括国际货运代理（含货运进口和货运出口）和国内货运等服务，重点“打造标准化产品、推动集约化和网络化、整合运力资源”。

2) 电商物流：公司进一步深化与大型电商客户的合作，并积极开拓新客户，加强电商线下业务的推广；加强国内口岸、干线网络、海外端服务等核心能力建设和优化，并完善电商信息系统建设；进一步改善经营效益和降低经营风险。

3) 专业物流：公司进一步完善组织体系建设，继续巩固和扩大在 TFT 行业的市场领先地位，并积极拓展半导体、医药冷链、航空航天行业。

### 3、中外运敦豪壁垒高企，估值存在提升空间

我们认为国际快递市场格局清晰，而且鲜有价格战来竞争市场份额，中外运敦豪利润能够至少与行业增速同步地增长。2017H1，中外运敦豪实现收入 56.7 亿元(+10.7%)，收入稳步增长；归母净利润 8.64 亿元(+0.3%)，低于市场预期，主要原因是成本上调导致敦豪二季度业绩同比下滑。17Q3，公司对企业投资收益(主要是敦豪)同比增长 20.4%，意味着敦豪的利润已经回归良性增长。

### 4、投资策略：

我们认为：(1) 中外运敦豪增速会下降，但是能维持行业第一的位置；(2) 公司与网易考拉等各大跨境平台电商合作，进军跨境电商领域，借助全球网络优势和政策优势，能够分享跨境电商盛宴；(3) 中外运长航并入招商局集团后，招商局国企改革值得期待；(4) 公司目前估值约 16X，目前国内快递估值普遍在 35 倍以上，公司存在较大的估值提升的空间。我们预计公司 17/18/19 年 EPS 为 1.33/1.19/1.33 元，对应当前股价 PE 为 14.3/15.9/14.3 X，维持“强烈推荐-A”评级。

### 5、风险提示：进出口和跨境电商 GMV 增速下滑、国企改革不达预期

## 123、片仔癀(600436)一片仔癀系列提价红利开始释放 牙膏业务初具规模

(分析师：李珊珊 等；联系方式：0755-83734347 lishsh@cmschina.com.cn)

17Q3 片仔癀提价红利开始释放，但毛利率仍处于同比下降态势。我们估计 17Q3 片仔癀系列收入 3.86 亿元，同比+31.30%；我们估计片仔癀系列毛利率 86.46%，同比下降 2.21 个百分点，环比降幅收窄(17Q2 毛利率同比下降 3.69 个百分点)。我们估计 17 年 5 月底片仔癀系列国内产品提价的红利开始释放，抵消了部分原材料涨价的

影响，从而带来毛利率降幅环比的收窄。但从目前的情况来看，原材料涨价对毛利率的影响还是很大，期待公司短期内再次涨价来提升片仔癀系列的盈利能力。17Q3 母公司销售费用同比+73.12%，远超片仔癀系列收入增速，我们估计主要是母公司为提高品牌知名度及有效促进销售的增长，新增广告及业务宣传费等导致。在公司为片仔癀系列营销持续加大投入（17 年母公司销售费用同比增速逐季扩大）的基础上，我们认为片仔癀在提价后销量上能够稳健增长，实现量价齐升。合并报表层面，17Q3 收入 9.91 亿元，同比+49.10%；归母净利润 2.41 亿元，同比+37.50%；扣非归母净利润 2.32 亿元，同比+36.28%。

牙膏收入初具规模，但盈利能力还需提升。合并报表层面公司 17Q1-3 收入 27.44 亿元，同比+68.83%，主要是厦门宏仁医药商业收入并表导致增速较高。分业务来看：医药商业收入 13.34 亿元，同比+135.21%；医药工业收入 11.46 亿元，同比+33.35%，我们估计增量主要是片仔癀系列的收入增长；日用品、化妆品合计收入 2.44 亿元，我们估计 17Q1-3 牙膏业务收入 1 亿元左右，已经初具规模，但 17Q1-3 牙膏子公司投入了 3000 万左右的促销费、广告及业务宣传费。综合牙膏业务收入、毛利率和费用等方面，我们判断 17 年牙膏子公司还将继续亏损，但长期来看前景可期。公司 17Q1-3 投资收益 4746 万元，同比增加 3597 万元，主要是公司出售福建太尔电子科技股票带来收益。

维持“审慎推荐-A”评级。我们预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 39%、24% 和 18%，对应 EPS 为 1.24 元、1.54 元和 1.82 元。当前市值对应 17 和 18 年 pe 估值 52X 和 42X 左右，符合片仔癀的稀缺性和持续提价的预期，期待牙膏业务盈利水平的提升，维持“审慎推荐-A”评级。

风险提示：片仔癀系列提价进度不达预期，产品销售不达预期。

## 124、天赐材料（002709）—业绩基本符合预期，长期竞争力更加稳固

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

基本符合预期，电解液降价影响盈利能力。Q3 单季度实现营收/归上净利润分别为 5.98/1.01 亿元，同比增长 9.84%/-18.54%，Q3 的毛利率/净利率分别为



33.48%/16.91%，同比下降约 7.7/6.6 个百分点，环比下降 2.5/3 个百分点；前三季度毛利率/净利率分别为 35.1%/18%，同比下降 6/5.5 个百分点，综合期间费用率约 15.12%，同比上升 1.33 个百分点。公司盈利能力下降主要系今年电解液与 LiPF<sub>6</sub> 产能迅速释放，价格快速跌至 4.8/15 万/吨，叠加日化原材料涨价导致成本上升。

电解液价已稳量将升，成本更低的液体 LiPF<sub>6</sub> 正加速扩产。2017 年，电解液行业量增长无法抵消价格的下降，目前电解液价格已触底企稳，公司正加紧扩产成本更低的液体 LiPF<sub>6</sub>，预计公司 LiPF<sub>6</sub> 产能与产量今明两年均翻倍增长，产能扩张或超市场预期，2018 年增长有望加速。

新型锂盐产能迅速爬坡，放量将助电解液市占率持续提升。公司正加紧推进 300 吨新型锂盐 LiFSI 量产，设计产能约 30 吨/月，目前产量约 5 吨/月，9-10 月产线调整优化后，产能开始迅速爬坡，年底有望大幅提升产量，新型锂盐显著提升公司电解液的核心竞争力，市占率有望继续上升；

正极材料产能大扩张开始崛起，循环经济贡献业绩增量。公司采用 LiPF<sub>6</sub> 副产物硫酸铁等作为原材料，生产磷酸铁锂正极材料，现有产能 1 万吨，募投的 3 万吨磷酸铁锂产能正在逐步释放，循环经济的构建有望在 2018 年显著地贡献业绩增量。

投资收益贡献将加大，材料产业平台化布局正形成。公司这两年先后参股容汇与云锂进入上游碳酸锂资源端，以保障碳酸锂的供应与成本优势，容汇今年净利润有望达到 2-2.5 亿，明年有望保持高增长，进而贡献可观的投资收益；云锂股份技术独特，可能有预期差。公司材料领域的产业群平台化架构正在构建，未来，公司的日化、电解液、正极材料、有机硅等几大业务布局清晰。

维持“强烈推荐-A”评级。看好公司的管理能力与中期布局，维持“强烈推荐-A”评级，维持 62-67 元目标价。

风险提示：政策与新能源汽车销售低于预期；产品价格持续下降。

## 125、益丰药房（603939）—运营能力突出，业绩快速增长

（分析师：李珊珊 等；联系方式：0755-83734347 lishsh@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报：收入 34 亿，+28%；净利 2.2 亿，+38%；扣非净利 2.2 亿，+38%，实现 EPS 0.61 元。Q3 单季度收入 12 亿，+30%；净利 6500 万，+38%；扣非净利 6600 万，+40%。

评论：

1、多因素叠加，公司业绩延续快速增长。公司三季报扣非净利增 38%，Q3 扣非净利增 40%，业绩延续快速增长，我们认为主要原因在于：（1）医保门店扩充带动放量。报告期公司应收款 3 亿（预计大部分为未结算医保款），比去年同期增加 28%，我们判断增量主要来自华东地区新获医保资质门店，医保对公司销售带动作用突出。（2）并购门店及可比店增长。公司目前直营门店 1820 家，相比去年同期门店数量增速 26%，我们推测公司可比店增速在 10%以上。（3）财务费用减少 1569 万增厚业绩。

2、门店扩张继续推进。公司目前拥有门店 1890 家（其中加盟店 70 家），相比年初增加 378 家，其中直营增加 331 家，加盟增加 47 家。其中 Q3 单季度净增门店 107 家（其中，新开 81 家，收购 18 家，加盟店 20 家，关闭 12 家）。三季度收购荆州普康大药房 42 家门店和上海布衣大药房 1 家大型店。

3、业绩高增长有望持续。我们判断公司业绩高增长有望持续，理由在于：（1）公司在华东地区医保店比率前期较低，受益于医保政策放开，有望享受新获医保店带来的快速放量。（2）公司是业内公认管理能力优异的连锁药企，稳健的外延扩张以及内生挖潜增效均有望推动公司业绩快速增长。

4、维持审慎推荐。公司是行业内公认的管理水平优异的连锁药店龙头，“内生+外延+优秀整合能力”使公司成长动力十足。预测 17 年净利增 35%，当前 PE47 倍，维持审慎推荐评级。风险提示：并购整合风险，药价下调风险。

## 126、威创股份（002308）一定增顺利完成，幼教版图扩张进入落地执行阶段

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

事件：

定增顺利完成，发行价格 13.60 元/股，融资规模 9.18 亿元。

点评：

1、定增顺利完成，消除市场顾虑，幼教项目扩张进入落地执行阶段。

公司于 2016 年初启动定增，此前经历中止、方案调整、拿到批文、发行完成历时近两年。市场此前因定增迟迟不落地而担心公司对外扩张的进度，如今定增顺利完成，公司募投项目及对外收购将进入正式落地执行阶段。

2、重申推荐逻辑：以幼儿园为入口布局儿童生态圈，打造幼教行业龙头企业。

战略第一步：进入幼教行业。公司通过收购红缨教育和金色摇篮切入幼儿园领域，目前拥有园所数量近 4000 家，覆盖幼儿人数 80 万+，是国内最大的幼儿园连锁运营机构。

战略第二步：兼并收购，提升行业影响力。通过持续不断地投资、并购战略增加幼儿园所数量及覆盖人数，扩大行业影响力及品牌知名度。目前新增标的包括可儿教育、鼎奇教育等，未来一方面能够为上市公司增厚业绩，另一方面也在战略层面提升公司的行业地位。

战略第三步：产业链延伸，打造幼教生态圈。公司以幼儿园为流量入口，在做好园所运营的同时，开始向以幼儿园运营管理为核心的前端业务和以幼儿各项需求为核心的后端业务延伸，从而实现产业链的打通，最终实现幼教生态圈的建设。目前公司投资了幼师口袋平台，同时与南京康轩、蓝迪、巧虎等优质幼教品牌达成了初步战略合作意向，努力提升产业链的整体服务能力

3、坚定看好公司长期发展，维持“强烈推荐-A”评级。

公司是 A 股最纯正的幼教企业，我们坚定看好其发展战略，认为公司具备成为行业龙头的潜力。我们预计公司 2017/2018 年净利润分别为 2.65/3.29 亿（不考虑完成业绩承诺后的激励奖金），同比增长 45.6%/24.1%。考虑到公司正在进行的增发和今年可能的外延收购及公司储备标的，我们预计今年备考净利润有望超过 3 个亿，对应增发后 PE 为 42 倍。维持“强烈推荐-A”评级。

4、风险提示：幼儿园运营管控风险；外延收购不及预期。

## 127、志邦股份（603801）—业绩符合预期，稳健增长渠道为先

（分析师：郑恺 等；联系方式：021—68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布三季报，2017 年前三季度实现营收 14.85 亿元，同比增长 35.59%，归母净利润 1.55 亿元，同比增长 30.36%；扣非净利增长 41.93%；EPS 为 1.16 元。

评论：

### 1、大宗业务&海外渠道扩张放缓，影响三季度收入增长减速

三季报业绩基本符合我们预期。3Q 单季公司收入增长 30.69%，增速环比下降 10.2pct，主要因大宗业务（收入占比约 15%）以及海外渠道（收入占比约 3%）扩张放缓。在三季度地产偏弱以及装修小淡季的背景下，公司通过渠道持续优化、加强主动营销等方式积极提升店效，经销渠道（收入占比 70%以上）1~9 月收入持续 35.5%的较好增长，较上半年 36.09%的增速环比略降 0.59pct。分产品看，前三季度厨柜、衣柜收入分别同比增长 31.7%、127%。此外，9 月末公司预收账款余额再创历史新高高达 3.59 亿元，表明在手订单情况向好。

### 2、门店快速扩张为未来增长提供保障，盈利稳健

门店快速扩张持续推进，前三季度新开厨柜门店 145 家至 1257 家，新开衣柜门店 135 家至 288 家，预计全年厨衣门店分别新增 200 家左右。1~9 月毛利率同比下降 0.93pct 至 36.05%，销售费用率下降 1.16pct，管理、财务费用率分别提升 0.14pct、0.88pct；营业利润增长 34.31%，净利率略降 0.42pct 至 10.42%。3Q 单季来看，毛利率同比提升 1.57pct 至 35.8%，主要因去年同期公司对经销商集中返利导致 3Q16 毛利率偏低；3Q17 营业利润、归母净利润分别同比增长 38.35%、31.05%，净利率 13.79%。

### 3、厨衣协同终端扩容，维持“强烈推荐-A”评级。

看好公司“以整体厨柜为基础、以全屋定制家居为方向”的经营策略，以及务实稳健的发展节奏：以厨柜带衣柜协同发展，推出“法兰菲”衣柜延伸全屋定制、IK 系列扩大客户群。同时升级新老加盟店面，持续优化业务结构和供应链管理，多元化渠道、产能

建设推进，为未来持续快速发展奠定基础。预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.46 元、1.96 元、2.58 元，归母净利分别同比增长 31%、35%、31%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：行业竞争加剧，房地产销量不达预期。

## 128、巨化股份（600160）—三季报点评：业绩亮眼打消市场疑虑

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报，前三季度实现收入 100.23 亿，同比+36.03%，实现归母净利润 8.08 亿，同比+1043%，综合毛利率 19.88%；其中三季度实现收入 35.3 亿，同比+46.03%，归母净利润 2.82 亿，同比+1187%，三季度业绩略超预期。

评论：

### 1、制冷剂板块淡季表现亮眼打消市场疑虑

从经营数据看，前三季度制冷剂贡献收入 24.34 亿，占比 34.7%（剔除贸易业务），仍为公司第一大业务板块。三季度制冷剂实现销量 5.0 万吨，环比增长 11.1%，显示出下游空调需求持续改善以及维修后市场不断放大下开工率得到提升；三季度产品价格虽有所回落，制冷剂三季度成交均价 15893 元/吨，较二季度均价环比回落 20.5%，但从原材料价格看，主要原材料萤石和无水氢氟酸三季度均价分别为 1506 元和 6995 元/吨，环比同样回落 17.8%和 27.0%，再叠加订单执行存在一定滞后性，因此制冷剂板块整体表现有望打消市场疑虑。自 9 月下旬以来，本轮制冷剂行情在经历了三季度淡季去库存调整后开始重新发力，产品价格开始企稳回升。

### 2、非制冷剂板块经营持续改善

我们一直强调公司非制冷剂业务经营改善同样值得关注。如石化业务（环己酮-己内酰胺）经营持续好转，在半年度已经实现扭亏的情况下（毛利率 10.89%），报告期内盈利继续提升；同时氯碱板块持续走强并有望贯穿全年，公司现有折百 46 万吨烧碱产能开工饱满，且进入四季度旺季以来烧碱价格再次提升，目前折百价格已破 4000 元/

吨，吨净利超 1000 元。我们认为今年公司非制冷剂板块强势崛起，全年有望占据整体利润的半壁江山。

### 3、守得云开见月明，维持强烈推荐

我们看好新一轮制冷剂补库存行情提前演绎，主要逻辑有三：一是今年环保强约束使得从最上游萤石环节开始全产业链面临开工率受限，氢氟酸等原材料提供较强价格支持；二是经历了年初的价格暴涨行情，经销商普遍有提前备货意愿；三是今年空调淡季销量持续超预期导致库存去化加速。而制冷剂行业自身特殊属性（全球变暖控制，蒙特利尔协议）决定了后续全球几无新增产能释放，历经六年去产能当前供需格局已经得到显著改善，行业集中度已经很高（如 R134a 国内 top3 全球份额超过 60%）。经历充分调整并踏上新平台的制冷剂可谓守得云开见月明，值得重新走进投资者视野。此外公司非制冷剂板块强势崛起，明年募投项目陆续达产，预计今明两年 eps0.54/0.78，对应 PE22/13 倍，维持强烈推荐。

风险提示：制冷剂产品价格低迷、原材料价格波动

## 129、铁汉生态（300197）—业绩高增长符合预期，现金流有所改善

（分析师：王彬鹏等；联系方式 021-68407543wangbinpeng@cmschina.com.cn）

事件：

公司前三季度实现营收 47.14 亿元，同比增长 93.62%；净利润 4.59 亿元，同比增长 59.26%，EPS 为 0.30 元。

评论：

### 1、业绩高增长符合预期，营收和净利润增速逐季提升

公司前三季度实现营收 47.14 亿元，同比增长 93.62%，增速较 16 年同期提升了 44.54 个 pp，主要因为签订的大量 PPP 订单逐步落地，业务规模快速增长，根据公告数据显示，年初至今，公告新签订单 86.28 亿元，其中 PPP 订单 82.66 亿元，考虑到部分订单没有公告，实际订单预计将实现爆发式增长。公司实现净利润 4.59 亿元，同比增



长 59.26%，增速低于营收增速，主要因为：1) 处于开工前期的项目毛利率相对较低；2) 长期股权投资收益减少导致投资收益减少 0.45 亿元；3) 管理费用率和财务费用率分别下降 1.48 和 1.20 个 pp。分季度看，营收及净利润增速不断提升，Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 92.11%、93.11% 和 94.78%，保持高水平且稳定提升；Q1/Q2/Q3 净利增速分别为 7.21%、50.36% 和 71.18%，增速不断提升。

## 2、毛利率下降，期间费用率下降，现金流改善

公司前三季度毛利率较去年同期下降 2.81 个 pp 至 26.08%，我们认为主要因为项目处于项目开工前期，毛利率相对较低；公司净利率下降 2.30 个 pp 至 9.58%，主要因为公司加强管理及规模效应，管理费用率下降 1.48 个 pp，此外，财务费用率下降 1.20 个 pp，期间费用率整体下降 1.63 个 pp。

公司项目落地推进较快，预收款项相比去年同期增加 1.44 亿元，而且前三季度经营活动现金净也有所改善，经营现金流金额为 -3.17 亿元，与去年同期相比增加 2.23 亿元，主要因为公司回款改善且付款有所放缓，公司收现比为 83.89%，提升了 1.23 个 pp，付现比下降了 1.36 个 pp 至 63.16%。资本结构方面，资产负债率提升 14.57 个 pp 至 65.19%，主要因为业务规模扩大，资金需求增加，长短期借款增加 35.41 亿元，但付息负债率下降 5.67 个 pp 至 63.89%，在手现金/收入提升 8.17 个 pp 至 54.66%。营运能力方面，运营周期减少 31.31 天，其中应收账款周转天数减少 4.96 天，存货周转天数减少 47.51 天，总资产周转率提升 5.36 个 pp，运营能力有所提升。

## 3、PPP 订单充足，股权激励加速订单转化，维持“强烈推荐-A”评级

PPP 订单充足、股权激励加速订单转化，业绩有望高增长，同时积极外延并购，强化产业链整合能力。我们预计 17、18 年公司 EPS 分别为 0.54 和 0.73 元/股，对应 PE 分别为 28.5 和 21.0 倍，维持“强烈推荐-A”评级。

## 4、风险提示：PPP 项目推进不及预期，投资不及预期，回款风险

# 130、奥瑞金（002701）—业绩略低于预期，原材料上涨拖累盈利

（分析师：郑恺 等；联系方式：021-68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报，17 年 Q1-Q3 实现营业收入 55.33 亿元，同比下降 1.61%；归母净利润 6.52 亿元，同比下降 36.26%。Q3 单季度实现营收 21.98 亿元，同比增长 0.93%，归母净利润 2.38 亿元，同比下降 42.09%，业绩略低于预期。公司预计 17 年全年净利润区间 5.77-10.38 亿元，同比下降 10%-50%。

评论：

#### 1、中国红牛商标纠纷尚处解决中，原材料上涨侵蚀毛利率

公司下游大客户中国红牛与泰国天丝医药因红牛商标使用许可事宜引发法律纠纷，牵涉奥瑞金的相关诉讼目前处于中止状态，中国红牛与泰国天丝的纠纷尚处于解决过程中，公司收入端同比持平，为中国红牛相关产品提供包装业务正常开展。17 年 Q1-Q3 毛利率为 29.16%，较 16 年 Q1-Q3 下降 6.98pct，Q3 单季度毛利率 29.72%，公司主要原材料镀锡薄板和铝价格上涨明显，17 年 Q1-Q3 镀锡薄板周平均价格为 6398.8 元/吨，相比 16 年同期提价 672.6 元/吨；17 年 Q1-Q3 铝周平均价格为 14221.5 元/吨，相比 16 年同期提价 2187.4 元/吨，在下游客户相对强势转嫁能力较弱的情况下，原材料成本上涨侵蚀公司毛利率。

#### 2、两片罐产能建成转固，有望贡献新的业绩增长点

公司 17 年 Q3 季度末在建工程较年初下降 66.03%，主要是湖北咸宁新型两片罐项目、湖北咸宁饮料灌装项目和陕西宝鸡二片罐项目建成转固。公司湖北咸宁铝瓶罐和纤体罐的规划年产能分别为 3 亿罐和 7 亿罐；湖北咸宁啤酒铝瓶罐规划产能 2.5 亿罐；陕西宝鸡两片罐新产能为 9 亿罐。随着公司两片罐领域的创新以及两片罐行业的逐渐整合，两片罐业务有望给公司贡献新的业绩增长点。

#### 3、看好公司在大包装领域的布局，维持“强烈推荐-A”评级

公司自 15 年与永新股份、中粮包装、沃田农业进行股权合作，作为金属包装行业龙头企业，公司积极进行包装领域的布局，我们看好公司三片罐业务的客户多元化以及两片罐行业的不断整合，预计公司 2017~2019 年净利润分别为 9.79、10.56、11.89 亿元，同比分别增长-15%、8%、13%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：下游大客户商标纠纷，原材料成本持续上涨

## 131、中国国旅（601888）—三季报业绩超预期，免税龙头王者归来

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

10月26日，中国国旅发布三季报。2017年前三季度，公司实现营业收入207.4亿元/增长26.1%；实现归属净利润19.1亿元/增长30.6%；扣非后归属净利润18.9亿元/增长30.1%；实现每股收益0.98元/增长30.6%。

Q3实现营业收入81.2亿元/增长32.3%；归属净利润6.1亿元/增长71.7%；扣非后归属净利润6.0亿元/增长72.2%。业绩超市场预期。

评论：

1、三亚免税店Q3利润大增，北京日上并表进一步增厚。Q3公司营收增长32.3%，归属净利润增长71.7%。一方面，北京机场日上店从今年4月开始并入中免，Q3增厚营收和利润规模。另一方面，剔除北京日上并表影响，公司Q3归属净利润增长54%（Q2增长29.2%），业绩增长明显提速，主要是因为Q3三亚免税店利润贡献大幅增长，而其他传统免税利润和旅行社利润保持稳定。

2、Q3三亚免税店购物人次快速增长，净利率大幅提升。在上年免税购物人次下滑的低基数之上，今年以来三亚免税店销售额强势反弹，Q3免税购物人次和免税销售额均增长超过50%，三亚免税店贡献利润大增，且净利率较往年大幅提升。一方面因为销售额的增长，另一方面由于去年Q3计提奖金较多。考虑到去年三亚店销售从11月恢复至两位数增长，而今年十一长假销售额仍有增长37%，因此预计三亚店Q4增速不低。

3、日上并表带来毛利率提升、销售费用上涨。公司Q3综合毛利率26.7%/上涨6.5pct，主要是日上并表，使得高毛利的商品销售业务收入占比提升。Q3销售费用率为12.1%/上涨4.5pct，主要是日上并表带来大量租赁费；管理费用率为3.6%/下降0.6pct；财务费用率-1.0%/下降0.6pct，主要是报告期内新增定期存款利息。

4、新签白云机场 T2 航站楼出境免税店，扣点率回归理性。10 月 9 日，中免公司通过谈判方式，取得白云机场 T2 航站楼出境免税店，新协议首年月保底销售额 3292 万元/月，与此前签订的入境免税店保底额相近，但提成比例降至 35%，远低于入境店的 42%，将有效缓解入境店经营压力，为公司贡献业绩增量。白云机场 T2 出境店将于 2018 年 2 月起运营，8 月开始按保底销售额提成。

### 132、乐普医疗（300003）—业绩延续快速增长，收购胰岛素大品种

（分析师：李珊珊 等；联系方式：0755-83734347 lishsh@cmschina.com.cn）

事件：

三季报收入 33 亿，+30%；净利 7.4 亿，+36%；扣非净利 7 亿，+31%。公告：1、拟 5.4 亿以项目里程碑节点分次股权收购辽宁博鳌生物 75%股权，获得在研门冬和甘精胰岛素。2、拟 1 亿增资北京锐镜获其 51%股权，整合药械流通平台。

评论：

1、三季报延续快速增长。公司三季报收入增 30%，净利增 36%，扣非净利增 31%，基本符合我们预期。我们判断业绩增长来自于器械板块中支架、IVD 和外科手术器械整体稳健增长同时叠加两大药品氯吡格雷和阿托伐他汀的快速放量。

2、财务指标方面。毛利率 66%，提升 5.5%。销售费用 7 亿，+63%，剔除并表影响 2228 万后，增 58%，销售费用率的提升预计主要与公司药品板块推广力度加大有关；财务费用 6809 万，+87%，主要受利息支出及融资成本上升影响；管理费用 4 亿，+26%，管理费用率略有下降。报告期公司期间费用率 36%，+4.6%。

3、收购博鳌生物获得胰岛素品种。拟 5.4 亿以项目里程碑节点分次股权收购辽宁博鳌生物 75%股权。其中前两次各投入 2164 万和 1.2 亿，获得 40%股权，其中投资 7836 万用于临床。待甘精胰岛素报生产后再投 1.2 亿收购 15%股权；甘精胰岛素获批上市后再以 2 亿获得 20%股权。博鳌生物现有产品线中，甘精胰岛素约定 18 年底报生产，门冬胰岛素 17 年底报临床，同时有二代胰岛素在研。

4、 增资收购北京锐镜，整合器械流通平台。子公司维康通达拟 1 亿增资北京锐镜获其 51% 股权，北京锐镜专注于代理销售外科类医疗器械产品的公司，拥有较多的北京医院配送渠道，其在部队医院和“首医系”医院拥有非常良好的业务关系，目前直接配送医院有 31 家，通过二级配送商配送医院有 12 家医院。17 年 1-7 月收入 1452 万，净利 300 万。维康通达为公司未来的医疗器械流通配送平台，收购有助于强化公司在北京销售渠道，提前布局器械两票制。

4、 维持审慎推荐。公司心血管全产业链平台战略执行力非常强，内生和外延双轮驱动公司业绩保持较快增长，长期看好，预测 17 年净利增 32%，维持审慎推荐。风险提示：产品价格下跌，业务整合风险。

### 133、生物股份（600201）—双品种丰收，业绩高增长

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

国内养殖业进入规模化加速期且至少持续 10 年，动保行业持续扩容，预计口蹄疫行业 2020 年将增长至 55 亿，且龙头的市占率有进一步提高的空间，本次三季报继续验证了公司长期逻辑，预计未来 3-5 年，生物股份能保持 30% 的营收增长，维持强烈推荐评级。

公司前三季度实现营业收入 13.24 亿，同增 28.25%，归母净利润 6.82 亿，同增 40.71%。三季度营业收入 5.71 亿，同增 38.37%，归母净利润 2.95 亿，同增 46.70%，营业收入及净利润增长迅速。

规模化加速，新品种爆发

公司以牧原、温氏等大型养殖客户为根基，并且规模化浪潮推动疫苗需求快速上升，加上先打后补、财政直补政策的实施，公司口蹄疫市场苗和圆环苗销售增长异常迅速，上半年市场苗收入达 5.2 亿，同比增长 37%，圆环苗上半年销售爆发，达 5200 万，超去年全年，预计 2017 年营收有望突破 1 亿元。

渠道逐步下沉，提升市占率

公司由广东、广西、福建等地逐步开发至河南、山东、湖北、浙江、安徽等多个新市场，不断开拓销售范围，2016 年末覆盖的万头以上的大型养殖户客户达 4000 家，市

场苗渗透率在行业内处于第一位。以温氏和牧原为例，其疫苗渗透率达到 60% 以上。公司未来战略是在继续下沉，2017 年上半年，新增 1000 户 5 千至 1 万头出栏规模的养殖户，成效显著。

收购辽宁益康，切入禽苗招采领域

辽宁益康是国内获得 H7 亚型禽流感疫苗生产种毒的 8 家企业之一，收购辽宁益康可获得高致病性禽流感（H5+H7）疫苗生产资质，成功切入禽流感招采苗领域，并且公司可以利用自身先进工艺对辽宁益康产品升级改造，提升疫苗品质，通过双方优势协同发展，快速提升公司的盈利能力和市场竞争力。

盈利预测与估值：我们预计公司 2017/18/19 年公司归母净利 8.63/11.31/14.91 亿元，EPS 为 0.96/1.26/1.66 元，给予 2018 年 25-30 倍 PE，目标价 31.5-37.80 元，具有 19%-43% 的空间。给予“强烈推荐-A”评级。

风险提示：猪价快速下行、市场苗渗透速度慢于预期、养殖规模程度低于预期。

### 134、国机汽车（600335）—Q3 同比大增 44%，行业健康发展

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：

公司公布了三季度财务数据，实现营收 120 亿（-6.9%），净利润 1.5 亿（+44%）。前三季度实现营收 376 亿（-4.25%），净利润 6.6 亿（+22.64%）。预计 17-19 年 eps 分别为 0.79/1.03/1.29 元，对应 18 年 12.6Xpe，维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

1、Q3 盈利增速大幅快于收入，得益于结构调整及投资收益贡献

公司三季报高增长，实现营收 120 亿（-6.9%），净利润 1.5 亿（+44%）。前三季度实现营收 376 亿（-4.25%），净利润 6.6 亿（+22.64%）。盈利增长大幅高于收入得益于公司业务结构调整及投资收益贡献。自 16 年以来，公司新增客户保时捷、林肯、特斯拉均采用纯收入入账方式（以往更多依靠资金融通流水），因此收入端下降但盈利端持续增长。同时，公司三季度处置股权获得投资收益 5500 万，增厚 eps。



## 2、平行进口下半年启动顺利，融资租赁稳定发展

高盈利的平行进口 7 月正式展开，去年到港 1000 辆路虎三季度开始贡献业绩，预计全年 2000 台，四季度环比更多，预计此业务单车毛利约 5-6 万元，增厚盈利 5000 万。按照公司在进口车的市场份额测算，如若在平行进口领域亦达到 20% 份额，盈利空间在 10 亿左右，再造一个国机汽车。同时融资租赁上半年投放 20 亿，下半年尚有 50 亿额度，空间潜力大。

风险提示：平行进口业务推进不及预期

## 135、宝泰隆（601011）—业绩增长超预期，针状焦项目值得关注

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，期内实现营业收入 20.23 亿元，同比增长 81.81%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 494.94%；实现基本每股收益 0.11 元，同比增长 450%。

评论：

### 1、煤化工回暖、产品价格上行，盈利能力持续提升

前三季度，煤化工行业持续回暖，焦炭价格大幅上涨，由年初的 1500 元左右大幅上涨至的 2500 元左右，2016 年同期焦炭均价在 1000 元以下，同比明显上涨。报告期内，公司焦炭销售 94.87 万吨，同比增长 9.01%，营业收入达到 14.40 亿元，增长 123.56%，营业成本增长 106.43%，盈利能力明显增强。粗苯、精制洗油及沥青调和组分等业务营业收入均大幅增长，营业成本增幅相对较低，因此盈利空间扩大。今年初以来，公司净利率持续提升，Q3 达到 11.27%，同比增长 339%，环比增长 93%，盈利能力持续提升。

### 2、覆盖“煤、电、化、材、热、油”，针状焦项目投产值得关注

公司主营的现代煤化工，不仅可以提供油品、天然气等清洁能源产品，还能延伸发展烯烃、芳烃等石油替代产品。公司通过完整的循环经济产业链条将煤炭资源最大化利用，覆盖了“煤、电、化、材、热、油”等多个行业。

公司已建成的 5 万吨/年针状焦项目于 2017 年 10 月 25 日产出符合国标的熟焦产品，正式进入生产阶段。高品质针状焦下游主要应用领域为石墨电极和锂电池负极材料，其价格年初约 4000 元/吨左右，8 月份已超过 30000/吨，业绩弹性空间较大，其后续的销售情况及产能释放值得关注。

### 3、新材料业务值得期待

公司依托当地丰富的石墨资源，积极推动以石墨烯为核心的石墨及石墨深加工业务，从煤化工产业向新材料产业升级，进一步延伸产业链。100 吨石墨项目已于 2017 年 1 月 4 日建成试生产，并顺利产出石墨烯产品。公司的“宝泰隆高端石墨深加工特色产业集群”项目，将引领产业向高科技石墨深加工方向发展。石墨烯作为性能先进的新型材料，市场非常广阔，相关项目实施后，公司产业结构将更加优化，竞争力进一步提升。

### 4、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 1.94 亿元、2.17 亿元和 2.48 亿元，对应 EPS 分别为 0.14、0.16、0.18 元；对应目前股价 11.16 元，PE 分别为 79、70 和 62 倍，首次给予“审慎推荐”评级。

风险提示：能源价格、化工产品下跌风险，新材料业务进度不及预期风险。

## 136、海油工程（600583）—Q3 新开工情况不及预期，在手订单继续回暖

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

### 事件：

公司发布三季报。17 年前三季度公司实现营业收入 68.49 亿元，同比下降 14.87%；实现归属于上市公司股东的净利润 3.02 亿元，同比下降 72.8%；实现扣非后净利润 8936 万元，同比下降 83.76%；EPS 0.07 元。其中，17Q3 公司实现营业收入 26.7 亿元，同比下降 9.45%，归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元。

### 评论：

#### 1、Q3 Yamal 项目结算完成，新开工情况不及预期

前三季度公司营收和净利润仍有明显下降，关键因素是整体工作量不饱和，陆地建造业务完成钢材加工量同比下降近 30%，海上安装营运船天同比下降 35%。但同比降幅较上半年均略有收窄。利润降幅一方面有工作量不饱满的原因，另一方面和去年同期因珠海子公司以珠海场地进行出资带来的资产增值和递延收益结转导致的高基数有关。公司披露数据显示，17Q3 的设计业务投入约为 28 万工时，建造业务完成钢材加工量 3.88 万结构吨，环比均有明显增长；但海上作业投入 2100 船天，环比略有下降。我们认为随 Yamal 等大体量、高毛利项目已基本在 Q2 竣工结算，Q3 未见其他新项目开工及结算，且汇兑损益集中在 Q2、Q3 处理，这是 Q3 利润环比 Q2 明显下滑的关键因素。

## 2、Q3 新增订单速度下降，但前三季度同比增幅明显，后劲有望增强

公告显示，三季度公司实现市场承揽额 8.2 亿元人民币，其中国内金额 7.44 亿元，海外金额 0.76 亿元，单季度市场承揽额较去年三季度 10 亿元左右的规模有所下降。但前三季度累计实现承揽额 61.32 亿元人民币，较去年 38.3 亿元明显增长，后劲明显增强。新承揽额中海外金额依然较少，实际上我们调研了解目前公司正在跟踪的海外项目为数不少，且公司在 Yamal 等国际重大项目中的突出表现，对于公司开拓海外市场大有裨益。公告显示公司已经获得了沙特阿美公司大型海上项目总承包资质，对开拓中东市场业务具有重要意义。国内方面的项目来源主要是中海油，渤海旅大、南海流花等项目正即将进入项目启动阶段。

## 3、油价绝对水平仍在底部徘徊，滞后效应仍有待消化

海工板块的项目周期相对较长，高油价时期的项目消化完毕之后，才会在工程类公司的报表中有所体现，表现出明显的油价滞后效应。当前油价依然低迷，且市场纷纷调低未来 1-2 年的油价预期，实际资本开支存在调整的可能，工程业主或择机调整项目开工时间和进度，进而影响公司的订单执行和收入确认情况。

## 137、泸州老窖（000568）——加速迈向千亿市值

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

公司单三季度收入超预期，白酒主营利润增长超 70%，符合我们中报后半程加速的判断，草根调研国窖三季度增长 60%，各区域均有加速。茅五批价持续上行趋势不会改

变，国窖渠道支持到位，在空白市场持续放量仍可预见，明年中档酒有望加码，且费用仍具备较大压缩空间。考虑定增后调整 17-18 年 1.82 和 2.40 元 EPS，给予 18 年 30 倍，对应 72 元目标价，继续看千亿市值目标，在乐观的市场环境下预计明年初即可实现，维持“强烈推荐-A”评级。

国窖发货高增带动三季度收入超预期。公司前三季度收入 72.80 亿，净利润 19.97 亿，同比增长 23.79% 和 32.6%，其中单三季度收入利润增长 32.53% 和 34.15%，利润符合预期，收入超我们及市场的 25% 预期，若只考虑白酒业务营业利润同比增长超过 70%。我们在中报分析公司在二季度发货有所控制，下半年势必会加大发货量，且公司 7 月宣布国窖停货提价到 740 也给有一定缓冲期，三季度回款和发货均超预期。我们草根调研了解到国窖四川上半年增长 30%，三季度提速到 40% 以上，华北华中市场上半年 50% 左右提速到 80% 以上，华东等市场三季度显成效，整体由中报的 45% 提速到 60%。中档酒年初提价后销量稍有下滑，收入持平，低端延续上半年的恢复增长，产品结构提升以及买赠记入费用端带来三季度毛利超 80%。

回款大幅增加，四季度收入预期乐观，销售费用下降带来业绩弹性。由于国窖占比提升，公司前三季度费用投入 14.62 亿，同比增长 57%，其中三季度费用增长近 80%，主要来自广告费用和促销费用。全年公司规划 19.3 亿费用，四季度可投放不到 4.6 亿，同比去年 Q4 的 6.08 亿费用有明显下降。三季度现金回款增长 77%，预收款继续增加，四季度虽偏淡季，但公司经销商数量和终端门店持续增长，且经销商打款任务已近完成，预计四季度报表仍将有 30% 左右增长，而利润由于费用降低则有更大弹性。

国窖仍具备较快增长潜力，中档酒明年恢复高增长。国窖今年规模将达 5000 吨，市场不必担心未来的持续增长。一方面茅台价格当前 1400，预计明年春节前后批价到 1500，五粮液提高批发价格的决心坚定，国窖当前批价到 730，性价比仍然较高。另一方面国窖在四川市场增速仍有 30% 以上，渠道继续深耕，在其他空白市场大量招商，渠道支持力度较大，未来仍具长远增长潜力。今年特曲价格提升到 200 后销量受损，明年将成为公司投入的重点，预计将全面放量。低端酒消费基础较好，可对地方性低端品牌进行强势挤压，预计逐步进入稳定增长状态，公司未来仍可保持 20% 以上增速。这几年投入大量费用用于品牌宣传和渠道建设，随着渠道利润恢复，明年费用可压缩空间较大，业绩增速则会更快。

继续看千亿市值目标，乐观市场环境下明年初即可实现，维持“强烈推荐-A”评级。国窖近期股价相对弱于五粮液，主要在于投资者对国窖未来的持续增长担忧，估值也相对较高。今年 Q3 国窖仍保持 60% 增长，渠道利润丰厚、服务到位，随着茅五批价上行，空白市场招商较为轻松，国窖仍具备较快增长的潜力；预计明年公司将费用向中档酒倾斜，今年提价后明年放量，带来新的增长推动力；费用可压缩空间较大，在市场环境好转，白酒报表高增的状态下，老窖有足够的余粮保持未来 2 年的业绩 30% 以上高增长。考虑定增后调整 17-18 年 1.82 和 2.40 元的 EPS，给予 18 年 30 倍，对应 72 元目标价，看千亿市值目标，在乐观的市场环境下预计明年初即可实现，维持“强烈推荐-A”评级。风险提示：竞品放量、新市场不达预期。

### 138、海天味业（603288）—增速领跑盈利夯实，龙头风范尽显

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

公司三季报再超市场预期，单 Q3 收入领跑行业，毛利率进一步提升，高费用投放下净利率仍保持在 23% 以上，未来盈利空间更大。随渠道下沉、品牌夯实，竞争优势更加明朗，提高 17-18 年 EPS 到 1.30 和 1.59 元，考虑公司持续的增长性，给予 18 年 35 倍，对应一年目标价 55.7 元，维持“强烈推荐-A”评级。

三季度业绩再超预期，龙头风范尽显。海天 1-9 月营业收入 108.46 亿元，同比增加 21.04%，归母净利润 25.39 亿元，同比增加 24.49%；其中单 Q3 营业收入 34.08 亿元，同比增加 22.09%，归母净利润 7.16 亿元，同比增加 29.30%，公司业绩再超市场预期，同时单三季度收入增速领跑行业，尽显龙头风范。结合半年报情况来看，酱油、蚝油约有 20% 左右增长；其中上半年量端有 10% 以上增长，价格端 3-4% 成长，二季度以来公司已全面提价，预计下半年价格增速在 8% 以上。现金回款与收入同步，预收账款稳中有升，公司资产质量和经营效率进一步提升。理财产品增至 50 亿左右，对业绩贡献亦不能小视。

行业价量共振，龙头份额收割加速，全年高增长无虞。2017 年上半年餐饮增速恢复至 11.2%，大众餐饮崛起对量端拉动明显，终端旺盛需求叠加海天价格领导力，提价支撑性强，行业呈现价量齐升态势。除提价外，顺应消费升级，公司自身结构亦持续提升，味极鲜等中高端酱油增速较快。渠道进一步下沉，公司 2015 年覆盖县 1400 家，按每年拓展 150 个县，估测今年在 1700 家左右，按统计局数据县级市、县约 2000 个，渗

透率已在 80%以上。2016 年以来受成本整体上升、环保压力加大等影响，小厂生存艰难，海天凭借渠道下沉，在低线城市、县乡难遇竞争对手，加速收割份额。

毛利率再提升，未来净利率空间可看更高。前三季度毛利率进一步提升至 45.4%，同比提升 1.6%，环比升高 1.3%，在包材、白糖等原料成本上升压力下，公司通过上游产业链管理、下游提价等方式保障毛利率水平稳中有升，体现了强大的议价能力。公司单 Q3 销售费用 5.42 亿，管理费用 2.04 亿，均系上市以来最高单季度投放。销售费用中广告端投放较大，主打味极鲜、黄豆酱等升级单品，品牌力进一步夯实，2017 年跃居凯度快消品榜单第五；管理费用率单三季度环比提升 2.5pct，绝对值提升 8500 万，考虑到设备折旧基数较小、人员工资短期环比波动不大等情况，推测公司研发投入高增。短期来看，费用端高投放让公司报表暂收敛光芒，但长期有利于公司进一步提升品牌力、产品力，若后期费率降至平均水平后，净利率提升空间更大。

### 139、合兴包装（002228）—业绩超预期，龙头企业获客优势凸显

（分析师：郑恺 等；联系方式：021-68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告三季报，17 年 Q1-Q3 实现营业收入 42.8 亿元，同比增长 72.58%；归母净利润 1.03 亿元，同比增长 47.24%。Q3 单季度实现营收 17.36 亿元，同比增长 99.76%，归母净利润 0.32 亿元，同比增长 67.91%，业绩超预期。公司预计 17 年全年净利润区间 1.24-1.54 亿元，同比增长 20%-50%。

评论：

#### 1、原材料价格波动凸显龙头企业优势，客户获取能力持续增强

16 年四季度以来箱板瓦楞纸价格波动剧烈，2017 年箱板瓦楞纸价格延续这一趋势，呈现剧烈上涨态势。2017 年 8 月 10 日国家环保部正式发布进口废纸新政征求意见稿，拟从 18 年 1 月开始禁止混合废纸的进口，2017 年 5 月开始废纸进口额度审批额度趋近，造纸行业原材料紧缺。在纸价上涨和原材料紧缺的背景下，公司凭借龙头议价力较为及时的传导了涨价成本，同时在原纸供应较为紧张的时期能够保证客户供应，为



公司开辟战略客户提升了竞争力，实现了包装量的增加和包装品价格的上涨，助力公司收入端高增。

## 2、纸价上涨侵蚀毛利空间，管理精益致期间费用率下行

毛利率方面 17 年 Q1-Q3 为 14.28%，较 16 年 Q1-Q3 提升 3.11pct，Q3 单季度毛利率 12.67%，箱板瓦楞纸价的上涨致毛利率下降。费用率呈下降趋势，销售费用率方面 17 年 Q1-Q3 为 4.39%，较 16 年 Q1-Q3 降低 1.18pct，Q3 单季度销售费用率为 3.98%；管理费用率方面 17 年 Q1-Q3 为 4.47%，较 16 年 Q1-Q3 降低 0.9pct，Q3 单季度销售费用率为 4.36；财务费用率方面 17 年 Q1-Q3 为 0.92%，较 16 年 Q1-Q3 降低 0.44pct，Q3 单季度财务费用率为 0.92%。

## 3、外延收购助力业务扩张，新业务领域展开在即，维持“强烈推荐-A”评级。

公司目前拥有 30 多个生产基地，通过参与设立产业并购基金，收购了国际纸业在国内 15 家和东南亚 4 家工厂。公司非公开发行股票已于 6 月 7 日获得证监会批文，拓展 IPS 和 PSCP 两大核心增量业务，从传统产品纸箱的供应商向整体包装服务商转变，预计公司 17-19 年净利润分别为 1.34、1.62、1.95 亿元，同比增长 30%、21%、20%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：PSCP 平台推广低于预期，包装纸价超预期持续上涨。

## 140、大亚圣象（000910）—业绩符合预期，内部体系梳理助力效率提升

（分析师：郑恺 等；联系方式：021—68407559 zhengkai1@cmschina.com.cn）

### 事件：

公司公告三季报，17 年 Q1-Q3 实现营业收入 48.29 亿元，同比增长 11.7%；归母净利润 3.63 亿元，同比增长 28.8%。Q3 单季度实现营收 18.76 亿元，同比增长 17.4%，归母净利润 2.23 亿元，同比增长 25.2%，业绩符合预期。

### 评论：

## 1、地板结构调整，毛利率抬升促进盈利质量改善

在家居行业消费升级的驱使下，公司努力发挥圣象地板的品牌价值，严格控制微利的地板出口量，提升高毛利率的多层和三层实木复合地板销量，公司盈利能力提升明显，圣象地板带动大亚密度板销量（强化地板基材）销量，协同效应明显。17 年 Q1-Q3 毛利率为 35.8%，较 16 年 Q1-Q3 提升 1.1 pct，Q3 单季度毛利率 37.1%，毛利率保持微升。费用率保持稳定，17 年 Q1-Q3 销售费用率为 14.7%，较 16 年 Q1-Q3 提高 0.8pct，Q3 单季度销售费用率为 12.2%；17 年 Q1-Q3 管理费用率为 9.3%，较 16 年 Q1-Q3 降低 0.7pct，Q3 单季度管理费用率为 7.9%。

## 2、股权激励调动员工积极性，梳理内部管理提升效率

17 年 6 月，公司推出限制性股票激励计划，激励对象范围涵盖公司总部、圣象地板业务体系、人造板业务体系的管理层和核心员工，充分调动公司员工积极性，进一步提升公司凝聚力。公司并购圣象地板完成主业梳理后，积极提升内部管理效率，在原材料采购上根据战略规划，不断提高采购策略，对原材料进行实时监控，做好合理库存；在产品销售上，主要采取自主品牌的经营模式，通过直销模式和经销商模式以及网络销售模式，提升公司品牌形象。

## 3、木地板行业龙头，多渠道提升经营效率，维持“强烈推荐-A”评级。

公司目前拥有 4,700 万平方米的地板生产能力，同时拥有近 3,000 家统一授权、统一形象的地板专卖店，在 20 多年来经营过程中，用户规模超过 1,500 万户，存量客户使得公司作为木地板行业龙头在二次置换&翻新市场处于领先优势。公司积极引进优秀管理人才，利用股权激励和内部管理等手段梳理好新老团队，提升经营效率。预计公司 2017~2019 年净利润分别为 6.93、8.55、9.98 亿元，同比分别增长 28%、23%、17%，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：房地产销售下滑导致地板需求下降，原材料成本上涨

## 141、浙江鼎力（603338）一业绩持续高增长，定增获批文

（分析师：刘荣 等；联系方式：0755-82943203 liur@cmschina.com.cn）

前三季度净利润大幅增长 70%，符合预期。公司前三季度收入 8.66 亿元，同比增长 74%，实现归母净利润 2.27 亿元，同比增长 70%，符合预期。其中三季度单季收入 3.13 亿元，同比增长 73%，归母净利润 7795 万元，同比增长 58%。

单季度毛利率 41.2%，略有下降。受钢材价格持续处于高位所致，公司三季度单季毛利率 41.2%，较上年同期小幅下降 1.8 个百分点。前三季度整体毛利率 42.9%，较上年同期上升 1.2 个百分点。今年三季度机械企业普遍受到原材料价格上涨影响，但鼎力还是较好地控制了成本，充分体现其核心竞争力。

现金流稳步优化，应收账款、财务费用增加较多。经营活动净现金流 1.73 亿元，较中报增长 1.04 亿元，现金流结构继续大幅优化。应收账款 3.24 亿元，较中报小幅增长，在行业竞争日趋激烈的环境下，鼎力依然保持了良好的现金流和应收账款，表现出超强的防风险能力和行业地位。前三季度财务费用 978 万，较上年同期增长较多（上年同期为-674 万），主要系汇率波动造成的汇兑损失增加及贷款利息增加。

行业持续景气，定增终获批文。高空作业平台受益施工安全性和经济性要求近年行业保持 40% 的增长，受益于工厂投资回升，今年增长加快。浙江鼎力今年订单一直处于供不应求状态，三期工厂已经满产，即使在雨季较多的 7/8 月份，产能还是非常紧张。10 月 17 日，定增方案获证监会核准批复。本次定增拟发行不超过 8.8 亿元，锁定期均为一年。有望在 11 月前完成定增事项。

业绩预测及投资建议。我们预测浙江鼎力 2017 年收入可达 11.6 亿元，归母净利润 3.03 亿元，对应 2017 年 PE 34 倍。虽然估值不低，但考虑到高空作业平台行业的快速增长和公司在业内的绝对龙头地位，继续给予强烈推荐！

风险因素：高空作业平台行业增速下降，钢材成本大幅上涨。

## 142、众合科技（000925）—苏州科环并表 业绩完成扭转

（分析师：刘荣 等；联系方式：0755-82943203 liur@cmschina.com.cn）

事件：

众合科技 2017 前 3Q 收入 10.21 亿元，同比增长 41.53%；归母净利润 2963 万元，同比扭亏为盈。Q3 单季收入 5.16 亿元，增长 140.51%，归母净利润 5575 万元，增

长 468.81%。受轨交收入确认及苏州科环并表贡献利润影响，公司业绩实现扭亏为盈。未来，轨交加速增长+环保持续升温情况下，我们对公司轨交+环保双主业持续看好，预计 2018 年净利 2 亿，对应 PE32.5 倍，维持推荐。

评论：

#### 1、轨交收入确认+科环完成并表 业绩实现扭转

公司 17 前 3Q 收入 10.21 亿元，同比增长 41.53%，Q3 单季收入 5.16 亿元，同比增长 140.51%。其中科环合并收入约 1.2 亿（2015、2016 前 3Q 净利率为 25%-26%），剔除科环并表影响，原主业收入增长约 25%，海拓环境业务相对稳定，主要增量来源为轨交业务。前 3Q 公司综合毛利率为 25.94%，同比基本持平。

前 3Q 归母净利润 2963 万元，实现扭亏为盈，其中苏州环科 7 月完成并表约 3000 万。17Q3 单季归母净利润为 5575 万元，同比增长 468.81%。17 前 3Q 三费合计约 2.13 亿元，占收入比例为 20.82%，同比下降 12.46 个百分点。其中销售费用为 4100 万元，同比增长 12.29%；管理费用 1.37 亿元，同比增长 21.51%；财务费用为 3500 万元，同比下降 62.39%，主要系汇率波动导致汇兑收益增加。由于历史原因（破产重整），公司目前负债较多，从账面上看短期借款 15.43 亿，长期借款 2.6 亿，但短借主要为补充运营资金，到年末正常资金收回都可以正常还款。管理费用较多主要系研发投入十分可观（提高研发人员薪资+人才储备），加上无形资产等管理费用每年可能近 1 个亿，造成公司费用水平可能持续偏高。公司目前的三费体量基本能维持未来 3 年左右的发展，未来随着订单逐步增加，规模效应逐渐显现，费用率会有所下降。

#### 2、三季度新增大额轨交订单 未来增长有保障

截止日前轨交今年新增订单 23 亿，同比大幅增长。上半年轨道交通业务新中标及新签合同累计 8.16 亿元，较去年同期增长 10.68%，三季度新增两单大额项目，包括成都地铁信号系统 10 亿以及杭州 6 号线 4.9 亿信号系统。其中杭 6 为自研信号系统。上半年纯轨交毛利率为 20%，自研系统能做到 35-40%之间。信号系统基本交付周期为 20 个月，常规来讲，签单第二年的下半年会有确认。基本上，通车前半年到一年，可以拿到 60%以上。通车那一刻，可以确认 80-90%的收入。轨交板块的盈利平衡点在 10 个亿左右，自研产品比例上升后盈亏平衡点还会下移

### 3、海拓+科环两边发展 环保贡献稳定现金流

轨交+环保的双主营模式。公司轨交业务占比 65%左右，环保节能业务占比 25%左右。环保业务方面，公司聚焦于水处理领域，旨在打造工业污水处理领域的全产业链生产体系，主要由海拓环境和苏州科环两块业务。

1) 海拓环境主要负责运营，现已稳定拥有浙江电镀废水处理 70%的市场份额，每年贡献 3000-4000 万净利润，上半年新增 5000 万订单，Q3 订单增长也保持稳定增长，明年收入可能较今年能增加 1 个亿，现在已经在做固废处理等延伸；

2) 新并表的苏州环科侧重于石化领域，主要服务大型央企，以 epc 为主处理污泥，承诺 16 年-18 年净利 5850 万、7312 万和 9141 万净利润，复合增速 25%。Q3 单季贡献 3000 万净利，Q4 还将贡献 2000-3000 万左右净利。科环目前生产紧张，下游客户受环保督察压力，催单较为明显。

### 4、轨交+环保双管齐下 维持审慎推荐评级

Q3 是众合科技华丽转身后的第一个季度，目前公司轨交新增订单节节攀升，同时环保业务欣欣向荣，海拓环境和苏州环科正在着力打通多地新市场，并积极向固废处理等领域横向延伸。我们预测公司业绩扭亏后将持续高速增长，预计 2017-2018 年净利为 7700 万、2 亿，2018 年对应 PE 为 32.5 倍，同时股东减持计划已经终止，维持审慎推荐。

### 5、风险提示：宏观经济下行、竞争加剧

## 143、老板电器（002508）——持久胜过狂热

（分析师：纪敏 等；联系方式：0755-82960304 jimin@cmschina.com.cn）

投资思考：A 股最优秀的厨电企业。过去，超预期是一种习惯；未来，请给老板一些耐心。回溯历史表现，老板电器连续 8 年归母净利增长超过 40%。市场已经习惯老板电器给出超预期的表现。但历史上从来没有一个公司可以一直维持 40%以上的增长。对于老板电器，未来请多一些耐心。核心逻辑：行业空间，未来传统烟灶依然有新增的空间（2500 万的年销量 vs 4000 万的平衡销量，60%空间；70%城镇渗透率 vs 95%终极渗透率，25%空间）；竞争格局，未来老板电器的市占率依然有提升的空间（市占率

15% vs 空调格力 45%)；新品类，蒸汽炉电烤箱洗碗机的崛起打开厨电行业空间，10 年后嵌入式产品收入占比过半是公司的远景。我们维持“强烈推荐-A 评级”。

17 三季报要点：依然维持高速增长；短期原材料涨价、地产销量放缓、电商提价等因素使得增速慢于上半年。长期增长逻辑未变，未来 3 年依然可以保持较高速增长。另外，随着外资股东占比提升，估值波动区间会收窄。

收入端：2017Q1-3 实现收入 50 亿元,同比+25%;其中,单三季度收入 17.9 亿元,同比+23%。线下增速保持较快增长。分量价看，量+15%左右，价+5%左右；分地区看，一线增长受房地产影响预计增速放缓，二线保持平稳，三四线保持高速增长。电商增速微放缓，是由于受到提价幅度较大影响，提价幅度预计在 10%左右。

利润端：2017Q1-3 归母净利 9.6 亿元,同比+37%。单三季度利润 3.6 亿，同比+30%，增速较 Q2 有所放缓。毛利率 53.8%，同比-5pct。毛利率下滑是由于结算调整，结合费用率一起分析还原影响不大；净利率提升 1.2pct，展现了公司稳固的龙头地位以及优秀的内部管控能力。

大行业小公司格局未变，未来可成千亿伟业。城镇化率的持续提升是厨电行业增长的基石，高端品牌和完善渠道是老板电器的护城河。长期看，公司市值上千亿并非痴人说梦。预计公司 2017/18 年 EPS 分别为 1.72/2.21 元，对应当前股价 PE 分别为 27/21x，我们维持“强烈推荐-A 评级”

风险提示：原材料持续涨价、新品推进低于预期。

## 144、上海天洋（603330）—三季报同比下降，原材料涨价冲击缓解仍需时日

（分析师：董瑞斌 等；联系方式：021-68407847 dongruibin@cmschina.com.cn）

事件：发布 2017 年三季报，公司 2017 年 1-9 月实现营业收入 3.20 亿元，同比增长 11.68%；化学制品行业平均营业收入增长率为 41.56%；归属于上市公司股东的净利润 1607.13 万元，同比下降 59.67%；化学制品行业平均净利润增长率为 63.38%；公司每股收益为 0.28 元。

点评：



## 1、销售收入实现增长，原材料成本大幅增加致毛利率大幅下降：

原材料涨价三季度依旧严重影响公司毛利，四季度伴随原材料价格逐渐稳定及公司产品涨价，业绩压力将适当缓解。2017 年 1-9 月同比上年同期，公司销售收入实现增长，但本期较上年同期主要原材料价格涨幅较大，公司主要产品胶粉胶粒的部分主要原料涨幅超过 40%以上，导致公司原材料成本大幅增加，毛利率大幅下降，净利润较上年同期下降幅度较大。

主推产品前期推广和培育阶段，需要持续的宣传和渠道投入，三费挤占部分利润空间。2017 年上半年公司实现上市，新增列支上市相关费用 134 万左右。此外，随着营业收入增长尤其太阳能电池封装用 EVA 胶膜及热熔墙布产品销售增长，导致运费上升以及公司为了推广热熔墙布产品新增销售人员，使得管理费用和销售费用增加也导致净利润较上年同期下降。2017 年美元汇率波动较大，使得财务费用中的汇兑损失大幅增加也导致净利润较上年同期下降。

## 2、三季度末产品提价，四季度成本压力有所缓和

涨价将提升公司产品 2-3%毛利率，适当缓解成本上涨压力。鉴于今年以来，国内环保监管日益趋紧，原材料价格大幅上涨，致使公司生产成本结构持续增加，公司的热熔胶产品成本较前期有大幅度增加。自 2017 年 9 月 1 日起公司热熔胶产品的销售价格在原价基础上，PA（聚酰胺）类产品销售价格上调 2000 元人民币/吨，PES（聚酯）类产品销售价格上调 1000 元人民币/吨，提价幅度约 5%左右。

三季度采购价格已趋于平稳，四季度利润空间不会被成本进一步挤占。通过对比公司主要原材料半年报及三季报价格变动情况，包括间苯、癸二酸、癸二胺、对苯、十二酸等在内的几组原料价格均基本稳定，而包括 1,4-丁二醇、己内酰胺、己二酸、EVA 粒子（KA-40）在内的几组原料价格甚至出现小幅度回调。预计四季度原料价格将持续稳定。

三季度公司净利润已实现明显环比增长，业绩回暖可期。公司 2017 年 1-9 月业绩受原材料涨价冲击，同比均有明显下滑，但随着原材料价格稳定以及公司一系列积极的应对措施，公司业绩触底后逐渐回暖 2017 年 Q1-Q3 净利润 430.02 万、410.7 万、766.41 万，三季度已实现明显的环比增长，回暖可期。

## 145、广汽集团（601238）—Q3 业绩符合预期，18 年新产能释放助力高增长

（分析师：汪刘胜等；联系方式：075525310137 wangls@cmschina.com.cn）

事件：公司公布三季度报告，报告期内实现 516 亿（+50.2%），归母净利润 89.6 亿（+59.8%），其中三季度单季度营收 169 亿（+30.1%），归母净利润 27.8 亿（+70.9%），公司业绩符合预期。公司业绩高增长主要源于自主+合资品牌 SUV 车型高增速，销量远远领先行业，且公司 18 年将迎来新产能+新车型释放期，业绩有望持续爆发。预计 17-19 年 EPS 分别为 1.71/2.15/2.56 元，当前位置对应 18 年 PE（H 股）仅 8.2X，继续维持“强烈推荐-A”评级。

评论：

### 1、业绩符合预期，全年高增长无忧

业绩情况：公司前三季度实现营收 516 亿（+50.2%），归母净利润 89.6 亿（+59.8%），其中三季度单季度营收 169 亿（+30.1%），归母净利润 27.8 亿（+70.9%），三季度业绩符合预期，营收利润高增速主要源于公司自主+合资 SUV 车型继续保持高增速，远远高于行业增速。

毛利率大幅提升：公司前三季度毛利率 23.5%，比去年同期增长 3%，Q3 单季度毛利率 24.9%，比去年同期增长 5.7%，我们认为毛利率大幅增长主要受益于规模效应降低成本和产品结构上移（GS8+GS7），随着 GS8 四季度销量恢复 1w 以上水平，毛利率有继续提升空间。

单车净利润拆解：拆解广汽传祺单车净利润，前三季度单车净利润约 6600 元，其中 Q3 单车净利润约 5300 元，主要因三季度 GS4 继续优惠导致。随着 GS8 四季度恢复销量和 GS4 上量，预计明年传祺单车净利润有望继续提升。

\_x0007\_资料来源：公司公告，招商证券

风险提示：汽车销量不及预期。

## 146、新经典（603096）——业绩延续高增长，净利率逐季提升

（分析师：方光照等；联系方式：021-68407977fangguangzhao@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年三季报，前三季度实现营业收入 6.94 亿元，同比增长 12.70%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.77 亿元，同比增长 53.38%；实现基本每股收益 1.49 元。

点评及核心推荐逻辑：

1、业绩维持较高速增长，三季度业绩环比增长，毛利率、净利率逐季提升。

我们认为，前三季度业绩增速依然维持了较高速增长，符合预期，进一步验证此前逻辑，即公司作为民营图书出版发行龙头，依托灵活的市场化机制和优秀的畅销书打造能力，通过“畅销且长销”的作品，实现远超行业增速的增长。从单季度情况看，第三季度收入同比增长 8.2%，环比二季度下降 10.5%，但归属于母公司股东的净利润分别同比和环比分别增长 42.0%和 10.4%，体现了盈利能力的大幅提升。公司第三季度毛利率和净利率较二季度分别提高 4.28 和 5.69 个百分点，毛利率和净利率呈现出逐季提升的趋势，前三季度一般图书发行业务毛利率同比提升 7.05 个百分点，我们分析主要原因应该是公司进一步加大对自有版权图书策划与发行业务推进的力度，毛利率较高的这块业务在公司收入中占比不断提升。

2、突出的畅销书打造能力助力高增长，“图书影视互动”有望带来业绩弹性。

公司过去推出的经典文学作品，如东野圭吾的《解忧杂货店》、《白夜行》、《嫌疑人 X 的献身》，及《百年孤独》等，已经成为“畅销且长销”代表，持续助力公司业绩高增长。而 2017 年推出的有影响力的新作品如《圣女的救济》、《毒木圣经》、《我在故宫修文物》、《活着》、王小波系列作品等贡献业绩增量。此外，公司获得《人生》的独家电影改编权，《红玫瑰与白玫瑰》《慈禧全传》的独家电视剧改编权，《欢乐英雄》、《阴阳师》等多部作品的独家影视改编权等，影视端变现可期。基于出色的畅销书挖掘能力及内容策划能力，公司有望获得更多优质 IP，而畅销书销量的增长将进一步提升 IP 价值，从而增强公司对于作者及下游 IP 变现方的议价能力。

3、股权激励计划彰显长期发展信心。公司上市后即实施股权激励计划，向包括董事、高级管理人员、中层管理人员、资深编辑及业务主管在内的激励对象授予期权 334 万份，限制性股票 130 万股。业绩考核指标为以 16 年为基数，17/18/19 年净利润增速分别不低于 30%/40%/50%。

4、盈利预测及投资建议：我们预测公司 2017/18/19 年净利润 2.23/2.78/3.34 亿，当前市值 91 亿，对应 17-19 年 PE 分别为 41/33/27 倍。公司拥有优秀的内容策划能力，未来 IP 宝库的综合运营开发将带来较大业绩弹性，维持强烈推荐。

5、风险提示：1、畅销书策划发行业务下滑风险；2、影视开发进度不及预期。

## 147、中兴通讯（000063）：经营性现金流创历史新高，海外主流运营商持续突破

（分析师：王林 等；联系方式：01057601716 wanglin10@cmschina.com.cn）

事件：10 月 26 日，公司发布 2017 年前三季度业绩公告，实现营业收入 765.8 亿元，同比增长 7.0%，营业利润 52.9 亿元，同比增长 455.1%；归属于上市公司普通股股东的净利润 39.1 亿元，同比增长 36.6%。业绩符合预期。

评论：

### 1、努比亚股权收入确认，业绩符合预期

公司前三季度营业收入和归母净利润分别为 765.8 亿元和 39.1 亿元，同比分别增长 7.0%和 36.6%，前三季度收入增长主要是由于国内 4G 系统产品、国内固网接入和承载系统、国际手机产品及国内家庭终端产品营业收入同比增长所致。营业利润同比大增，主要是会计准则变化后，与日常活动有关的政府补助，从利润表“营业外收入”调整为冲减相关成本费用或利润表“其他收益”项目所致。第三季度营业收入和归母净利润分别为 225.7 亿元和 16.1 亿元，同比分别下降 5.2%和增长 47.5%，本季度因为努比亚股权等处理产生投资收益 22.6 亿元。

### 2、三季度经营性现金流创历史新高，研发投入实质增加

毛利率方面：前三季度综合毛利率 31.6%，与去年同期持平，其中第三季度毛利率 29.5%，同比上升 1.4 个百分点。费用率方面：销售费用率 11.4%，同比下降 1 个百分点；管理费用率 2.9%，同比下降 0.1 个百分点；研发费用率 12.0%，同比下降 1.8 个百分点，研发费用 92.0 亿元，同比减少 7%，下降的主要原因是根据新的会计准则，部分与日常活动相关的政府补助冲减研发费用，我们判断如果追溯调整，研发投入实际同比增加，主要是加大 Pre-5G、5G、高端路由器、SDN、OTN、核心芯片等产品的研发投入所致；财务费用率 0.8%，同比上升 0.6 个百分点，主要本期汇率波动产生汇兑损失而上年同期产生汇兑收益所致。

其他事项：前三季度经营活动产生的现金流量净额-31.7 亿元，同比下降-360.0%，主要因上半年支付相关美国政府部门罚款约 55.5 亿元所致，扣除罚款因素，前三季度经营性现金流约 24 亿元，创公司历史同期最高，三季度经营性现金流转正，创历史新高；存货 277.7 亿，同比增加 3.6%，相比半年报增加 19 亿元。预收账款 78.3 亿元，同比增加 15.6%。存货和预收款在经历连续三个季度的回落后，实现恢复性增长，我们判断行业景气企稳和市场扩张有所成效；本期发生资产减值损失 6.2 亿元，主要因本期发出商品增加而做的跌价准备计提所致。

### 3、持续突破欧洲主流运营商，5G 面临历史性机遇

近期海外市场好事连连，Orange 集团与中兴通讯正式签署 5G 合作协议，中兴将和 Orange 集团在欧洲、中东以及非洲的全球范围内展开 5G 的深度合作。意大利经济发展部正式公布中兴通讯将与意大利第一大移动运营商 Wind Tre、意大利领先有线运营商 Open Fiber 合作，建设欧洲第一张 5G 预商用网络。这是中兴通讯在继中国移动，日本软银，西班牙 Telefonica，德国电信等全球一流运营商后又一重大突破，中兴的技术能力、网络服务能力和管理能力逐步得到全球主流运营商陆续认可。5G 商用有望提速，中国有望掌握产业主导，中兴作为 5G 最核心受益标的，产业格局有利，全球份额持续提升，管理结构进一步优化，大势已定，公司在 5G 面临历史性发展。

### 4、5G 核心受益标的，维持“强烈推荐-A”评级，目标价 31.0 元-37.2 元

未来 5G 技术我国将力争主导，中兴通讯是 A 股龙头，未来在国内外市场份额有望持续提升，在 5G、SDN/NFV、芯片、物联网和云计算等核心领域的价值值得重发现。预计 2017-2019 年净利润分别约为 45.7 亿元、51.8 亿元、63.8 亿元，摊薄后 EPS

分别 1.09 元、1.24 元、1.52 元，当前股价对应 PE 分别为 27X、24X、19X。考虑到今明两年 5G 大产业周期渐近，我国将力争产业链主导，且公司内生效率仍在不断优化，给予 2018 年 25-30 倍 PE，维持“强烈推荐-A”，12 个月目标价 31.0 元-37.2 元。

风险提示：海外市场拓展不及预期，5G 推进速度不及预期，运营商资本开支持续下降

## 148、华峰超纤（300180）—威富通并表，成长再添强引擎

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113 zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年第三季度报告，前三季度实现营业收入 17.32 亿元，同比增长 87.16%；归母扣非净利润 1.78 亿元，同比增长 245%；其中第三季度实现营收 7.32 亿元，同比增长 144.43%；归母扣非净利润 1 亿元，同比增长 597.75%。预计全年由于威富通的并表公司净利润将大幅上升。

超纤主业高增长外，威富通并表大幅增厚业绩。公司超纤业务随着新产能的投放，以及销售渠道的开拓和产品研发速度的提升，超纤产品产销量大幅增加，业绩增速超过 60%。移动支付服务主业方面，6 月 23 日，威富通的股权过户完成，正式成为公司 100%控股子公司。上半年威富通实现营收 1.71 亿元，净利润 0.87 亿元，我们预计第三季度威富通净利润贡献超过 6000 万元，自身高速增长并强势增厚母公司业绩，“网联”对公司业绩影响较小。威富通 2017 年业绩承诺 1.57 亿元，我们预计业绩贡献极大可能超出预期。

移动支付服务爆发式增长，强化业绩驱动力。威富通银行覆盖面广，在移动支付井喷式发展的带动下公司的业务也进入爆发期。作为微信支付等主流第三方支付的主要合作方，公司交易金额和交易笔数同比倍数级增长，日均处理交易额环比稳步增长。银行合作不断获得突破，海外方面持续开疆拓土，开通了第一个威富通服务的跨境支付通道，与全球最大的退税公司环球蓝联共同投资法国微信支付受理商欧洲通，推出支付+退税+营销一体化的海外商户综合解决方案。威富通积极创新业务，海外交易金额月均复合增长率超过 50%，海外微信、支付宝和 QQ 钱包支付前景广阔，亦对公司的支付服务业务构成新支点。

维持“强烈推荐-A”评级：公司超纤主业产能释放维系高增长，威富通近期不断开拓新业务，“基于支付，超越支付”的逻辑正在兑现，我们认为公司有别于一般支付公司，



成长空间和业务模式均处于显著领先的水平。预计 2017~2019 年 EPS 分别为 0.58、0.74、0.92 元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：双主业经营的管理风险；互联网金融监管风险。

## 149、神州泰岳（300002）——继续筑底，曙光在前

（分析师：刘泽晶等；联系方式：010-57601795 liuzejing@cmschina.com.cn）

事件：公司发布 2017 年三季报，实现营业收入 16.35 亿元，同比下降 23.14%，归属于上市公司股东的净利润-3,665.12 万元，同比下降 110.46%。

三季度业绩继续筑底，曙光在前：公司三季度收入和利润再次出现下滑，主要受三方面的影响：（1）去年上半年公司回购注销应补偿股份带来了非经常性损益 1.67 亿元，导致去年同期净利润基数较高。（2）公司 ICT 运营管理业务受联通混改以及移动业务管理组织方式的调整导致签约、验收进度延缓等。（3）新业务正处投入期，本期三项费用均出现较大幅度增长，销售费用、管理费用、财务费用分别增长了 6280 万、4492 万、1874 万。市场对于公司传统 ICT 业务的疲软有所担心，但我们认为三季度业绩的疲软基本延续了二季度的风格，依旧处于公司业绩的“筑底期”。但往长远看，随着运营商改革和组织调整的到位，以及之后的 5G 网络建设等新需求不断释放，公司的 ICT 业务有望恢复“生机”，迎来新一轮成长周期。

“2+2”四轮驱动，人工智能厚积薄发：除了传统主业 ICT 外，公司的手游业务也是“现金奶牛”，主打游戏《War and Order》上半年月均流水约 7000 万元，成为公司业务的又一稳定基石。此外，人工智能和物联网作为公司的新生代业务，有望进入加速期，贡献超额业绩。公司的 AI 子公司鼎富科技在金融、公安、法律、教育等领域均有应用，是我国语言语义理解领域的领先企业，随着《新一代人工智能发展规划》的出台，将面临一大波行业红利。而物联网业务虽然目前体量较小，但应用场景众多，主打产品“智慧线”可应用于安防、通信、煤矿等各类场景，具备巨大发展潜力。

维持“强烈推荐-A”评级：公司业绩筑底期后曙光在前，人工智能有望厚积薄发，考虑到公司三季度业绩，我们暂时下调 2017-18 的净利润预测为 4.26/5.78 亿元，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：人工智能进度低于预期；ICT 业务毛利率下降。

## 150、泰山石油（000554）—营收略有下降，现金流稳定

（分析师：王强 等；联系方式：13524373436 wangqiang4@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布 2017 年三季报，期内实现营业收入 20.02 亿元，同比减少 2.47%；实现归母净利润 165.97 万元，同比下降 45.12%；扣非后归母净利润 683.7 万元，同比增加 0.05%；实现基本每股收益 0.0035 元。

评论：

### 1、营业收入同比略降，净利率稳中有升

公司前三季度实现营收 20.02 亿元，同比减少 2.47%，归母净利润 165.97 万元，同比减少 45.12%。Q3 营收 6.37 亿元，同比下降 8.17%，实现归母净利润 87.7 万元，同比减少 51.38%。前三季度，公司的管理费用及财务费用下降明显，成本有所降低，现金流较好。公司今年以来汽油产品、柴油产品及天然气产品营收稳定，净利率水平比较稳定，其中 Q3 净利率 0.15%。

### 2、有望受益于国改和油气改革

泰山石油股份有限公司是中国石化旗下的销售公司，1993 年 12 月 15 日在深圳证券交易所挂牌上市，主营成品油的批发和零售、天然气的零售。截至 2017 年 6 月 30 日，公司纳入合并范围子公司 5 户，分别在泰安、青岛和曲阜，2017 年上半年，公司实现成品油经销总量 22 万吨，天然气 218 万立方。

今年 5 月 21 日，中共中央、国务院印发了《关于深化石油天然气体制改革的若干意见》，鼓励油企发展股权多元化和多种形式的混合所有制。在国企改革和油气改革的双重背景下，公司作为中国石化的上市平台，存在改革重组预期。

### 3、投资建议

我们预计公司 2017-2019 年归属于上市公司股东的净利润分别为 580 万元、1050 万元和 1180 万元，对应 EPS 分别为 0.01、0.02、0.02 元；对应目前股价 8.93 元，PE 分别为 744、410 和 363 倍，暂不评级。

风险提示：国际油价下跌风险、化工产品盈利下滑风险。

## 151、隆平高科（000998）—隆晶两优表现优异，内生外延潜力十足

（分析师：董广阳等；联系方式：021-68407471 donggy1@cmschina.com.cn）

在农业供给侧改革基调下，我们预计 2-3 年后公司在杂交水稻领域市占率有望提升至 45%。三季度末公司预收账款 8.1 亿（+91%），可以预见 17/18 销售季种子产品将取得较好市场表现。同时公司预计今年净利 7 亿（+40%）-8.5 亿（+70%）。

隆晶两优表现优异，三季度预收账款同增 91%

2017 年前三季度公司实现收入 12.59 亿元（+20%），归母净利润 1.58 亿元（+57%）。单三季度为行业销售淡季，主要关注预收账款，三季度末公司预收账款 8.06 亿元（+91%），与去年 92%增速相同，可以预见公司 17/18 销售季种子产品将取得较好市场表现，公司预计受益于杂交水稻种子业务及农业服务业务增长，2017 年全年净利 7 亿（+40%）-8.5 亿（+70%）。

公司业绩大幅增长得益于隆两优、晶两优系列在异常天气下的优异表现，预计 16/17 销售季总销量约 1400 万公斤，其中隆晶两优华占销量双双突破 300 万公斤，符合年初预期。我们预计 17/18 销售季公司隆晶两优系列有望突破 2400 万公斤，其中隆晶两优华占销量均将实现 50%增长，达到 450 万公斤。

市占率有望提升至 45%，外延扩张打开估值空间

公司在“内生发展+外延驱动”双动力增长战略下，不断丰富产品储备。2017 年公司获得国家审定的水稻品种达 61 个，占审定总数的 34%，后期增长动力十足。按照目前我国杂交水稻种植面积 2.5 亿亩计算，市场空间约 60 亿（按出厂价），当前公司市占率约 23%。预计 2-3 年后公司在杂交水稻种子领域的市占率有望提升至 45%，年复合增长率达 25%。

公司积极进行外延并购，补缺短板打开估值空间。报告期内公司控股湖北惠民，收购湖南金稻，合资成立南方粳稻研究院，完善公司在南方水稻种业的布局，提升公司在地区市场影响力。同时通过认购 AMAZON AGRI BIOTECH 不超过 36.36% 的股份，获得陶氏益农的巴西玉米种质资源库的非排他使用权，补强了玉米种子板块，打通了公司玉米育种科研资源的国际通道，有利于实现公司估值与国际市场接轨，进而打开估值空间。

盈利预测与估值：我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 8.1、10.4、13.1 亿元，对应 EPS 为 0.64/0.82/1.04 元，给予 2018 年 40 倍 PE 得出目标价 32.8 元，较现价具有 21% 的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示：自然灾害风险，新品种研发和推广风险，宏观经济系统性风险。

## 152、伟星新材（002372）—收入维持较快增速，防水涂料静待放量

（分析师：郑晓刚等；联系方式 18613868657zhengxiaogang@cmschina.com.cn）

事件：

公司发布第三季度报告。（1）前三季度，实现营业收入 25.76 亿元，同比增长 20.07%，归属于上市公司股东的净利润 5.45 亿元，同比增长 22.7%。（2）预计 2017 年归属于上市公司股东的净利润为 6.7-8.7 亿元，将同比增长 0%-30%。

评论：

1、第三季度收入维持较快增速：公司中报时预计前三季度归母净利润同比增长 0%-30%，此次业绩落在中上区间，符合预期。Q3 单季度收入同比增长 19.43%，保持较快增速；归母净利润同比增长 17.76%。Q3 毛利率为 50.02%，同比下降 0.6 个百分点，原材料涨价依然有影响。Q3 净利率为 23.66%，同比下降 0.35 个百分点。Q3 净利率，未像 Q2 一样同比提升，部分原因在于当期收到的政府补助比 Q2 少。

2、不简单是地产后周期，而是消费升级，品牌化带动集中度提升：公司以零售业务为主，消费属性较强；零售业务占总收入的 70% 左右，上半年 PPR 的收入占比达到近 58%。商品房销售面积的同比增速，2016 年为 22.5%，2017 年 1-9 月份为 10.3%，

有所下降，但不必过于担忧。地产销售对 PPR 业务的影响有一年左右的滞后期，更重要的是，消费类建材走向品牌化，中长期集中度将逐步提升，公司 PPR 产品的市占率仅约 7%，“产品+服务”的领先模式还有很大的发展空间。

3、品类延伸、渠道下沉、区域拓展稳步推进：多年耕耘成就渠道扁平化优势，零售网点超过 2 万家，借助原有渠道拓展防水和净水领域，有望超市场预期。预计今年，前置净水器会有较好销量。与核心经销商共同持股，新设防水品牌“咖乐”，主打高端家装防水，6 月中下旬已在华东 9 个试点市场开始销售，主要推行“产品+施工服务”的销售模式，目前进展顺利，市场反响良好。加强渠道下沉，积极发展三、四线城市以及乡镇市场。加强区域拓展和全国性生产基地布局，目前已在临海、上海、天津、重庆、西安设有生产基地，其中西安计划 2018 年建成投产。销售市场中，华东比较成熟，华北次之。

投资建议：公司 PPR 消费属性强，中长期受益消费升级、集中度提升。未来发展看品类延伸、渠道下沉、区域拓展，前置净水器与防水涂料将打开新市场。预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.85 元、1.04 元、1.29 元，乐观情况下可给予公司对应 2017 年 30 倍 PE，目标价 23 元。

风险提示：地产销售下滑超预期；原材料价格大幅上涨；新业务拓展不顺等。

### 153、岭南园林（002717）—业绩实现高速增长，现金流有待改善

（分析师：王彬鹏等；联系方式 021-68407543wangbinpeng@cmschina.com.cn）

事件：

公司 2016 年前三季度实现营收 25.54 亿元，同比增长 55.34%；净利润 3.05 亿元，同比增长 76.18%，EPS 为 0.73 元，全年业绩预计增长 80%-100%。

评论：

1、PPP 业务和文化创意业务双管齐下，促进业绩提升

公司前三季度实现营收 25.54 亿元，同比增长 55.34%，其中母公司实现营收 19.03 亿元，同比增长 36.61%，恒润科技等子公司实现营收 6.51 亿元，增长 159.36%，子

公司增速较快，贡献增加。公司实现净利润 3.05 亿元，同比增长 76.18%，增速高于营收增速，主要是因为 1) 由于文化创意业务占比，以及 PPP 业务占比提升，毛利率提升 6.20 个 pp；2) 项目单体量变大，规模效应显现，管理费用率下降 0.50 个 pp；3) 但营业税金及附加和资产减值损失分别增加 0.63、0.31 亿元。分季度看，Q1/Q2/Q3 营收增速分别为 28.37%、75.43%和 51.19%，整体趋势向上；Q1/Q2/Q3 净利增速分别为 68.12%、103.99%和 49.63%，增速有所下降。

## 2、毛利率大幅提升，净利率小幅提升，现金流有所下降

公司前三季度毛利率较去年同期提升 6.20 个 pp 至 30.80%，主要由于高毛利率的文化创意业务占比提升，以及 PPP 业务贡献增加；净利率提升 1.38 个 pp 至 11.92%；另外，由于项目单体量变大，管理费用率下降 0.50 个 pp，期间费用率整体下降 0.51 个 pp。

公司前三季度经营活动现金净流量为-6.66 亿元，较去年明显下降，主要因为公司项目处于开工前期，需要较多支出，我们看到公司预付款较去年同期增加 0.57 亿元；此外，由于项目招投标导致保证金支出增加。公司收现比为 67.45%，较去年同期下降 9.86 个 pp。资本结构方面，公司资产负债率提升 8.58 个 pp 至 58.18%，主要因为公司业务规模增加导致短期借款增加 13.65 亿元；有息负债率提升 19.06 个 pp 至 51.74%，在手现金/收入下降 2.42 个 pp 至 26.49%。营业周期减少 65.99 天至 370.12，总资产周转率提升 2.07 个 pp，运营能力有所提高。

## 3、双轮驱动战略，订单充足，资金有保障，员工持股加速订单转化

公司实施“大生态+泛游乐”双轮驱动战略，相继收购恒润、德马吉、新港水务等，完善业务版图。“泛游乐”板块发展顺利，“大生态”板块前景可观，两大模块协同效应显著。公司在手订单充足，子公司岭南金控参与不超过 15 亿元产业基金集合资金信托计划，用于 PPP 项目建设，项目落地有保障，叠加 1.40 亿元员工持股计划，订单有望加速转化。

## 4、在手订单充足，“大生态+泛游乐”双轮驱动，维持“强烈推荐-A”评级



公司在手订单充足，业绩高增长有保障；实施“大生态+泛游乐”双轮驱动战略，实现协同发展；此外，员工持股计划推出，加速业绩释放，预计 17、18 年 EPS 分别为 1.20 和 1.75 元/股，对应 PE 为 26.3 和 18.0 倍，维持强烈推荐-A 评级。

5、风险提示：投资不及预期，项目推进不及预期，回款风险

## 154、健盛集团（603558）—俏尔婷婷并表增厚业绩 贴身衣物优质供应商扬帆起航

（分析师：孙妤；联系方式：010-57601717      sunyu2@cmschina.com.cn）

17 年 Q1-Q3 公司原有袜类制造业务收入及利润在新订单持续放量，老订单回流，越南产能顺利释放等因素驱动下快速增长，叠加俏尔婷婷于 8 月并表，拉动前三季度营收同比增长 58.81%。公司作为全球棉袜优质制造商与无缝内衣制造龙头俏尔婷婷强强联合，凸显品类互补、优质客户及稀缺生产资源共享等协同价值。我们认为在以产品品质为导向的消费升级背景下，优质供应商资源价值存在提升空间。考虑到今年袜业业绩拐点显现，且未来两年较快增长趋势在产能扩张与订单增长的驱动下有望持续，俏尔婷婷亦能增厚公司业绩。目前市值 63 亿元，考虑并表因素，预计 17 年/18 年净利润分别为 1.56 亿元/2.59 亿元，对应 17PE40X/18PE24X，因当前处于减持期，短期股价或将在底部徘徊，但鉴于前期已回调较多，中长期而言公司优势供应商龙头优势尽显，接单能力及盈利能力存在提升潜质，可在减持期逢低在底部布局，维持“强烈推荐-A”评级。

## 155、飞凯材料（300398）—17Q3 利润环比提升源于并表和成显示，电子化学品龙头待启航

（分析师：周铮 等；联系方式：15117973113      zhouzheng3@cmschina.com.cn）

事件：

2017 年 10 月 26 日，飞凯材料公布 2017 年三季报，前三季度收入 4.8 亿元同比增长 64%，归属净利润 0.49 亿元同比降 7.8%，符合预期；扣非净利润 0.47 亿元同比增长 14%。

评论：

1、收入大增带动利润增长，利润环比改善明显主因和成显示并表，预计和成显示 17 年盈利大超承诺业绩

1) 三季度收入 2.5 亿元同比大增 138%，环比增 65%，主要源于并表和成显示及大瑞科技。三季度净利润 0.26 亿元，同比增 50%、环比增 160%，增量 0.16 亿主要源于 9 月初并表和成显示 100%股权，以此推算预计和成显示 2017 全年净利润超 1.2 亿，远超承诺业绩 0.8 亿元。2) 综合毛利率同比降 5 个百分点至 40%，主因原材料价格同比上涨。3) 销售、管理、财务费用率分别提升 1.4、-4、0 个百分点至 7%、18%、2%，销售费用率上升源于并表长兴昆电、大瑞科技以及和成显示。4) 营业外收入占利润总额比例下降 21 个百分点至 2%，主因政府补助下降。

2、9 月中旬完成和成显示正式并表，LCD 国产化率提升打开未来高速增长空间。

1) 2017 年 9 月 12 日，和成显示资产过户手续办理完毕，发行价格 16.19 元/股，交易价格 10.64 亿元，17~19 年净利润承诺分别为 0.8、0.95、1.1 亿元，实际利润预计大超承诺值。2) TFT 混晶产品技术壁垒极高，和成显示经多年的研发投入奠定国产 TFT 混晶行业的龙头地位。公司下游客户优质，为京东方供货比例快速提升。京东方是未来 2 年新增液晶面板产能的主力，龙头地位稳固，业绩进入爆发期。大股东此次认购数量占发行股份总数的 24%，彰显未来发展信心。3) 液晶面板产能逐渐向我国转移，2017 年全球 LCD 供给产能增速远低于需求增速，供需格局好转。2017 年大尺寸产品需求升温将拉动全球 LCD 需求面积同比增长 5.7%。4) 2015 年 TFT 国产化率尚不足 15%，预计至 2020 年我国 TFT 液晶材料将达到 470 吨市场规模，全球占比近 44%，国产化率提升带来的进口替代空间广阔。

3、外延布局多处开花亮点多，新材料长期成长可期。

公司全资收购大瑞科技布局 IC 封装用锡球领域；收购长兴昆电 60%的股权，布局半导体封装领域；日本成立全资子公司、引入知名专家有助于加快光刻胶技术研发突破；收购利绅科技 45%股权，布局半导体封装电镀液市场。

## 156、峨眉山 A（000888）一三季报增长乏力，期待改革增效

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

10月26日，峨眉山 A 发布三季报。2017 年前三季度，公司实现营业收入 8.59 亿元/增长 4.41%；归属净利润 1.51 亿元/增长 4.69%，扣非后归属净利润 1.55 亿元/增长 5.47%；基本每股收益 0.2875 元/增长 4.70%。

Q3 实现营业收入 3.35 亿元/减少 1.46%；归属净利润 0.89 亿元/增长 3.99%，扣非后归属净利润 0.92 亿元/增长 3.85%。

评论：

1、旅游旺季景区客流平稳，三季报业绩增长乏力。前三季度，公司收入增长 4.4%，归属净利润增长 4.7%，其中 Q3 收入下降 1.5%，归属净利润增长 4.0%，增速较 Q2 有所放缓，旅游旺季表现平淡。10 月 1-8 日，峨眉山景区接待游客 16.35 万人次，按可比口径增长 4.5%，预测 Q4 客流整体平稳。

2、西成高铁有望催化客流，索道改造提升内生增长。西成高铁预计 11 月底投入运营，西安至峨眉山全程有望缩短至 4 小时左右，考虑西北地区消费潜力释放，明年的客流效应值得期待。此外，7 月公司重启万年索道改造项目，对短期业绩存在一定影响，但中长期看，万年索道改造叠加万佛顶索道重开，将促进索道业务量价齐升，支撑未来内生增长。

3、外延项目有序推进，关注资源整合与产业转型。前三季度，公司在建工程同比增长 65.62%，主要因智慧园区项目与雪芽养生酒业项目增加所致，显示外延项目积极推进。未来柳江古镇、桫欏湖景区等资源整合项目，以及峨眉雪芽、智慧园区、旅游演艺等产业转型项目均有望为公司带来新增长点。

4、费用控制环比改善，净利率小幅提升。前三季度，公司销售费用率下降 1.23pct；因补计养老保险，管理费用率上升 3.36pct；因贷款减少，财务费用率下降 0.75pct，费用控制水平有所提升。毛利率同比持平，净利率则受“营改增”等因素影响上升 0.49pct 至 17.63%。

5、投资建议：公司今年客流与业绩平稳，缺乏亮点，随着交通改善与索道改造，内生增长动力有望加强。同时，新高管团队上任提振外延项目推进与管理模式改革的预期。我们下调 17-19 年的每股收益为 0.38/0.43/0.48 元，对应 PE 估值 29x/25x/23x，维持“审慎推荐-A”投资评级。

6、风险因素：项目推进不达预期；高铁客流不达预期。

## 157、丽江旅游（002033）—三季报继续承压，开拓稻城亚丁演艺

（分析师：梅林 等；联系方式：18818238656 meilin@cmschina.com.cn）

事件：

10 月 26 日，丽江旅游发布三季报。2017 年前三季度，公司实现营业收入 5.37 亿元/减少 11.79%；归属净利润 1.84 亿元/减少 12.30%，扣非后归属净利润 1.84 亿元/减少 12.55%；基本每股收益 0.3342 元/减少 12.31%。

Q3 实现营业收入 2.18 亿元/减少 12.43%；归属净利润 0.84 亿元/减少 10.31%，扣非后归属净利润 0.84 亿元/减少 10.66%。

评论：

1、景区客流不达预期，短期业绩继续承压。今年 4 月，云南省启动了严厉的旅游市场秩序整治行动，9 月末云南省旅发委新出台五项改革方案，涉及旅行社、景区、酒店、行业协会等各环节，持续调整团队游市场。公司前三季度收入下降 11.8%，归属净利润下降 12.3%，其中 Q3 收入下降 12.4%，归属净利润下降 10.3%，旅游旺季业绩表现较弱，主要受较为依赖团队客源的云杉坪索道、牦牛坪索道和印象丽江拖累。10 月 1-8 日，玉龙雪山接待游客 12.76 万人次，同比减少 5.18%，预计 Q4 业绩继续承压。公司预计全年归属净利润同比变化区间为：-30%~10%。

2、期间费用率保持平稳，印象丽江拉低毛利率。前三季度，公司销售费用率下降 0.37pct，管理费用率下降 0.14pct，存款利率下降叠加中票利息不变导致财务费用率上升 0.63pct，经营压力下期间费用控制情况较好。受印象丽江毛利率下滑拖累，公司毛利率下降 3.26pct，净利率下降 3.23pct。

3、合资设立稻城亚丁演艺公司，外延布局再落一子。10月26日，公司公告出资600万元与稻城亚丁景区旅游开发公司合资设立稻城亚丁演艺公司，占出资总额的60%。亚丁是大香格里拉生态旅游区的核心资源，近年来游客接待量逐年攀升。随着进出交通与配套服务的完善，成长前景向好。此前公司已布局巴塘县雪域扎西宾馆项目、丽江裸美乐生态文化旅游有限公司、香格里拉香巴拉月光城项目等节点，未来大香格里拉生态旅游圈“连点成环”的协同效应值得期待。

4、投资建议：受旅游市场秩序整治导致团队客流减少影响，公司业绩将继续承压。下半年后，丽江市整体客流稍有恢复，公司有望通过加大营销力度、调整客源结构等途径改善经营。同时，公司多个外延项目有序推进，配套设施改善下前景可期。我们下调17-19年的每股收益为0.38/0.47/0.55元，对应PE估值26x/21x/18x，维持“审慎推荐-A”投资评级。

5、风险因素：当地旅游市场调整；项目推进不达预期。

## 158、国轩高科（002074）——基本符合预期，四季度电池放量可期

（分析师：游家训 等；联系方式：021-68407937youjx@cmschina.com.cn）

业绩基本符合预期，青岛产线技改影响盈利。2017年前三季度，公司营收、归上净利润Q1/Q2/Q3分别为11.08/12.89/13.58、2.02/2.43/1.94亿元，同比增长-5.68%/5.23%/32.69%、-34.02%/6.95%/-4.65%，Q1/Q2/Q3的毛利率、净利率分别为38.15%/35.63%/38.01%、18.22%/18.93%/14.36%。第三季度营收增速与净利润增速不同步，主要原因是青岛一期产线技改产生的费用影响了盈利。

电池降价致短期业绩承压，四季度迎旺季放量可期。2017年，公司三元电池产线投产，新客户开拓与新产品开发方面取得明显进步，但今年国内动力电池价格普遍下降，上游材料价格上涨，影响整体盈利水平，公司业绩短期承压。四季度电池行业有望迎来装机小高峰，公司在手订单饱满，尤其是公交系统，如安凯、金龙和中通等客车订单较多，乘用车方面江淮的订单持续在供货，北汽的磷酸铁锂电池订单也有望于四季度开始供货，四季度电池放量可期。

产能扩张稳步推进，产业链布局完善提升成本优势。公司正积极推进扩产计划，现有电池产能5.5gwh（包括3.5gwh磷酸铁锂+2gwh三元），预计年底将新增唐山和南京

二期各 1gwh 产能，总产能达到 7.5gwh，明年扩产完成预计可达 10gwh 产能，跻身国内电池第一梯队。

青岛产线技改基本完成，三元产能有望明年释放。公司重点新建的青岛一期三元产能，近几经过产线调整与工艺升级，目前已基本整改完成，逐渐开始认证并小批量供给上汽大通和众泰等客户，预计年底完成认证并将于明年开始批量供货。公司现有订单合同金额(含未履约合同)约 54 亿元，包括江苏建康、中通客车、北汽新能源、南京金龙等国内主流厂商；青岛三元产能明年的释放将成为公司最大的看点，驱动业绩实现增长。

投资建议：维持“强烈推荐-A”评级。公司是国内非常优秀的锂电池龙头企业之一，我们非常认可公司的经营管理能力及产业布局，维持“强烈推荐-A”投资评级，目标价 35-37 元。

风险提示：电池价格持续下降，政策不达预期，新能源车推广不达预期

## 159、东方嘉盛（002889）—供应链管理先行者，Q3 利润略有下滑

（分析师：常涛 等；联系方式：010-57601863 changt@cmschina.com.cn）

事件：

公司公告 17 年三季报。17Q3，公司实现营收 23.72 亿元（+27%），归母净利 2000 万（-9.14%），扣非后归母净利 1801 万元（-13.61%），基本 EPS 0.1580 元（-25.68%），加权 ROE 1.31%（-1.66pct）。

评论：

1、收入增速下降，利润下滑，三季报低于市场预期

三季度，公司实现营收 23.72 亿元（+27%），营业成本 23.22 亿元（+27%），毛利 5044 万元（+28.7%），毛利率 2.1%（基本持平）。三项费用 1769 万元（+14.5%），控制良好；资产减值损失 670 万元（+504%），营业利润 2615 万元（+1.4%），归母净利 2000 万（-9.14%）。公司三季度收入增速为 27%，低于上半年的 57.4%，利润同比下滑，低于市场预期。



## 2、大行业小公司，客户和行业拓展为核心

供应链管理市场规模取决于社会贸易额和外包比例，而行业发展仍处于早期，市场格局极为分散。供应链管理业务的嵌入性特点决定了客户黏性较强、忠诚度高，且国内供应链管理市场规模增长潜力巨大，多数行业存在供应链外包需求，因此竞争的关键在于拓展新行业。

## 3、盈利预测与估值

我们预测公司 17/18/19 年 EPS 分别为 0.78/0.95/1.16 元，对应当前股价 PE 47.8/39.5/32.4X。供应链管理行业规模大，市场格局极度分散，公司作为行业先行者，有望从中脱颖而出，维持“强烈推荐-A”投资评级。

## 4、风险提示：市场无序竞争、汇率风险、客户集中度风险

# 160、三安光电（600703）—业绩符合预期，LED 龙头增长动力强劲

（分析师：鄢凡等；联系方式：0755-83074419 yanfan@cmschina.com.cn）

### 事件：

公司发布 2017 年三季报，前三季度实现收入 62.8 亿元，同比增长 40.05%；实现归母净利润 23.8 亿元，同比增长 58.96%。Q3 单季度实现收入 22.2 亿元，同比增长 30%，实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 63%。

### 评论：

#### 1、下游需求强劲，营收净利快速增长，盈利能力改善显著

公司前三季度实现营收 62.8 亿元，同比增长 40.05%；实现归母净利润 23.8 亿元，同比增长 58.96%。Q3 单季度实现收入 22.2 亿元，同比增长 30%，环比增长 7%；实现归母净利润 8.6 亿元，同比增长 63%，环比增长 5%，符合预期。下游 LED 整体需求旺盛，产能投放有限，LED 价格稳定。公司 Q3 毛利率 48.5%，净利率 38.9%，维持较高水平，毛利率同比改善约 10 个百分点，环比下降 2 个百分点主要由于产品结构

化调整，低毛利汽车业务增长迅速。公司产能利用率较高，净利增速快于营收增速约 20 个百分点。

## 2、受益行业集中度提升，新增产能逐步到位，持续增长动力强劲

经历大规模投资和洗牌之后，LED 芯片供需结构调整，行业集中度持续提升。公司上半年开始增加 MOCVD 建设，产能投放逐步从 8 月份开始，年底产能或达到 450 台 MOCVD 规模。供给端来看，欧司朗进行较大扩产，日亚小幅增加产能，Cree、三星、飞利浦均通过与公司合作的形式进行产能的增加，国内部分厂商预期扩产较大，但其与公司产品结构等有较大的不同。需求端方面，车用 LED、小间距显示和植物照明灯等细分领域是行业增长主要推动力，芯片价格有望维持稳定，新增产能的释放将进一步推动营收与利润的增长。

## 3、化合物半导体迎量产，光通信极具潜力，布局 Micro-LED 与滤波器

公司积极推进新业务布局，5G 将推动化合物半导体大规模应用，公司相关业务稳步发展，目前已经建成全球领先的 6 寸 GaAs 和 GaN 生产线，已经向多家公司提交样品，部分芯片进入微量产阶段。公司 5 月公司在境外设立光通讯和滤波器研发子公司，积极推进滤波器与光通信业务发展。同时积极布局 Micro-LED，与下游客户就 Micro-LED 核心 Mass-Transfer 等技术进行研发，打开新的业务成长空间。同时大基金、国开行、地方政府等也大力支持公司跨越式发展。

## 估值与投资建议

我们看好公司在 LED、化合物半导体和光通讯领域的发展前景，迎接“芯”一轮高增长。我们预计公司 17/18/19 年的 EPS 分别为 0.76/1.04/1.37 元，当前股价对应 PE 分别为 33.2/24.3/18.4 倍。维持“强烈推荐-A”投资评级，上调目标价至 31.2 元。

风险提示：LED 芯片产能扩产过快加剧竞争，化合物半导体业务不及预期等。

# 五、债券、基金和量化研究

## 1、危中见机，毋须过分悲观

（分析师：徐寒飞 等；联系方式：18621720327 xuhanfei@cmschina.com.cn）

策略观点：基本面担忧发酵与机构被动抛售造成的“双杀”，促使债市调整幅度已然偏离正常轨道，预期和交投情绪修正尚需时间。不过，超调背后酝酿的配置机会正在提升，倘若后期能够继续观察到来自商业银行资产端和负债端利率的持续回落，受到暂时性因素影响的债券市场的下跌将不能持续。

宏观利率：基本面方面，四季度经济将延续下滑态势：1) 地产周期趋势向下；2) 成本上升，出口趋弱；3) 收入分配恶化，消费走弱；4) 新一轮工业品价格反弹已宣告终结。债市对基本面走强的担忧可以解除了。流动性方面，税期叠加较大额到期，流动性大概率边际收紧，但是预计央行仍然会维持银行间市场流动性的基本稳定。

信用观察：城投债事件性冲击扩展至“黑天鹅”，坚守防御型配置策略。湛江新域公司存量券被纳入地方政府性债务的概率较高，加之部门间尚存斡旋空间，信用风险尚不足虑。然而事件性扰动更为频繁，仍需以防御策略应对估值风险。

衍生品观察：国债期货推荐做陡曲线。虽然就目前的债市情绪而言，倒挂可能不会被迅速纠正，但此时投资的安全边际已提高，我们推荐 1712 合约做陡曲线策略。

海外观察：总体来看，Jerome Powell 和可能成为新任美联储主席。Powell 当选后，美联储大概率仍将在既定的“渐进加息”路径上继续前进。川普和民主党正在“发力”推进税改，一旦方案年内落地，“川普交易”很可能将卷土重来。

## 2、基金市场一周观察（1016-1020）- 市场整体回调 首只 FOF 基金成立

（分析师：顾正阳 等；联系方式：0755-83585096 guzy1@cmschina.com.cn）

上周市场涨跌互现，沪深 300 指数上涨 0.2%，创业板指数下跌 2.4%；各类基金表现也相对前周明显下滑，除去货币基金，仅有保本基金本周平均收益为正，指数基金与 ETF 基金表现较差。展望后市，我们认为短期内可以关注十九大有可能出现的热点议题，同时消费、环保主题在当前也有着较好的配置价值。投资者可考虑配置相关主题且个股挖掘能力较强的灵活配置型基金，力求在整体结构震荡行情中获取超额收益。

上周市场涨跌互现，截至收盘，沪深 300 指数收于 3,927 点，上涨 0.2%；上证综合指数收于 3,379 点，下跌 0.4%；深证成分指数收于 11,239 点，下跌 1.4%；中小板指

收于 7,753 点，下跌 0.4%，创业板指收于 1,880 点，下跌 2.4%。中债总财富指数收于 169 点，与前周持平。

市场已成立权益类 ETF 基金共计 137 只，上市 137 只。权益类 ETF 基金总资产为 2,151.0 亿元，较前周下降了 33.7 亿元，上周净赎回规模为 34.2 亿元，资金流出。价格平均下跌 0.5%，净值平均下跌 0.6%，总成交额为 313.0 亿元，日均交易量较前周上涨 17.8%。

上周市场收涨，主动偏股基金方面，开放式股票基金平均下跌 0.2%，混合基金下跌 0.2%；被动偏股基金方面，指数型基金下跌 0.6%，ETF 基金下跌 0.6%。绝对收益基金、债券基金以及保本基金的净值均基本与前周保持持平，货币市场基金获得 0.05% 的收益。

上周共有 4 只基金公告成立，4 只基金结束募集，40 只基金处于发行期。此外，根据最新公告，即将开始募集的基金有 16 只。

上周市场重现结构性行情，上证 50 表现稳定，而创业板与中小板均出现了下跌。展望后市，可以关注十九大着重提到的经济发展理念与相关的投资板块，重点关注消费升级、环保、新能源等概念。投资者可考虑配置相关主题且个股挖掘能力较强的灵活配置型基金，力求在整体结构震荡行情中获取超额收益。

首批 FOF 发行火热，多家 ETF 产品丰富的基金公司纷纷加大对旗下 ETF 产品路演力度以吸引 FOF 投资。FOF 作为中国公募基金业今年最大的创新产品，将有助于解决投资者的基金选择难题。风格鲜明、跟踪特定指数的 ETF 有望成为 FOF 投资者的重要工具。FOF 投资时代到来，ETF 作为标准化的工具型产品，将受到机构投资者的欢迎，相对主动管理类的开放式基金，将在 FOF 投资中具有优势

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。