



2021.01.04

没水之后：逆势而上的龙头基因

——从 2009 年底看 2020 年底

本报告导读：

本文通过梳理 2009 年底流动性收紧后仍持续上涨的 50 支个股，总结对抗杀估值的三大基因。映射当下我们推荐：1.酒店/旅游/家电/汽车；2.新能源；3.铜/铝/石化/基化。

摘要：

- **2009 年底与 2020 年底多有相似之处。**1) 两者最重要的相似之处，同时也是本文选择 2009 年底的核心原因——均处于流动性收紧预期之下。2009 年底，国内经济基本面已有较大改善，GDP 与 CPI 的快速上行让市场逐步开始关注“政策紧缩信号”。2021 年通胀存在上行压力，且随着全球包括中国货币政策缓步推出，流动性格局较 2020 年将明显收紧。2) 除却我们讨论的核心，2009 年底的经济节奏与当下也有诸多相似。从经济增速来看，均即将进入阶段修复的高点。从经济结构来看，2009 年底与现在均出现出口快修复、消费慢修复的特征，主要的不同之处在于投资的重心。
- **精选 2009 年底流动性收紧后仍持续上涨的 50 支个股，总结对抗杀估值的三大基因。**在流动性收紧环境叠加周期弹性弱化的背景下，个股逻辑重要性强化，我们的任务向寻找 Alpha 拓展。我们精选了 2009 年底流动性收紧后仍持续上涨的 50 支个股逐一梳理，但过去特殊时期行业发展的机会与模式难以再现，个股的特征才是我们需要关注的重点。我们穿越行业束缚，梳理出对抗杀估值的三大基因：
- **基因一：经济修复之下，盈利具备弹性优势。**2009 年底，外部冲击砸下的经济“深坑”已基本填平，与当下相似经济即将进入“N”型修复的第二个拐点。基于经济修复下盈利具备弹性优势逻辑的个股数量虽然不多，但是均极具代表性。围绕消费、投资和出口三个传统视角：投资层面，地产投资进入狂欢的末期，盈利弹性转移至地产后周期；消费层面，经济修复进入中后场，可选盈利弹性优于必选；出口层面，海外经济修复下，具备中国制造优势的出口型公司盈利弹性大。
- **基因二：技术突破之下，从 1 到 1000。**有 19 家公司呈现明显的技术突破特征，其一为在原有业务上取得技术突破，其二为凭借原有的技术优势与研发能力成功切入新兴赛道。同时“曲高和寡”的技术突破无实战意义，上述公司的技术突破均集中在 2009-2010 年重点发展的七大“战略新兴产业”，具有充分的现实需求。
- **基因三：供需变化之下，细分行业龙头率先受益。**我们从行业供需格局与竞争格局上把握最后一个共性基因，发现当行业供需改善时，仍是细分行业龙头受益较为明显，原先不具备明显龙头优势的个股要想脱颖而出仍具有一定挑战性。
- **三大基因映射当下，精选 2021 年对抗杀估值的 20 只金股。**1) 基因一：酒店旅游（首旅酒店/中国中免）、家电（海尔智家）、汽车（吉利汽车/长安汽车/爱柯迪）。2) 基因二：光伏（通威股份/隆基股份/阳光电源/捷佳伟创）、新能源车（宁德时代/比亚迪/当升科技/新宙邦）。3) 基因三：铜（紫金矿业）、铝（云铝股份）、基化（龙蟒佰利/万华化学/玲珑轮胎）、石化（桐昆股份）。

报告作者



陈显顺(分析师)



021-38032683



chenxianshun@gtjas.com

证书

S0880519080006



苏徽(分析师)



021-38676434



suhui012865@gtjas.com

证书编号

S0880516080006

相关报告

政策边际宽松，预期处于较乐观水平

2020.12.30

“春季躁动”源自何方

2020.12.27

策论军工：国之重器，十四五的百米飞人

2020.12.26

限电进行时，助推煤炭和煤化工涨价持续

2020.12.24

东风已至：强资本开支下的制造业主线

2020.12.21

目录

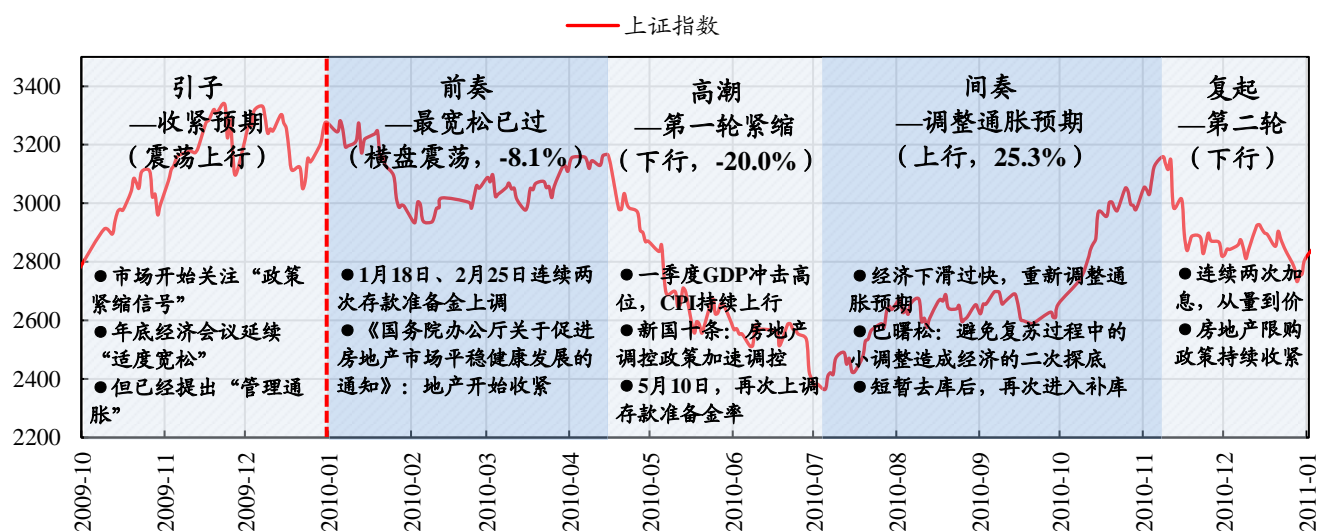
1. 站在 2009 年底：流动性收紧风雨欲来	3
2. 哪些个股逆势而上？	7
2.1. 行业与市值：风格均衡+营收靠后+小市值特征	7
2.2. 盈利与估值：高增长支撑估值	10
3. 基本面梳理：寻找出奇制胜的 Alpha	13
3.1. 医药：新医改之下创新药突围	13
3.2. 电子：受益 LED、消费电子需求强劲恢复	15
3.3. 有色金属：稀土政策与新材料两条主线催化	17
3.4. 化工：紧扣新能源与环保节能主线	18
3.5. 建筑装饰：经济高增下受益于投资需求旺盛	19
3.6. 电器设备：原有技术积累迎来新需求释放	20
3.7. 食品饮料：区域经济高增下二线白酒受益	20
3.8. 国防军工：持续受益于新的需求增长点	21
3.9. 传媒：三网融合政策下行业加速发展	22
3.10. 其他：细分赛道龙头为主	22
4. 穿越行业：对抗杀估值的三大基因	24
4.1. 基因一：经济修复之下，盈利具备弹性优势	24
4.2. 基因二：技术突破之下，从 1 到 1000	27
4.3. 基因三：供需变化之下，细分行业龙头率先受益	29
5. 立足当下，未来谁能逆势上涨？	33
5.1. 基因一：酒店/旅游/家电/汽车	33
5.2. 基因二：光伏/新能源车产业链	37
5.3. 基因三：铜/铝/基化/石化	41
5.4. 金股组合	44

当前货币政策最宽松时点已过，宏观流动性收紧预期提升。我们在报告《没水之后：回首二十年六次流动性收紧》中提到，复盘历史上六次流动性边际收紧，跌多涨少，未来关注重心要回归细分赛道的盈利景气周期。从各个阶段流动性收紧的主要原因以及宏观环境来看，当下与阶段三（2009 年底-2010 年）和阶段一（2003 年下半年）较像。本报告聚焦阶段三，对 2010 年逆势而上的 50 只个股进行深入探讨，挖掘共性基因。

1. 站在 2009 年底：流动性收紧风雨欲来

站在 2009 年底，经济修复进入中后期，流动性收紧风雨欲来。2009 年底经济修复已进入中后期，房地产泡沫扩张下经济出现局部过热、结构失衡等问题，流动性收紧预期正逐步发酵。我们从 2009 年底开始，复盘该轮流动性收紧下 A 股市场的走势，依次将行情划分为引子（2009 年底）-前奏（2010/1/1-2010/4/18）-高潮（2010/4/19-2010/7/1）-间奏（2010/7/2-2010/11/11）-复期（2010/11/12 开始）。

图 1：2010 年全年货币政策与房地产的双收紧成为市场最大的担忧



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

● 引子—2009 年底：收紧预期开始发酵

1) 2009 年底，国内经济基本面已有较大改善，中国的经济修复速度已经远远跑在海外各国前面。全年 GDP 同比增速（不变价，下同）逐级上行，至 2009 年 3 季度已至 10.6%。同时 CPI 自 2009 年 7 月见底后掉头上行，8、9、10、11 月 CPI 分别为-1.2%、-0.8%、-0.5%和 0.6%，至 2009 年 12 月已上行至 1.9%。GDP 与 CPI 的快速上行让市场开始预期政策收紧，逐步开始关注“政策紧缩信号”。

2) 尽管 2009 年 12 月的政治局会议与随后召开的中央经济工作会议仍未改变对货币政策的定调，但已适时提出“管理通胀预期”。中央经济工作会议提出继续实行“适度宽松”的货币政策，但也同时提出“要处理好保持经济平稳较快发展、调整经济结构、管理通胀预期的关系”。

● 前奏—2010/1/1-2010/4/18: 最宽松时期已过

1) 尽管 2009 年末经济工作会议上货币政策定调不变, 但 2010 年初流动性已开始实质收紧。先量后价, 2010 年 1 月 18 日、2 月 25 日人民银行连续两次上调存款准备金, 货币政策最宽松的时期已经过去。

2) 与此同时, 房地产政策也逐步开始收紧。房地产作为该时期我国经济的重要部分, 政策的收紧逐步展露宏观调控的决心。2010 年 1 月 10 日, 国务院出台《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》, 要求购买第二套(含)以上住房的家庭, 贷款首付款比例不得低于 40%。

3) 2010 年 1 月随着政策收紧市场快速下行, 但后续政策进入空窗期叠加经济数据的持续修复, 上证综指震荡上行, “前奏”阶段上证综指小幅下跌 8.1%。

● 高潮—2010/4/19-2010/7/1: 第一轮紧缩

1) 2010 年一季度 GDP 冲击高位, CPI 持续上行, 房地产泡沫下经济局部过热、结构失衡, 调控政策再次收紧。2010 年一季度 GDP 同比增速上行至 12.2%, 2010 年 1、2、3 月 CPI 分别为 1.5%、2.7%和 2.4%。房地产泡沫已造成经济局部过热、结构失衡, 房地产政策再次加速调控。2010 年 4 月 17 日国务院发布新国十条《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》, 要求首套房贷款比例不低于 30%, 二套房比例不低于 50%。

2) 2010 年 4 月 16 日股指期货上市, 但预期充分下影响不大, 房地产调控政策超预期仍是年内市场第一次下行拐点的主要原因。股指期货推行, 2009 年底市场已经有预期, 故 2010 年 4 月 16 日市场并无过多反应。但周末房地产调控政策超预期, 2010 年 4 月 19 日上证综指下跌 4.79%, 开启年内第一轮下行。

3) 2010 年 5 月 10 日, 人民银行再次上调存款准备金率。货币政策与房地产政策的双收紧下市场加速下跌, “高潮”阶段上证综指下跌 20.0%。

● 间奏—2010/7/2-2010/11/11: 经济下滑过快, 调整通胀预期

1) 2010 年 4 月以来货币政策与房地产双收紧下, 经济出现下滑过快的苗头。2010 年 4、5、6 月工业增加值同比增速分别为 17.8%、16.5%和 13.7%, 经济进入短暂的去库存。

2) 经济下滑过快, 重新调整通胀预期。巴曙松在 2010 年 7 月 2 日提出“要注意避免复苏过程中的小调整造成经济的二次探底, 也要防止多种政策的叠加对经济产生的超调”, 市场重新调整通胀预期。

3) 经济短暂修复, 库存周期重新进入补库阶段, “间奏”阶段上证综指上涨 25.3%。

● 复起—2010/11/12: 第二轮紧缩开启

1) 流动性收紧进入深水区, 从量到价, 2010 年 10 月 20 日和 2010 年 12 月 25 日央行连续两次加息。

2) “间奏”阶段后期房地产限购政策密集出台, 政策彻底收紧。间奏阶段的后期房地产政策再次收紧, 各类调控政策密集出台, 2010 年 9 月 29 日全面叫停第三套住房公积金贷款, 2010 年 11 月 1 日全面取消房贷七折利率。

3) 货币政策从量到价、房地产政策彻底收紧, 进入“复起”阶段后上证

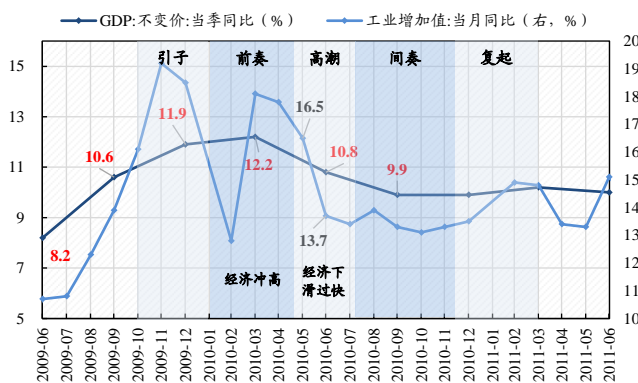
综指再次进入下跌通道。

2010 年全年货币政策与房地产收紧双轮驱动下，A 股一波三折。我们认为，2009 年底与当下 2020 年底多有相似之处，首先是我们讨论的核心——流动性收紧预期。2021 年尽管通胀压力暂无，但随着全球包括中国货币政策缓步推出，流动性格局较 2020 年将明显收紧，2021 年 Q1 利率整体将维持震荡上行。

除却我们讨论的核心，2009 年底的经济环境与当下也有诸多相似。从经济增速来看，均即将进入修复的高点，2010 年一季度和 2021 年一季度均为经济修复的阶段高点（2021 年经济与盈利预测报告《高峰将现，后力绵长——2021 年度策略之盈利展望》）。但修复高点后，经济增速均将逐季下降。此外，从经济结构来看，2009 年底与现在均出现出口快修复、消费慢修复的特征，主要的不同之处在于投资的重心。2009 年底投资的重心已从基建转移至房地产，而当下尽管从绝对增速来看房地产仍高于基建与制造业，但从修复斜率来看重心已逐步转移至制造业。

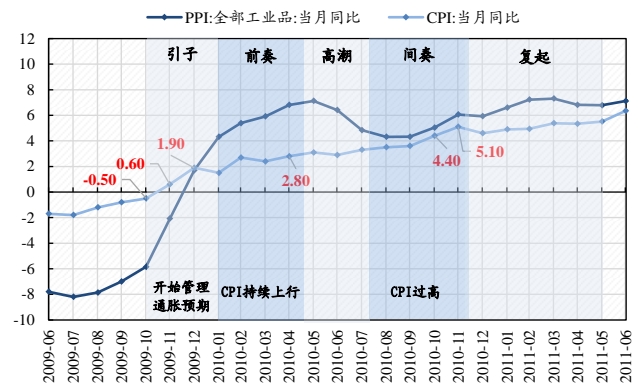
在流动性收紧环境叠加周期弹性弱化的背景下，自上而下的行业轮动重要性正在淡化，个股逻辑重要性强化，我们的任务将向寻找 Alpha 拓展。本文通过对 2009 年底流动性收紧下仍能逆势而上的公司进行深入分析，寻找他们出奇制胜的关键，并总结共性基因，最终映射到当下。

图 2：2010 年 GDP 年初冲高后逐季回落



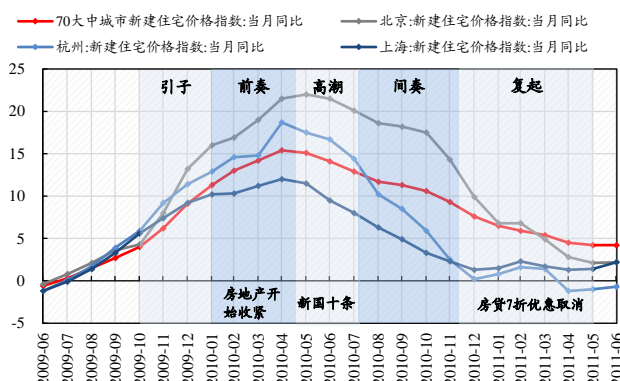
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 3：2010 年 CPI 持续上行



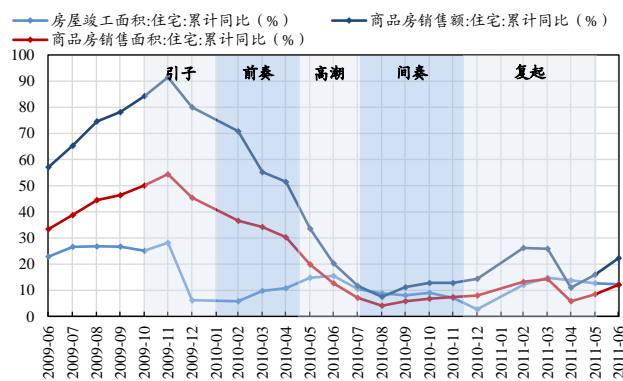
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 4：2010 年房地产政策持续收紧



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 5：2010 年地产政策收紧下竣销数据大幅下行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 1：货币政策与房地产政策的双轮驱动是 2010 年市场的核心矛盾

日期	政策/会议	内容	总结
引子-2009/7/1	中央政治局会议	1) 宏观政策取向不能改变。继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。2) 在保增长中更加注重推进结构调整，更加注重加快自主创新。	市场开始关注“政策紧缩信号”，尽管延续“适度宽松”，但已提“管理通胀”。
引子-2009/12/1	中央经济工作会议	1) 调整经济结构、管理通胀预期的关系。2) 要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策。	
前奏-2010/1/10	房地产：《国务院办公厅关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》	合理引导住房消费抑制投资投机性购房需求：1) 加大差别化信贷政策执行力度。对已利用贷款购买住房、又申请购买第二套（含）以上住房的家庭，贷款首付款比例不得低于 40%。2) 继续实施差别化的住房税收政策。	
前奏-2010/1/18	央行：存款准备金	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点	
前奏-2010/2/25	央行：存款准备金	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点	存款准备金率连续两次上调，房地产政策收紧初现端倪，最宽松时点已过。
前奏-2010/3/1	十一届全国人大三次会议	1) 要继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，保持政策的连续性和稳定性。2) 管理好通胀预期、稳定物价总水平。	
高潮-2010/4/17	房地产：《新国十条》	坚决抑制不合理住房需求：1) 首套自住房且套型建筑面积在 90 平方米以上，贷款首付款比例不得低于 30%；贷款购买第二套，贷款首付款比例不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。2) 发挥税收政策对住房消费和房地产收益的调节作用。	经济好于预期，CPI 快速上行。存款准备金继续上调，房地产加速调控。
高潮-2010/5/10	央行：存款准备金	上调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点	
间奏-2010/7/2	巴曙松：新一轮上升周期趋势已经确定	在经济复苏的过程中，要注意避免复苏过程中的小调整造成经济的二次探底，也要防止多种政策的叠加对经济产生的超调。	紧缩过渡下经济下滑过快，重新调整通胀预期。但该阶段后期政策再次收紧，央行上调基准利率，房地产政策彻底收紧。
间奏-2010/9/29	房地产：《关于完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》	各商业银行暂停发放居民家庭购买第三套及以上住房贷款。	
间奏-2010/10/20	央行：基准利率	金融机构一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 2.25% 提高到 2.50%；一年期贷款基准利率上调 0.25 个百分点，由现行的 5.31% 提高到 5.56%。	
间奏-2010/11/1	房地产：房贷七折优惠利率取消	11 月 1 日起，全面取消房贷七折利率，首套房首付最低 30%，利率优惠下限调整为同档期基准利率的 85%。	
间奏-2010/11/3	房地产：《规范住房公积金个人住房贷款政策有关问题的通知》	全面叫停第三套住房公积金贷款。停止向购买第三套及以上住房的缴存职工家庭发放住房公积金个人住房贷款。	

复起-2010/12/25 央行:基准利率

一年期存贷款基准利率分别上调 0.25 个百分点。其中,对房地产市场影响最大的 5 年期以上贷款利率,由现行的 6.14%上调至 6.40%。

从量到价,政策收紧进入深水区。

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 哪些个股逆势而上?

我们基于以下条件筛选 2010 年逆势而上的个股: 1) 从 2009 年 12 月 31 日开始, 计算 100/200/300 天后各股票的涨跌幅排名的平均值, 选取平均排名在前 150 名的股票。2) 同时我们进一步观察各股票 2011 年与 2012 年的涨跌幅, 将 2011 年与 2012 年出现大幅下行的股票剔除, 最终确定 2010 逆势而上的 50 只龙头股票, 暂称之为“2010 龙头组合”。

表 2: 2009 年底-2010 年, 逆势而上的个股名单

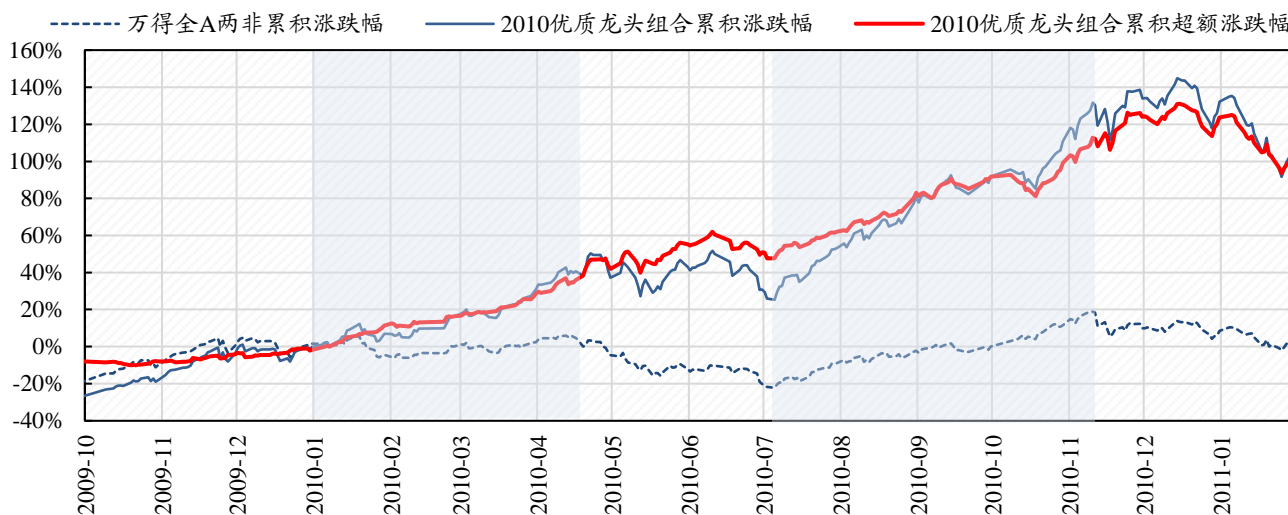
证券代码	证券简称	申万一级	证券代码	证券简称	申万一级	证券代码	证券简称	申万一级
600406.SH	国电南瑞	电气设备	000049.SZ	德赛电池	电子	002106.SZ	莱宝高科	电子
002081.SZ	金螳螂	建筑装饰	002099.SZ	海翔药业	医药生物	000826.SZ	启迪环境	公用事业
600118.SH	中国卫星	国防军工	000596.SZ	古井贡酒	食品饮料	600252.SH	中恒集团	医药生物
000811.SZ	冰轮环境	机械设备	002094.SZ	青岛金王	化工	600160.SH	巨化股份	化工
600133.SH	东湖高新	建筑装饰	600330.SH	天通股份	有色金属	002216.SZ	三全食品	食品饮料
002190.SZ	成飞集成	国防军工	600055.SH	万东医疗	医药生物	000423.SZ	东阿阿胶	医药生物
000661.SZ	长春高新	医药生物	600114.SH	东睦股份	有色金属	600261.SH	阳光照明	电子
000790.SZ	华神科技	医药生物	600268.SH	国电南自	电气设备	002035.SZ	华帝股份	家用电器
600256.SH	广汇能源	化工	000523.SZ	广州浪奇	化工	002273.SZ	水晶光电	电子
600433.SH	冠豪高新	轻工制造	000665.SZ	湖北广电	传媒	600535.SH	天士力	医药生物
000915.SZ	山大华特	医药生物	002036.SZ	联创电子	电子	600770.SH	综艺股份	综合
002241.SZ	歌尔股份	电子	600831.SH	广电网络	传媒	600111.SH	北方稀土	有色金属
600259.SH	广晟有色	有色金属	002051.SZ	中工国际	建筑装饰	600763.SH	通策医疗	医药生物
000598.SZ	兴蓉环境	公用事业	600458.SH	时代新材	化工	002293.SZ	罗莱生活	纺织服装
002223.SZ	鱼跃医疗	医药生物	002167.SZ	东方锆业	有色金属	002049.SZ	紫光国微	电子
000970.SZ	中科三环	有色金属	002236.SZ	大华股份	电子	002230.SZ	科大讯飞	计算机
002129.SZ	中环股份	电气设备	600199.SH	金种子酒	食品饮料	-	-	-

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 6: 龙头组合行情: 全年逆势而上

2.1. 行业与市值: 风格均衡+营收靠后+小市值特征

从组合整体来看, 这一阶段逆势而上的股票具有风格均衡、营收排名靠后、市值较小的特征。从行业分布来看, 主要集中在医药/电子/有色/化工/食品饮料/电气设备/国防军工等行业, 整体风格较为均衡。从市值来看, 0-25 亿元的公司个数为 16 家, 25-50 亿的公司个数也为 16 家, 50-100 亿的公司为 13 家。超过 60% 的公司市值在 50 亿以下, 90% 的公司市值在 100 亿以下, 小市值特征明显。从营收规模来看, 营收规模在申万一级行业中排名前 10 的公司仅 1 家, 排名在 11-20 的公司有 13 家,

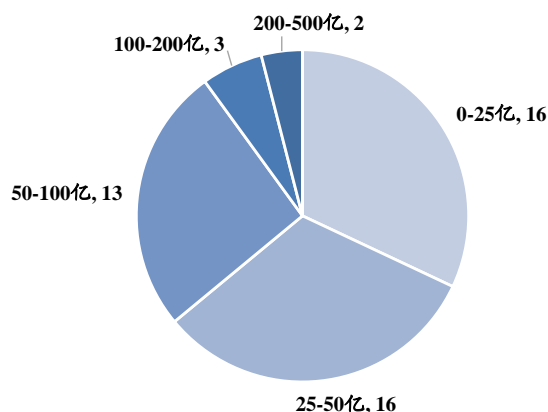
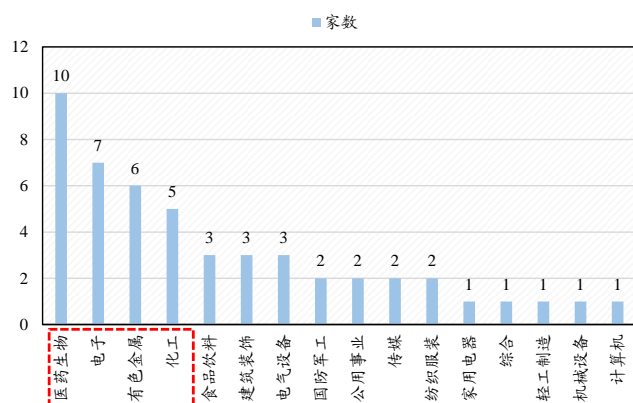


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

其余公司排名均在 20 名之后。从申万二级行业排名来看, 也仅有 12 家公司的营收规模排名前 10, 营收排名在行业中靠后的特征较为明显。

图 7: 行业结构: 集中在医药/电子/有色/化工

图 8: 市值大小: “小市值”居多



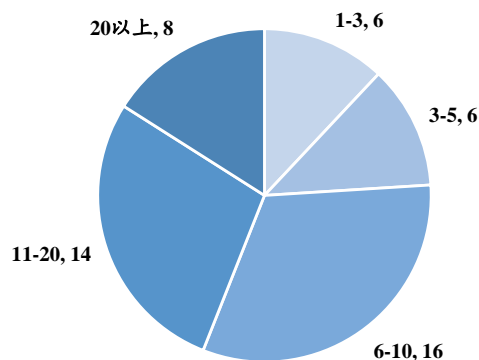
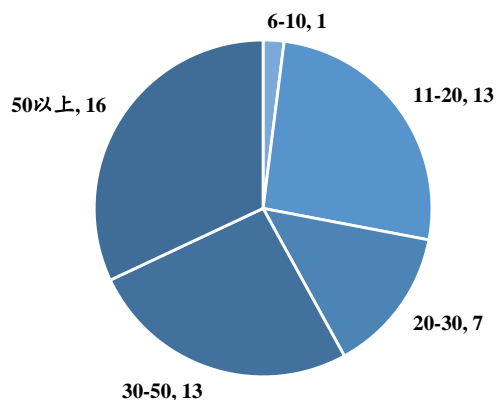
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 市值数据选取时点为 2009 年 12 月 31 日。

图 9: 申万一级营收排名: 并未靠前

图 10: 申万二级营收排名: 仍靠后



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：营收采用 2009 年 Q3 与 Q4 营业收入（TTM）的平均值。

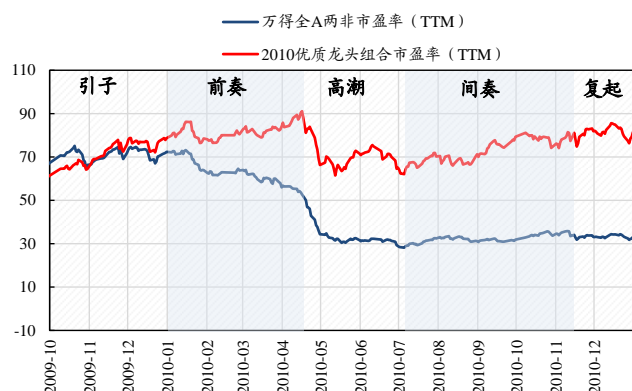
2.2. 盈利与估值：高增长支撑估值

龙头组合估值在流动性收紧下持续坚挺。龙头组合的 PE (TTM, 下同) 在 2009 年 12 月 31 日为 78.67, 而同期万得全 A 两非的 PE 为 72.36, 龙头组合并无估值优势。进入 2010 年后, 龙头组合和全 A 两非估值出现明显分化, 自“前奏”阶段结束时, 龙头组合的 PE 上行至 91.13, 而全 A 两非 PE 已下行至 52.13。“高潮”阶段龙头组合和全 A 两非均收到影响, 龙头组合的估值下行至 64.13, 而全 A 两非更是下行至 28.5。“间奏”阶段后, 龙头组合估值继续上行, 全 A 两非估值保持平稳。从“引子”到“复起”阶段, 龙头组合的估值仅在“高潮”阶段受到一定影响, 至“复起”阶段初时龙头组合的估值已超过全 A 两非估值的两倍。

盈利的弹性与持续性支撑估值持续坚挺。龙头组合的归母净利润增速兼备弹性优势与持续性优势。从弹性优势来看, 2009Q4 龙头组合的归母净利润同比增速仅为 10.9%, 远低于全 A 两非的 32.4%。而至 2010Q 龙头组合的盈利增速快速上行至 208.4%, 大幅超过全 A 两非的 120.2%。从持续性来看, 由于 2010Q1 增速受到低基数的影响偏高, 随后 2020Q2 增速恢复正常, 2010Q2 开始龙头组合归母净利润增速持续高于全 A 两非, 2010Q2/Q3/Q4 龙头组合归母净利润增速分别为 122.1%、118.9%、107.1%, 同期全 A 两非仅为 74.7%、55.4%、52.4%。龙头组合的高增长一直持续到 2011Q3, 随后增速缓慢下降但仍持续高于全 A 两非。

归母净利润的弹性与持续性伴随着龙头组合盈利能力的大幅提升, 龙头组合量、质起升。从 ROE (TTM) 来看, 龙头组合的盈利能力快速提升并始终保持在高位。龙头组合的 ROE 从 2009 年 Q4 的 10.9% 快速上行至 2010 年 Q4 的 18.9%, 盈利能力几近翻倍。且至 2012 年 Q4 前 ROE 始终保持在 15% 以上。

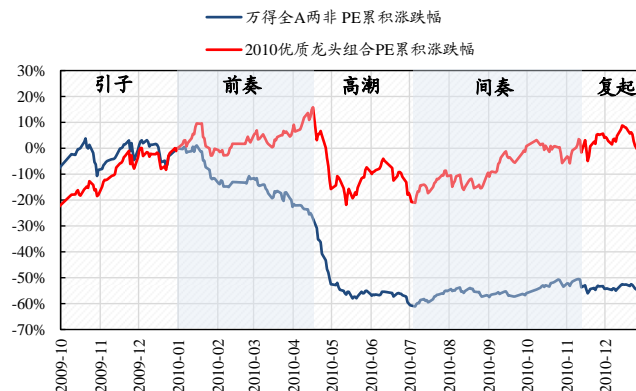
图 11: 市盈率 (TTM): 初始并无明显优势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

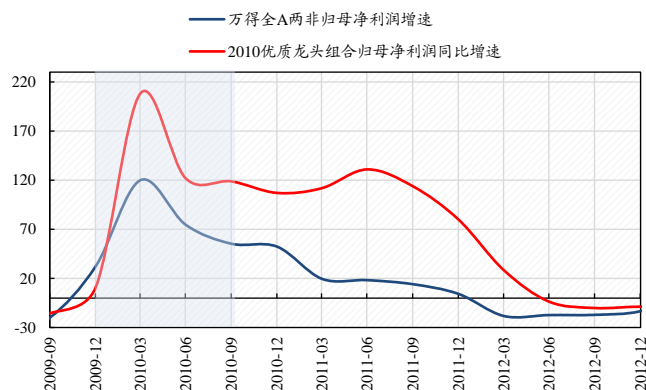
注: 估值与盈利指标均采用整体法计算。

图 12: 市盈率涨跌幅: 估值未受流动性压力



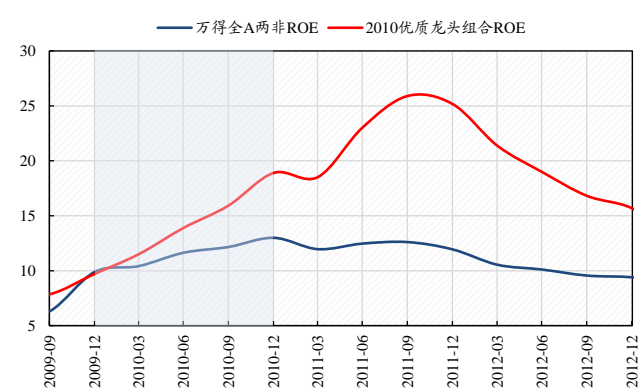
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 13: 归母净利润增速: 弹性+持续高景气



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 14: ROE: 弹性+持续高增长

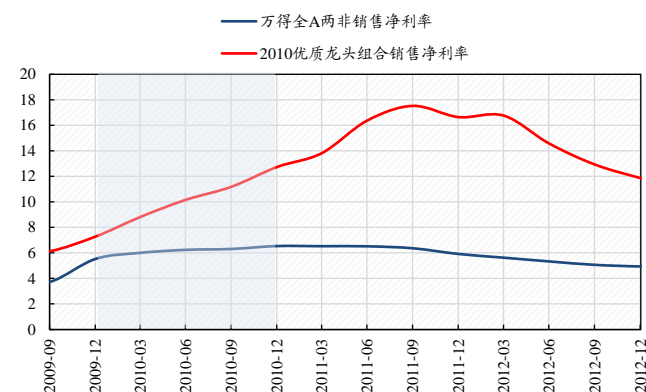


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

龙头组合盈利能力的提升源自销售净利率。从销售净利率来看, 龙头组合自 2009Q4 以后持续提升, 直至 2011 年 Q3 销售净利率提升至阶段高点。而同期全 A 两非的销售净利率并无明显提升。从资产周转率来看, 龙头组合与全 A 两非并无明显区别。从权益乘数来看, 龙头组合由于市值规模小、营收规模靠后, 并无杠杆优势。

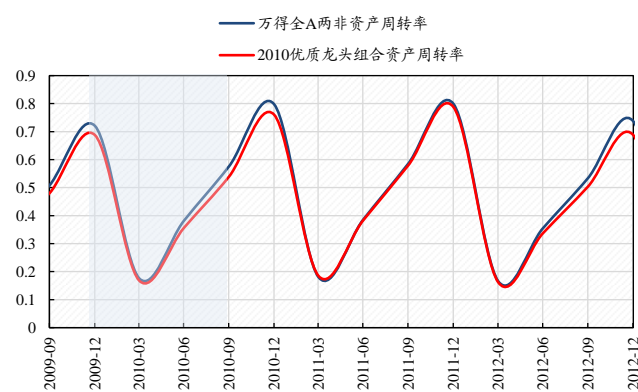
销售净利率提升来源于何处? 千人千面中定本质。我们基于行业和公司两个维度分析龙头组合中的每个个股。行业维度, 我们着眼于行业原有需求复苏、行业新创需求、行业供给格局等因素; 公司维度, 我们着眼于公司的行业地位、产品创新能力、新赛道拓展能力、产能扩张能力, 以及成本与售价控制、内部管理等因素。我们基于以上维度, 寻找 50 只个股出奇制胜的 Alpha, 总结共性。

图 15: 销售净利率: 盈利能力提升的主因



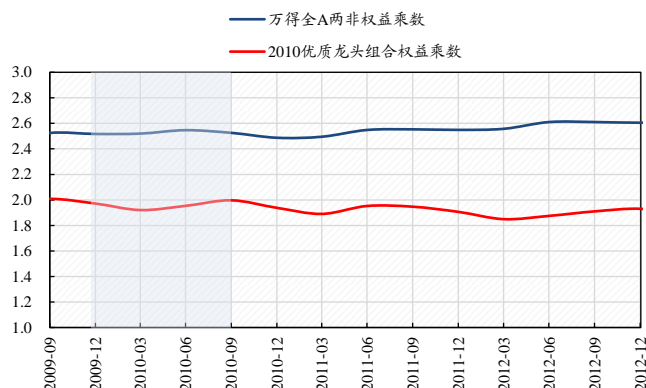
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 16: 资产周转率: 无明显差别



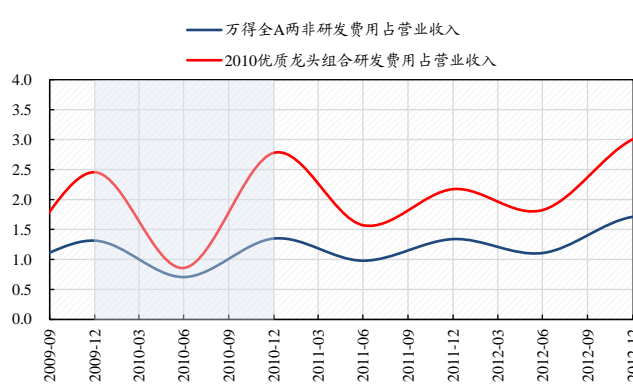
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 17: 权益乘数: 并无优势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 研发费用占比: 龙头组合具备研发优势



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表 3: 2010 优质龙头组合总结

行情							
组合	-50D	50D	100D	200D	300D	特征	
万得全 A 两非累积涨跌幅	-3.0	-3.5	5.8	-16.2	10.8	逆势而上	
龙头组合累积超额涨跌幅	-8.1	13.5	36.9	55.8	94.3		
估值							
组合	-50D	50D	100D	200D	300D	特征	
PE(TTM)							
万得全 A 两非	69.4	62.8	55.3	30.2	34.9	无估值优势	
2010 龙头组合	70.5	80.0	89.4	66.9	77.1		
PE 累计涨跌幅							
万得全 A 两非	-4.1	-13.3	-23.6	-58.3	-51.8	未受明显压力	
2010 龙头组合	-10.4	1.7	13.6	-15.0	-2.0		
盈利							
组合	-1Q	1Q	2Q	3Q	4Q	相对优势	弹性优势
归母净利润同比增速							
万得全 A 两非	32.4	120.2	74.7	55.4	52.4	✓	✓
2010 龙头组合	10.9	208.4	122.1	118.9	107.1		
ROE							
万得全 A 两非	9.9	10.4	11.6	12.2	13.0	✓	✓
2010 龙头组合	9.7	11.5	13.9	15.9	18.9		
销售净利率							
万得全 A 两非	5.5	6.0	6.2	6.3	6.5	✓	✓
2010 龙头组合	7.3	8.8	10.2	11.2	12.7		
资产周转率							
万得全 A 两非	0.7	0.2	0.4	0.6	0.8		
2010 龙头组合	0.7	0.2	0.4	0.5	0.8		
权益乘数							
万得全 A 两非	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5		
2010 龙头组合	2.0	1.9	2.0	2.0	1.9		
研发费用占营业收入							
万得全 A 两非	1.3	-	0.7	-	1.4	✓	
2010 龙头组合	2.5	-	0.9	-	2.8		

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 基本面梳理：寻找出奇制胜的 Alpha

我们在此部分根据行业与公司维度，对龙头组合的每一家公司进行个股梳理。行业维度，我们着眼于行业原有需求复苏、行业新创需求、行业供给格局等因素；公司维度，我们着眼于公司的行业地位、产品创新能力、新赛道拓展能力、产能扩张能力，以及成本与售价控制、内部管理等因素。我们基于以上维度，寻找 50 只个股出奇制胜的 Alpha，作为总结个股共性基因的基础。

3.1. 医药：新医改之下创新药突围

医改之下药品价格大幅下降，创新药异军突起。2009 年 10 月 2 日，发改委公布国家基本药物零售指导价格，与当时现行规定价格比，有 45% 的药品降价，平均降幅 12% 左右；有 49% 的药品价格未做调整。医改之下药品价格大幅下降，原有药企承压。但与此同时，2009 年先后出台《新药注册特殊审批管理规定》、《促进生物产业加快发展的若干政策》、《药品技术转让注册管理规定》多等项政策鼓励创新药研发。**长春高新、华神科技、海翔药业、天士力**虽然营业收入均不靠前，但依靠推出多款**创新药突围**。长春高新推出新药长效生长激素、重组人促卵泡素、重组人胸腺素 $\alpha 1$ ；华神科技推出氧化低密度蛋白诊断试剂盒；海翔药业生产抗血栓新药达比加群；天士力的复方丹参滴丸美国临床 II 期试验完成（核心优势的完整归纳参阅下表，下同）。

医疗器械与药品不同，行业龙头药改下更具盈利优势。“省级招标”将加速地方分销业进一步向区域主流商业集中，中小企业的生存空间将严重缩小，促使行业的集中度再次提高，有实力的大型药品生产企业和商业公司都将从中受益。鱼跃医疗和万东医疗均在医疗器械行业中排名前 5，尽享龙头优势。

东阿阿胶、山大华特、通策医疗的核心优势较上述公司均有所不同。东阿阿胶一方面享受享受“阿胶不再纳入政府定价管理范围”的价格红利，又通过向上游养驴产业拓展控制成本。**山大华特**原有业务火电厂的烟气脱硫服务供给恶化，通过向火电厂脱硝服务转型，供需格局大幅改善。**通策医疗**作为唯一的口腔医疗上市公司，利用行业地位实现快速扩张。

总结：避开医改利空（龙头竞争优势），抓住创新药方向（技术突破）。

表 4: 医药行业个股核心优势总结 (下文所归纳核心优势均仅限于 2009-2010 年, 与当前公司经营状况无关)

医药生物			行情 (累积超额涨跌幅)				盈利 (归母净利润增速)					
代码	公司	申万二级	100 D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
000661.SZ	长春高新	生物制品 II	70.2	73.0	100.2	7	264.0	204.2	68.4	40.3	18.2	4
000790.SZ	华神科技	中药 II	45.7	125.7	149.6	8	41.0	-50.5	252.5	35.8	73.2	28
000915.SZ	山大华特	化学制药	68.9	53.1	119.1	11	151.4	2.3	40.4	129.7	105.0	31
002223.SZ	鱼跃医疗	医疗器械 II	43.0	83.9	111.9	15	62.6	78.8	75.8	60.9	60.0	5
002099.SZ	海翔药业	化学制药	44.8	58.2	130.2	19	18.4	346.2	236.8	281.8	182.6	26
600055.SH	万东医疗	医疗器械 II	64.7	63.3	64.9	23	141.8	29.0	14.3	23.6	-38.9	3
600252.SH	中恒集团	中药 II	46.8	35.6	87.1	37	167.4	1372.2	165.4	125.5	195.0	24
000423.SZ	东阿阿胶	中药 II	23.9	63.6	85.1	40	36.6	119.9	92.1	73.6	48.7	9
600535.SH	天士力	中药 II	24.0	44.7	62.2	44	23.8	28.1	41.9	43.5	42.2	4
600763.SH	通策医疗	医疗服务 II	33.7	20.2	76.6	47	44.3	53.7	79.1	65.3	121.8	7
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
000661.SZ	长春高新	产品创新突破	三大重要生物医药品种将上市: 新药长效生长激素、重组人促卵泡素、重组人胸腺素 α1。									新医药
000790.SZ	华神科技	产品创新突破 技术优势	新产品氧化低密度蛋白诊断试剂盒。 单抗药物利卡汀, 有极高的靶向特性, 治疗效果良好, 在目前的肝癌治疗药物中独树一帜。									新医药
000915.SZ	山大华特	行业新创需求 行业供给 行业地位 产能扩张 政府补助/税收优惠	《火电厂氮氧化物防治技术政策》颁布, 火电厂脱硝需求快速增加, 公司面对巨大的市场机会。 环保业务原本主要是火电厂的烟气脱硫服务, 竞争激烈、亏损。积极布局烟气脱硝业务。 子公司达因制药为国内儿童用药的隐形巨头。 达因生物建设了新厂区。 达因生物被山东省认定为高新技术企业, 所得税由 25%, 变更为 15%。									节能环保 +新医药
002223.SZ	鱼跃医疗	行业地位 产能扩张	在细分领域内, 大产品要做到前 3, 小产品要做到前 2。拓展中医医疗器械领域。 扩大体温计产能。医用分子筛制氧机 (新增 12 万台小型及 200 套大型)、轮椅车 (新增年产 15 万辆)。									新医药
002099.SZ	海翔药业	行业新创需求 行业地位 客户拓展 新兴赛道拓展	克林霉素成功取代林可霉素进入基本药物目录+4-AA 进入需求放量期。 公司是国内最早实现 4-AA 国产化的企业之一, 产量和出口量居国内首位。 与德国 BII 公司的合作进展顺利+美国辉瑞公司也有进一步的合作, 总量和其它高附加值产品订单增加。 主营业务向制剂和生物发酵领域拓展。									新医药
600055.SH	万东医疗	产品创新突破	加大 DR、数字胃肠、心血管造影和 MRI 等中高端大型设备的开发和销售力度。									新医药
600252.SH	中恒集团	行业地位 成本资源优势 售价优势	拥有 302 个药品文号, 21 个独家品种。 新增三七种植面积 200 多亩, 为公司产能扩大提供了原材料保证; 利用“双钱”品牌资源, 注入龟苓膏生产龙头企业开发龟苓宝饮料。 国家发改委公布了对基本药物目录品种的调价政策, 血栓通作为独家剂型产品, 最高零售价格获得上调 8.7-18.7%									新医药
000423.SZ	东阿阿胶	成本资源优势 产品价格优势 管理优势 产能扩张	依照有关政策, 阿胶以后不再纳入政府定价管理范围, 销售价将由企业根据经营成本和市场供求变化自行制定; 产业链拓展, 向上延伸至养驴产业, 向下拓展至养颜养生馆、膏方等, 保障了公司在阿胶产业上的定价能力。 根据有关条例, 阿胶以后不再纳入政府定价管理范围, 售价将由企业根据经营成本和市场供求变化自行制定。 通过控制营销, 强化对市场控制力, 加快阿胶价格回归的进程。									新医药
600535.SH	天士力	成本资源优势 产品创新突破	募集资金投入复方丹参滴丸扩产、现代中药固体制剂扩产建设。 三七药材储备及种植基地建设项目, 满足公司原料的需求, 控制三七涨价带来的成本压力。 复方丹参滴丸美国临床 II 期试验完成; 多项产品入选新版医保目录, 打开基层市场空间; “亚单位流感疫苗”项目获批。									新医药
600763.SH	通策医疗	行业地位 产能扩张	唯一的口腔医疗上市公司; 公司下属杭州口腔医院是浙江省口腔医院的龙头。 公司连锁持续扩张: “总院”+“分院”形式成功收购昆明口腔医院。									

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.2. 电子：受益 LED、消费电子需求强劲恢复

iPhone 4 上市带动智能手机高速增长，消费电子/半导体景气恢复、行业需求改善下，行业龙头受益。2010 年 iPhone 4 上市，全年销量达到 3998 万部，开启智能手机高速发展时代。2010 年 Q1-Q4 全球智能手机出货量同比增长 56.73%、53.70%、93.46%、87.16%，消费电子高景气下头部公司受益。德赛电池在客户拓展上获得突破，一方面继续保持 iPhone 手机项目的领先份额，另一方面深化与直接客户（SDI、SONY、ATL）的合作关系。同时德赛电池还继续积累技术，其参股公司亿能电子与多家新能源汽车生产厂商保持着紧密的合作开发关系，国内 20 多家混合动力或纯电动汽车制造商已批量采用惠州亿能生产的电源管理系统。莱宝高科具有较高的行业地位，在国内中高端 ITO 导电玻璃市场上位列前三位，且是国内唯一一家能够批量生产电容式触摸屏的厂商。同时受智能手机、平板电脑、电子书的流行，受益于电容式液晶屏需求大幅增长。水晶光电在普通光学低通滤波器市场份额当前全球第一，随着智能手机、单反相机流行促进微投项目、光学低通滤波器产品需求增大。歌尔股份受全球消费电子行业回暖影响，受益于电声器件及电子配件强劲需求。

2010 年 LED 行业高景气下，阳光照明受益，歌尔股份、水晶光电作为新进入者同时受益。2009-2010 年中央和地方政府均出台政策支持 LED 产业发展，2010 年我国 LED 产业规模增长 45.1%，呈现量价齐升的高景气局面，行业龙头以及新进入者持续受益。歌尔股份从电声器件，逐渐扩张到蓝牙耳机、3D 眼镜等成品配件，再到 LED 背光及 TV 模组，成功实现了从电声向光电领域的突破。其从显示屏和路灯市场入手，快速建立起 LED 业务能力。水晶光电投资建设高亮度 LED 用蓝宝石衬底项目，用于生产蓝绿光 LED 外延片。阳光照明积极拓展产品线，新增金卤灯、高压钠灯、LED 照明等种类。

紫光国微和大华股份与上述公司具有赛道差异，核心优势有所不同。大华股份受益于《保安服务管理条例》，公安机关将全部退出控股的保安服务公司，保安服务公司彻底走向市场。紫光国微作为通讯手机 SIM 卡芯片的最大供应商，受益于 3G、家电刺激政策、电子信息产业振兴规划促进 SIM 卡芯片需求上升。

总结：个股受益于消费电子、LED 行业高景气。

表 5：电子行业个股核心优势总结

电子			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
002241.SZ	歌尔股份	电子制造	50.0	68.8	113.4	12	-18.6	3781.2	382.1	247.5	176.8	5
000049.SZ	德赛电池	电子制造	37.1	145.2	231.2	18	-1211.4	218.3	243.7	202.8	512.8	6
002236.SZ	大华股份	电子制造	30.8	79.8	118.3	33	12.5	193.6	130.6	134.7	122.1	7
002106.SZ	莱宝高科	光学光电子	30.2	62.0	133.7	35	-17.0	102.8	144.2	154.2	155.4	9
600261.SH	阳光照明	光学光电子	34.0	45.5	59.9	41	17.6	170.3	99.8	52.4	50.8	6
002273.SZ	水晶光电	光学光电子	31.4	47.1	60.3	43	20.9	195.1	128.9	71.6	62.9	14
002049.SZ	紫光国微	半导体	34.7	29.7	32.8	49	11.6	139.3	36.4	37.3	10.3	11
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
002241.SZ	歌尔股份	行业原有需求	全球消费电子行业回暖，带动了电声器件及电子配件强劲需求。									信息技术+新材料
		行业供给	海外知名企业进一步放弃自产而将更多的需求外包给中国企业。缤特力订单全部转移给歌尔声学。									
		行业地位	产业链整合技术优势，实现原材料、磨具、生产线的自制。									
		产能扩张	公增发募集扩大手机用数字麦克风、微型扬声器/受话器、数字音频产品的产能。									
		客户拓展	老客户三星和 LG 的份额均得到了提升+进入诺基亚的供应商名单。									
		新兴赛道拓展	增资+收购 LED 封装公司，从显示屏和路灯市场入手，建立起 LED 业务能力。									
000049.SZ	德赛电池	行业新创需求	公司重点发展的异型电池、高能量密度电池和高容量电池在医疗健康用品、3G 手机、备用电源等产品市场快速发展带动下，市场需求持续增长。									新能源+信息技术
		行业地位	公司控股企业蓝微公司在细分领域市场占有率和综合竞争力获得明显提升。									
		客户拓展	深化与客户（SDI, SONY, ATL）的合作关系,保持 iPhone 手机项目的领先份额。									
		技术优势	与国内外多家知名科研院所紧密合作，攻克一系列技术难关，掌握并申请了一大批核心专利技术。									
002236.SZ	大华股份	行业新创需求	平安城市、世博会、亚运会等大型工程项目纷纷投建，多个新兴领域应用需求逐步释放，安防市场规模不断扩大。									信息技术+高端装备制造
		行业供给	《保安服务管理条例》公安机关要全部退出控股的保安服务公司，保安服务公司彻底走向市场。									
		行业地位	公司以集成商的身份切入，提供包括智能卡口、测速仪、电子警察在内的多产品解决方案。									
002106.SZ	莱宝高科	行业新创需求	智能手机、平板电脑、电子书流行，大尺寸多点触屏、电容式液晶屏需求爆发增长。									信息技术
		行业地位	国内中高端 ITO 导电玻璃市场上位列前三位;国内唯一一家能够批量生产电容式触摸屏的厂商。									
		新型赛道拓展+产能扩张	原有的彩色滤光片（CF）业务面临着被 TFT 取代的形势，公司将原有部分彩色滤光片生产线调整为 TFT 空盒项目和触摸屏项目。									
600261.SH	阳光照明	行业原有需求	随着世界经济复苏，重点出口地区欧洲、亚洲销售明显回暖。									新材料
		行业新创需求	欧盟自 2009 年 9 月率先开始禁止销售 100 瓦以上白炽灯+国家对节能灯推广—>节能灯替代白炽灯趋势明显。									
		新兴赛道拓展	积极拓展产品线，新增金卤灯、高压钠灯、LED 照明等种类,改善产品结构。									
002273.SZ	水晶光电	行业新创需求	智能手机、单反相机流行促进微投项目、光学低通滤波器产品需求增大。									信息技术+新材料
		行业供给	蓝宝石衬底供给出现及大缺口。									
		行业地位	普通光学低通滤波器市场份额当前全球第一；长期向消费性电子大厂供货（索尼、尼康）；是索尼最大的单反光学低通滤波器供应商。									
		产品创新突破	开发新的晶圆级产品，比传统类型产品减少 30%-50%的生产成本；开发手机硬件应用微型投影设备新一代机种。									
		技术优势	光学冷加工技术有利于 LED 用蓝宝石衬底项目成功；微投项目产品从亮度/分辨率/色彩饱和度来看，完全必备商业量产水平。									
		新兴赛道拓展	投资建设高亮度 LED 用蓝宝石衬底项目，用于生产蓝绿光 LED 外延片；收购的台佳电子从事上游光学冷加工业务，上下游整合的优势得以体现。									
002049.SZ	紫光国微	行业新创需求	3G、家电刺激政策、电子信息产业振兴规划促进 SIM 卡芯片需求上升；银行 IC 卡总体目标规划，在推广初期增速和绝对数量高攀。									信息技术
		行业地位	通讯手机 SIM 卡芯片的最大供应商；全球和国内智能卡前十强（捷德，斯伦贝谢，金雅拓，握奇数据等）的芯片主力供应商。									
		产品创新突破	研发的大容量 128K 以上 SIM 卡芯片逐渐投入市场。									

技术优势

收购同方微电子，利用其在智能卡芯片和集成电路设计的先进技术，加快高端精密电子器件产品和专用设备、仪器及应用系统的研发推广。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.3. 有色金属：稀土政策与新材料两条主线催化

2010 年稀土政策持续收紧，预期价格上涨之下，具有成本优势的广晟有色、中科三环和北方稀土受益。广晟有色离子型中重稀土储量前景喜人，未来还有望整合平远地区所有稀土资源，将持续受益于稀土价格的上涨。中科三环与五矿签署战略协议，在稀土价格持续走高的预期下获取价格较为低廉的原材料，以扩大成本竞争优势。北方稀土的储备方案随着《内蒙古稀土资源战略储备方案》的批复而落实，同时公司控制市场近 60% 的稀土氧化物，上调所有稀土氧化物对外销售价格。

有色金属的另一条政策主线新材料，中科三环、天通股份、东方锆业等受益。中科三环为中国最大、全球第二大钕铁硼磁性材料制造商，磁性材料需求将从传统电子行业转为风电、节能电机和新能源汽车三大新兴领域，需求将持续旺盛。天通股份通过发展新能源、新材料产业所配套的市场需求来调整产品结构，增加生产高附加值产品如 LED 用新型磁芯，高能逆变磁芯等。东方锆业介入锆产业的最高端产品核级锆，作为核电站最重要耗材，核电装机规模上升叠加对锆材的更新需求，决定核级锆材的高增长将一直持续。

总结：稀土政策与新材料两条政策主线催化。

表 6：有色金属行业个股核心优势总结

有色金属			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
600259.SH	广晟有色	稀有金属	39.0	85.7	492.4	13	119.5	527.9	209.6	134.4	34.9	10
000970.SZ	中科三环	金属非金属新材料	44.3	56.9	176.8	16	-24.8	320.0	391.5	161.2	181.1	3
600330.SH	天通股份	金属非金属新材料	40.5	55.9	122.3	22	-2495.8	107.1	149.0	163.8	129.0	6
600114.SH	东睦股份	金属非金属新材料	52.0	59.4	75.6	24	-170.9	180.0	243.4	256.2	661.2	10
002167.SZ	东方锆业	稀有金属	39.7	51.0	89.1	32	19.1	34.8	80.7	45.1	51.0	12
600111.SH	北方稀土	稀有金属	13.9	60.0	253.2	46	-66.6	262.7	626.8	4531.8	1246.2	4
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
600259.SH	广晟有色	成本资源优势 产品售价优势	离子型中重稀土储量前景喜人，未来有望整合平远地区所有稀土资源。稀土出口配额持续下滑，稀土和钨的价格有望在目前的基础上持续攀升。									新材料
000970.SZ	中科三环	行业新创需求 行业地位 产品成本优势	磁性材料需求从传统电子行业转为风电、节能电机和新能源汽车三大新兴领域。 中国最大、全球第二大钕铁硼磁性材料制造商。 与五矿签署战略协议，在稀土价格持续走高的预期下获取价格较为低廉的原材料，以扩大成本竞争优势。									新材料+ 新能源+ 节能环保+ 电动汽车
600330.SH	天通股份	行业新创需求 新兴赛道拓展+ 行业新创需求	发展新能源、新材料产业所配套的市场需求来调整产品结构，增加生产高附加值产品如 LED 用新型磁芯，高能逆变磁芯等。 LED 芯片需求持续增长，合作建设高效 LED 照明用蓝宝石基板材料中试线项目。									新材料+ 新能源
600114.SH	东睦股份	行业原有需求	2009 年末国内“家电下乡”政策刺激+鼓励汽车消费政策，制冷压缩机行业和摩托车行业需求上升。									新材料+ 家电下乡

002167.SZ	东方锆业	行业新创需求	作为核电站重要耗材，核电装机规模上升+对锆材的更新需求，决定了核级锆材的高增长将一直持续。	新能源
		行业地位+新兴赛道拓展	拥有从上游锆英砂开始到下游各品种的全产业链业务，核级锆的介入标志公司将成为具有全球竞争力的锆综合生产商。	
600111.SH	北方稀土	行业原有需求	稀土行业需求复苏，价格步入良性上涨轨道。	新材料
		行业供应	占全球市场近 97% 的供应量的中国实行稀土总量控制管理。	
		行业地位	公司控制市场近 60% 的稀土氧化物。	
		成本资源优势	组建包钢稀土国际贸易公司，通过合理收购、联合和重组等手段向稀土下游产业延伸，提高公司对稀土行业的资源控制力。	
		售价优势	公司上调所有稀土氧化物对外销售价格，显示其在对行业控制及产品定价权上的日趋强势。	
		政府补助	内蒙古批复《内蒙古稀土资源战略储备方案》，公司的储备方案获得批准，获得政策性补贴。	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.4. 化工：紧扣新能源与环保节能主线

广汇能源、广州浪奇和时代新材紧扣新能源与环保节能政策主线发展新业务。广汇能源原有主业煤制天然气就具有能源效率较高、单位水耗低的优点，又进一步建设甲醇/二甲醚（煤基）项目、天然气（煤基）项目，加快清洁能源战略转换。广州浪奇将洗涤用品原料 LAS 升级为环保表面活性剂 MES，提升产品环保能力。时代新材以风电叶片为切入点，立足风电产业，凭借公司在新材料领域的研发技术优势，不断拓展新的业务。

青岛金王和巨化股份受益于行业供需格局大幅改善。青岛金王受益于行业供给改善，由于欧美贸易壁垒的影响大量规模较小的企业逐步退出。巨化股份也受益于行业供给改善，由于发达国家逐步关停制冷剂及配套的氯碱装置导致制冷剂原材料供应偏紧。

总结：紧扣新能源与环保节能，部分个股受益于供需格局改善。

表 7：化工行业个股核心优势总结

化工			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
600256.SH	广汇能源	石油化工	45.3	86.4	126.0	9	16.0	26.8	31.2	36.1	28.1	7
002094.SZ	青岛金王	化学制品	39.0	63.4	112.6	21	-33.6	91.8	104.9	125.6	186.4	48
000523.SZ	广州浪奇	化学制品	67.8	68.0	58.5	36	79.1	-3.7	30.9	17.2	63.5	26
600458.SH	时代新材	化学制品	36.4	64.0	98.9	31	102.2	114.5	101.3	107.2	108.9	29
600160.SH	巨化股份	化学制品	35.4	41.2	101.8	38	5.8	245.1	233.4	1212.3	407.9	11
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
600256.SH	广汇能源	客户拓展	与发电公司签订煤炭采购合同，需求上支持广汇的产量。									新能源+节能环保
		资源成本优势	哈萨克斯坦石油项目超预期，勘探期延期 4 年。									
		新兴赛道拓展	年产 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚（煤基）项目、4.9 亿方天然气（煤基）建设，加快实现公司清洁能源转换战略的实施步伐。									
002094.SZ	青岛金王	行业供给	由于欧美贸易壁垒的影响大量规模较小的企业逐步退出+公司欧盟反倾销胜利，获得了 0%的反倾销税率。									
		行业地位	收购 40%的利津森化向上游迈进的开始。									
		产能扩张	募集资金项目越南的新建的二期项目三季度投产。									
000523.SZ	广州浪奇	行业新创需求	MES 具有良好的环境相容性、生物降解性，以及耐硬水、去污力好、刺激性低等一系列优良性能，代表着未来洗涤行业的发展趋势，国内年均需求达 150 万吨；									节能环保
		产能扩张	浪奇的 3.6 万吨 MES 项目 2010 年年底完工。									

600458.SH	时代新材	产品创新突破	环保表面活性剂 MES 打造公司核心竞争力。	新能源+高端装备制造+新材料
		行业原有需求	铁路建设高峰。	
		行业新创需求	风电装机容量快速增长。	
		产能扩张	继续发展已有的弹性元件主业，解决目前产能不足、供不应求的问题。	
		客户拓展	CRH2 阻尼材料项目成为国内唯一供应商+超高耐磨板在新筑股份、洛阳双瑞、武船等取得国产化产品 100% 的市场份额。	
600160.SH	巨化股份	新兴赛道拓展	以风电叶片为切入点，立足风电产业，凭借公司在新材料领域的研发技术优势，不断拓展新的业务。	
		行业原有需求	“家电下乡”、“以旧换新”政策带动空调、冰箱需求的增长，进而推动了对制冷剂 R22 的需求；汽车工业发展带动 R134a 需求旺盛。	
		行业供应	发达国家逐步关停制冷剂及配套的氯碱装置导致制冷剂原材料供应偏紧。	
		行业地位	收购巨化集团控股的浙江巨圣氟化学有限公司，扩大巨化股份氟化工产品规模，提升巨化股份行业地位和竞争实力。	
		成本资源优势	地处衢州地区，当地萤石资源属我国最为丰富地区，储量约占全国储量的 60%。	
		产品创新突破	新建含氟聚合物、72kt/a 新型氟致冷剂等项目。	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.5. 建筑装饰：经济高增下受益于投资需求旺盛

经济持续修复下，投资持续高增，金螳螂与中工国际持续受益。金螳螂入选铁道部《关于公布首批铁路客站装修装饰、幕墙工程施工企业名录的通知》一类名录第一位（共 14 位），且入选铁路客站幕墙施工名录。同时与恒大地产集团有限公司签订意向性《战略合作协议》，恒大地产将选择公司成为其住宅装修的施工承包商之一。中工国际业务进展顺利、新签合同大幅增长，抓住发展中国家的建设需求。东湖高新同时与九家公司签署投资协议，为显示、LED、软件、消费电子、新能源等不同领域公司提高工业地产服务。公司还积极挺进环保电力领域。

总结：经济高增下受益于投资需求旺盛。

表 8：建筑装饰行业个股核心优势总结

建筑装饰			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）						
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名	
002081.SZ	金螳螂	装修装饰 II	62.4	76.2	184.7	2	45.4	69.1	79.7	78.8	93.7	1	
600133.SH	东湖高新	基础建设	99.0	71.3	103.7	5	100.3	47.1	34.5	-7.2	-75.3	14	
002051.SZ	中工国际	专业工程	38.0	51.4	131.9	30	45.9	19.0	27.9	45.1	-7.1	6	
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线	
002081.SZ	金螳螂	行业原有需求	各地剧院、会堂类文化设施投资规模增加+国家大力推广住宅精装修、取消毛坯房。										
		行业地位	公司为行业内龙头企业（建筑装饰行业第一家上市公司）。通过工厂化，进行装饰业务的规模化复制+向幕墙、园林景观等产品创新突破，综合性产业链布局。										
		客户拓展	入选铁路客站幕墙施工名录+成为恒大地产住宅装修的施工承包商之一。										
		管理优势	股权划转（管理人员+技术骨干定向增发）。										
600133.SH	东湖高新	行业地位	增强公司在显示、LED、软件、消费电子、新能源领域整体实力——>为完善产业链，形成产业聚集效应创造条件。										新能源+节能环保
		新兴赛道拓展	积极挺进环保电力领域。										
002051.SZ	中工国际	客户拓展	抓住发展中国家的建设需求。										
		管理优势	减少管理环节，提高管理效率（国机集团三级子公司——>二级子公司:减少管理层次）										

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.6. 电气设备：原有技术积累迎来新需求释放

中环股份区熔单晶硅技术处于全球领先水平，主要应用于节能和新能源领域（新能源汽车的 IGBT 功率器件），未来需求持续旺盛，并进一步对单晶硅片扩产。国电南瑞在智能电网和城市轨道交通建设两大方向业务规模扩大，紧扣新能源-智能电网与高端装备-城市轨道交通两条需求高增主线。国电南自数字化变电站居于行业领先地位，变电站计算机监控系统和保护类设备居市场前三，其在电力自动化方面具有一系列技术储备，将持续受益于新能源及节能减排业务（风电控制系统、光伏逆变升压装置、核电辅机）、智能化一次设备等需求的高速增长。

总结：原有技术积累迎来新需求释放利好。

表 9：电气设备行业个股核心优势总结

电气设备			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
600406.SH	国电南瑞	电气自动化设备	65.4	81.0	160.4	1	44.5	43.5	43.0	45.1	90.1	4
002129.SZ	中环股份	电源设备	49.0	62.6	97.2	17	-164.6	-829.0	176.0	209.4	206.6	9
600268.SH	国电南自	电气自动化设备	60.5	45.8	82.3	25	10.4	451.6	27.4	7.9	49.4	3
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
600406.SH	国电南瑞	行业新创需求	农网“十一五”自动化及通信系统建设目标+地方政府基础设施建设力度加大+轨道交通行业跨越式发展——>电气自动化技术需求大。									高端装备制造、新能源
002129.SZ	中环股份	行业新创需求	主要应用于节能和新能源（IGBT 功率器件）领域，区熔单晶硅需求旺盛。									新能源+节能环保
		行业地位	从材料到器件的产业布局初步形成，产业链进一步完善。									
		产能扩张	单晶硅片产能扩大 2 倍以上。									
600268.SH	国电南自	技术优势+产品创新突破	区熔单晶硅技术处于全球领先水平，新型太阳能电池用硅单晶材料通过技术验证。									新能源+节能环保
		行业新创需求	从事新能源及节能减排业务（风电控制系统、光伏逆变升压装置、核电辅机）、智能化一次设备。									
		行业地位	数字化变电站居于行业领先地位+变电站计算机监控系统和保护类设备居市场前三。									
		技术优势	与西电、重大科技团队强强合作，在电力自动化方面具有一系列的产品和技术储备									

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.7. 食品饮料：区域经济高增下二线白酒受益

安徽省经济快速发展下，地区二三线白酒古井贡酒、金种子酒受益。古井贡酒受益于安徽经济快速增长带来的自主消费升级，同时原浆酒在普通消费群体中的接受程度在扩大。金种子酒受益于皖江经济快速发展带来的消费需求，同时当地农村人口多、酒风浓厚，有利于中低档酒发展。

经济增长恢复下居民收入提高，速冻米面食品需求保持较快的增长速度。三全食品为速冻食品规模最大的龙头，是国家速冻食品行业标准制定者，2010 年市场占有率达 27.34%，受益于行业需求的提升。

表 10: 食品饮料行业个股核心优势总结

食品饮料			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
000596.SZ	古井贡酒	饮料制造	45.6	62.2	107.7	20	318.3	192.9	201.6	211.3	123.7	12
002216.SZ	三全食品	食品加工	26.2	55.4	83.9	39	11.6	20.8	16.5	16.4	32.4	7
600199.SH	金种子酒	饮料制造	32.5	79.9	87.9	34	227.1	152.3	177.0	148.0	136.7	17
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
000596.SZ	古井贡酒	行业原有需求	受益于安徽经济快速增长带来的自主消费升级，同时原浆酒在普通消费群体中的接受程度在扩大。									-
002216.SZ	三全食品	行业原有需求	居民收入水平的提高、生活节奏加快、消费习惯的改变，速冻米面食品需求保持较快的增长速度。									-
		行业地位	速冻米面行业集中度较高，公司为速冻食品规模最大的龙头，是国家速冻食品行业标准制定者；2010 年市场占有率达 27.34%，继续保持行业第一；公司主业从速冻食品、冷冻专家走向餐桌美食供应商，战略定位走向高端化和外延多样化。									
		产能扩张	募资产项目郑州三全食品综合基地将贡献新增产能速冻水饺 8.56 万吨，速冻汤圆 6.44 万吨。									
		价格优势	强需求+灵活的促销措施使得公司具有强成本转嫁能力，产品提价幅度高于原材料涨价幅度。									
600199.SH	金种子酒	产品原有需求	皖江经济快速发展速度快于全国平均+农村人口多—>酒风浓厚，有利于中低档酒发展。									-

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.8. 国防军工：持续受益于新的需求增长点

北斗二号系统建设持续叠加 2009 年北斗三号系统正式开始，中国卫星需求持续放量。2009 年启动北斗三号系统建设，继续为公司创造新需求。同时中国卫星的北斗导航用 ASIC 芯片研制成功，是国内首款经过权威部门测试合格、进行商业流片及产品应用的军用级北斗基带芯片，具有极强的竞争优势。此外，中国卫星在卫星研制和卫星应用两大主业基础上拓展上游配套部件（空间电源产品），形成新的增长点。

歼十列装叠加枭龙出口，成飞集成需求持续放量。成分集成为歼 10、枭龙出口公司对外数控加工业务提供部分结构件，随着歼 10 战机列装、枭龙在巴基斯坦总装线的建成，未来结构件需求将持续放量。

总结：持续受益于新的需求增长点。

表 11: 国防军工行业个股核心优势总结

国防军工			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
600118.SH	中国卫星	航天装备Ⅱ	71.9	73.4	125.2	3	12.3	26.6	16.7	5.1	7.0	2
002190.SZ	成飞集成	航空装备Ⅱ	44.4	135.2	374.2	6	1.4	31.2	11.2	14.0	20.4	14
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
600118.SH	中国卫星	行业新创需求	2009 年启动北斗三号系统建设+2009 年继续北斗二号系统建设。									新材料+ 信息技术 +高端装 备制造
		产品创新突破	公司北斗导航用 ASIC 芯片的研制取得成功，国内首款经过权威部门测试合格。									
		新兴赛道拓展	生产上游配套部件（空间电源产品），延伸宇航产业链，拓大产业规模。商用飞机钛合金紧固件项目，进军大飞机重大科技专项的配套供应市场的机会。									
002190.SZ	成飞集成	行业新创需求	为歼 10、“枭龙”出口公司对外数控加工业务提供部分结构件									高端装备 制造
		行业地位	公司与奇瑞合资新设公司，标志着公司开始进入模具的下游。									
		成本优势	钢材价格维持低位+钢材价格传导的时滞—>维持低成本，有益于汽车模具毛利率。									

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.9. 传媒：三网融合政策下行业加速发展

三网融合下，广电公司利好频现。2010 年 1 月 13 日，温家宝主持召开国务院常务会议，决定加快推进电信网、广播电视网和互联网三网融合。会议指出，推进电信网、广播电视网和互联网融合发展，实现三网互联互通、资源共享。三网融合政策下，中央和地方政府给予了各级文化企业空前的支持，广电网络和湖北广电均受益于三网融合政策。

总结：三网融合政策下行业加速发展

表 12：传媒行业个股核心优势总结

传媒			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万二级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
000665.SZ	湖北广电	文化传媒	38.9	62.2	92.9	27	-20.7	946.5	332.4	159.8	123.8	18
600831.SH	广电网络	文化传媒	58.0	58.2	63.8	29	81.3	17.3	16.2	35.3	44.8	13
代码	公司	核心优势	具体内容									政策主线
000665.SZ	湖北广电	行业创新需求	三网融合的背景下，政府对有线网络公司的支持力度逐渐加大。									三网融合
600831.SH	广电网络	行业创新需求	政府对文化产业发展的支持：三网融合+免税。									三网融合
		客户拓展	2009 年第二季度，付费电视用户开始推广并取得较好发展，收入增长快速。									

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

3.10. 其他：细分赛道龙头为主

在其余分散行业中，涨幅领先的公司亦较多为细分赛道的龙头。冰轮环境是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机完全自主知识产权核心技术的企业，旗下的烟台荏原溴冷机业务行业排名第二，烟台顿汉布什是国内电制冷领先企业。科大讯飞拥有 60% 以上的市场份额，实现从“纯软件”公司向“软件+硬件+服务”的综合供应商转变，巩固公司行业中龙头地位。华帝股份燃气灶具年产量连续九年位居中国产销量第一，是中国灶具第一品牌，燃气热水器进入全国行业三强，抽油烟机进入行业四强。罗莱生活与富安娜、梦洁家纺并列为家纺一线品牌。兴蓉环境规模和盈利能力均在水务上市公司中处于前列。启迪环境是 A 股市场唯一一家主营业务为固废处置的上市公司，也是我国最大的民营综合性环保集团。

表 13：其他行业股票

其他			行情（累积超额涨跌幅）				盈利（归母净利润增速）					
代码	公司	申万一级	100D	200D	300D	涨幅排名	-Q1	Q1	Q2	Q3	Q4	营收排名
000811.SZ	冰轮环境	机械设备	65.1	117.1	108.4	4	129.1	294.7	73.5	68.9	69.4	9
000598.SZ	兴蓉环境	公用事业	53.2	94.9	81.8	14	-1092.3	2.8	1.4	1.7	5.7	1
000826.SZ	启迪环境	公用事业	44.5	53.4	61.5	36	30.9	40.7	33.1	34.6	42.0	8
002230.SZ	科大讯飞	计算机	30.0	20.0	55.8	50	14.9	23.2	11.7	12.1	26.0	24
002035.SZ	华帝股份	家用电器	45.4	38.8	49.0	42	582.8	155.8	375.4	1302.8	122.4	14
600433.SH	冠豪高新	轻工制造	79.9	81.6	78.7	10	144.7	362.5	974.2	137.3	280.2	12
002036.SZ	汉麻产业	纺织服饰	66.8	71.4	55.8	28	-55.1	145.7	22.6	19.9	26.7	14
002293.SZ	罗莱生活	纺织服饰	16.4	53.2	80.2	48	27.8	48.1	59.0	48.1	64.4	8
600770.SH	综艺股份	综合	21.8	34.8	89.3	45	23.0	102.0	118.0	153.3	724.7	16

代码	公司	核心优势	具体内容	政策主线
000811.SZ	冰轮环境	行业新创需求	冷链产业发展提速，冷链设备迎来高增长。	节能环保
		行业地位+新兴赛道拓展	烟台荃原溴冷机业务行业排名第二；烟台顿汉布什是国内电制冷领先企业。成功切入到多晶硅产业的冷冻系统的设计和建设，占据了该行业 80% 的市场份额。	
		技术优势	公司是国内唯一拥有螺杆制冷压缩机完全自主知识产权核心技术的企业。	
000598.SZ	兴蓉环境	行业新创需求	国务院批复《成都市统筹城乡综合配套改革试验总体方案》，为公司实现整个成都水务业务整合创造条件。	节能环保
		行业地位	规模和盈利能力均在水务上市公司中处于前列。	
000826.SZ	启迪环境	行业原有需求	高速发展的经济与城市化使中国成为世界上垃圾包围城市最严重的国家之一。	节能环保
		行业新创需求	环保部中国环境规划院预测“十二五”期间，我国固废行业投资将达到 8000 亿，市场空间巨大。	
		行业地位	A 股市场唯一一家主营业务为固废处置的上市公司；我国最大的民营综合性环保集团。	
		产能扩张	湖北咸宁“环境资源设备研发、设计、制造基地建设项目”投产。	
		技术优势	以技术为先导，具备纵向从产业链的任意一个环节；横向从任意一种固废处理工艺项目，全方位进入固废市场的实力与条件。	
002230.SZ	科大讯飞	行业新创需求	随着 3G 网络和智能手机的普及，人们对移动智能语音技术需求越发迫切+智能语音产业被列入多项国家科技发展规划和政策支持领域。	信息技术
		行业地位	公司拥有 60% 以上的市场份额，积极推动商业模式创新，实现从“纯软件”公司向“软件+硬件+服务”的综合供应商转变，市场空间急速放大上百亿；语音数据库资源+国外厂商难以进入，形成壁垒，巩固公司行业中龙头地位。	
		客户拓展	凭借核心技术优势与华为、联想等 500 多家企业合作；取得三大运营商 47 个省点的语音搜索增值服务平台的建设和运行。	
		资源优势	公司已积累起对手难以超越的语音数据资源优势；在产业资源上享有“语音技术国家队”的政策支持。	
002035.SZ	华帝股份	行业原有需求	城乡房屋装修需求和厨卫电器一体化升级需求驱动之下，行业保持快速稳健增长。	节能环保
		行业地位	燃气灶具年产销量连续九年位居中国产销量第一，是中国灶具第一品牌；燃气热水器进入全国行业三强，抽油烟机进入行业四强。	
		技术优势	拥有 200 多人的研发团队和世界领先的低氮氧净燃烧、智能仿真控制、离子感应式意外熄火保护等高端技术。	
600433.SH	冠豪高新	行业地位	公司的产业链条由“原纸-特种纸”延伸为“纸浆-原纸-特种纸”	
		客户拓展	中国印钞造币总公司指定的为电脑版增值税发票专用无碳纸的唯一供应商。	
		营业外收入	公司“三旧”改造工程正式启动，估计后公司可实现 4.64 亿元收益。	
002036.SZ	汉麻产业	行业新创需求	汉麻韧皮纤维获得了国家纤监局国家标准制订项目的立项，汉麻产业列入了国家工信部和发改委的“十二五”发展规划。	
		产能扩张	第一条汉麻皮纤维生产流水线试车成功，其具备年产 2000 吨汉麻皮纤维生产能力。	
		客户拓展	解放军总后勤部投入了相当的精力，预期军方未来对公司汉麻产品的订单、研发方面持续大力支持。	
002293.SZ	罗莱生活	行业原有需求	纺织行业已从金融危机的影响下恢复，我国城市化进程的推进+婚庆嫁娶适龄人群的增加推动国内家纺市场的不断增长。	
		行业地位	2010 年收入增幅显著好于其他家纺类公司,巩固公司的龙头地位。	
600770.SH	综艺股份	行业新创需求	国家对于信息安全越来越要求，公司龙芯云计算解决方案在政府、军方及五大信息安全行业需求广阔。	新能源+新材料
		产能扩张	全力推进第二条薄膜太阳能电池生产线建设。	
		客户拓展	与欧洲第三大光伏系统供应商签订总价 2 亿欧元的合作协议。	
		技术优势	薄膜太阳能电池产品顺利获得 TUV 认证并成功进入欧洲市场。	
		新赛道拓展	从生产制造向提供集成服务和太阳能整体解决方案延伸。	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

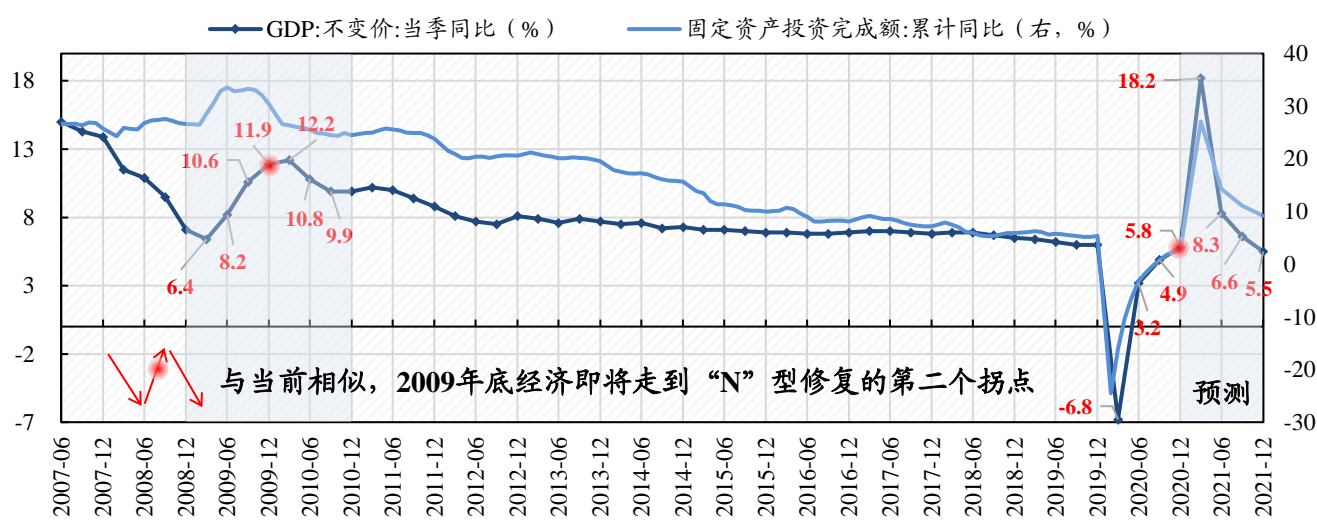
4. 穿越行业：对抗杀估值的三大基因

我们在上文中对公司的核心优势进行梳理时，仍以行业维度梳理个股的核心优势，但过去特殊时期行业发展的机会与模式难以在相同行业再现，个股的特征才是我们需要关注的重点。我们打破行业束缚，重新审视龙头组合，梳理出对抗杀估值的三大基因：1）经济修复之下，盈利具备弹性优势；2）技术突破之下，从1到1000；3）供需变化之下，细分赛道龙头率先受益。

4.1. 基因一：经济修复之下，盈利具备弹性优势

2009 年底，外部冲击砸下的经济“深坑”已基本填平，与当下相似经济即将进入“N”型修复的第二个拐点。2009 年底经济修复进入中后阶段，2009Q4 GDP 当季同比增速已恢复至 11.9%，较 2009Q1 的 6.4%大幅修复，修复经常即将走到“N”型修复的第二个拐点。

图 19: 与当前相似, 2009 年底经济即将走到 “N” 型修复的第二个拐点



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

经济修复拐点之下，重在结构。我们围绕消费、投资和出口三个传统视角，对龙头组合进行梳理，发现基于经济修复下盈利具备弹性优势逻辑的个股数量虽然不多，但是均极具代表性。其中消费维度下，有金种子酒、古井贡酒、东睦股份和巨化股份；投资视角下，有罗莱生活、金螳螂和华帝股份；出口视角下，有青岛金王和阳光照明。

图 14: 经济修复中, 消费/投资/出口维度下具备盈利修复弹性的个股

维度	行业	公司	逻辑	归母净利润增速
消费	食品饮料	金种子酒	受益于安徽经济快速增长带来的自主消费升级, 同时原浆酒在普通消费群体中的接受程度在扩大。	
	食品饮料	古井贡酒	皖江经济快速发展速度快于全国平均, 同时当地农村人口多、酒风浓厚, 有利于中低档酒发展。	
	有色金属	东睦股份	经济修复进程中, “家电下乡”政策刺激和鼓励汽车消费政策下, 制冷压缩机、粉末冶金汽车零部件需求增长强劲。	
	化工	巨化股份	“家电下乡”、“以旧换新”政策带动空调、冰箱需求的增长, 进而推动了对制冷剂 R22 的需求, 汽车带动 R134a 需求旺盛。	
投资	纺织服饰	罗莱生活	我国城市化进程的推进, 叠加婚庆嫁娶适龄人群的增加, 推动家纺市场的不断增长。	
	家用电器	华帝股份	城乡房屋装修需求和厨卫电器一体化升级需求驱动之下, 保持快速稳健增长。	
	建筑装饰	金螳螂	各地剧院、会堂类文化设施投资规模增加+国家大力推广住宅精装修、取消毛坯房。	
出口	电子	阳光照明	海外经济复苏, 重点出口地区欧洲、亚洲销售明显回暖。	
	化工	青岛金王	欧美经济持续回暖, 公司主要消费市场持续好转。	

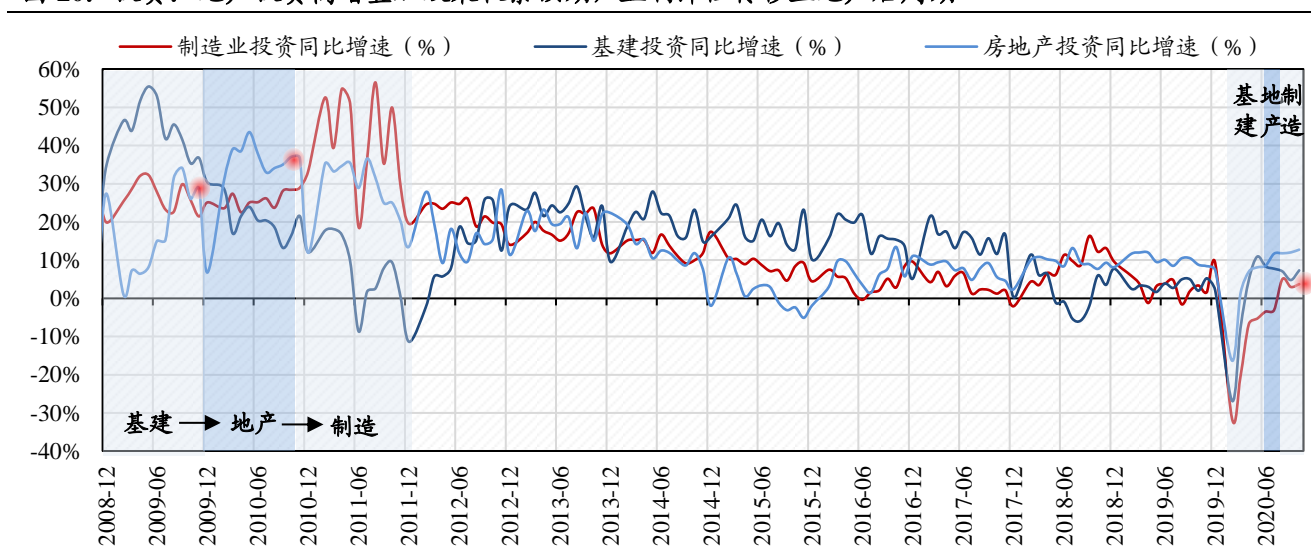
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

注: 趋势图的时间区间为 2009Q4-2010Q4。

● 投资: 地产投资狂欢的末期, 盈利弹性转移至地产后周期。

2008 金融危机后, 历经三年完成基建投资→地产投资→制造投资的重心转移, 至 2009 年底前后固定资产投资中心已完从基建转移至地产。尽管 2009 年底投资重心在房地产, 且房地产投资保持高速增长, 但房地产政策收紧预期渐浓, 此时盈利弹性逐渐转移至地产后周期。华帝股份在城乡房屋装修需求下, 盈利持续保持高速增长, 2010Q1-Q3 归母净利润增速分别为 155.8%、375.4%和 1302.8%。地产投资高增下, 建筑装饰需求持续放量, 叠加各地剧院、会堂类文化设施投资规模增加、精装修推广, 金螳螂盈利增速逐季上升。房地产销量高增下, 必选消费中的床上用品需求快速增长, 罗莱生活盈利展现巨大弹性, 其 2009Q4 与 2010Q4 归母净利润增速分别为 27.8%和 64.4%。

图 20: 投资: 地产投资高增叠加政策收紧预期, 盈利弹性转移至地产后周期

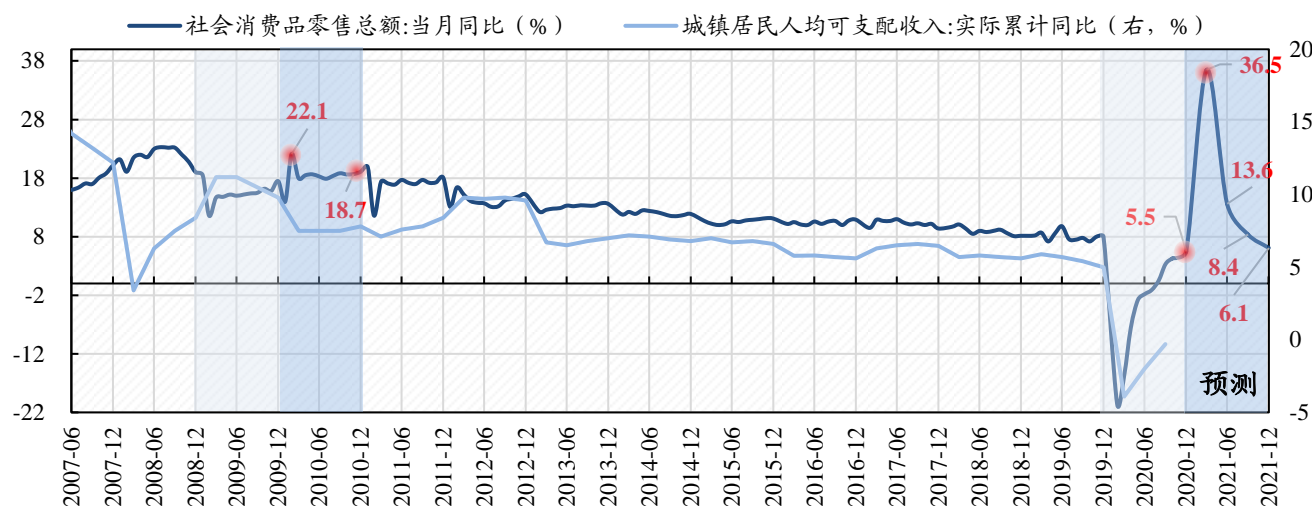


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

● 消费：经济修复中后场，可选盈利弹性优于必选。

2009 年底经济持续修复下边际消费倾向提升，需求修复提升可选盈利向上弹性。2008 年底至 2009 年初社零增速持续下行，2009 年 3 月开始至 9 月社零增速在 14.7%-15.5% 的阶段底部波动。2009 年 10 月后，随着经济持续修复，社零增速逐渐回升，至 2009 年 12 月社零增速已恢复至 17.5%。需求修复下，可选相交必选盈利具备弹性优势。**东睦股份**和**巨化股份**作为汽车、家电行业上游，受益于汽车家电的需求放量。**金种子酒**和**古井贡酒**受益于安徽当地经济的高速增长。

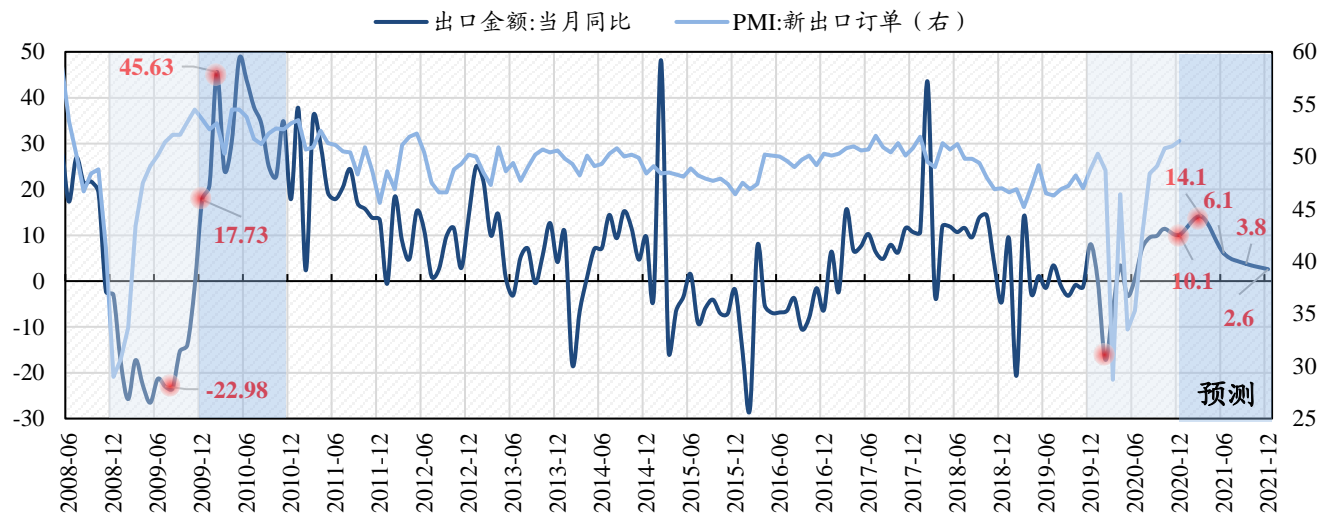
图 21：消费：经济修复中后场，可选优于必选



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

● 出口：海外经济修复，具备中国制造优势的出口型公司盈利弹性大
2009 年底至 2010 年上半年，出口增速展现巨大弹性。海外经济修复下，具备中国制造优势的出口型公司盈利弹性大。2009 年具备中国制造优势的出口品仍集中于低端制造业，**阳光照明**（节能灯）和**青岛金王**（蜡烛）出口大幅增长，盈利弹性较大。

图 22：出口：海外经济修复，具备中国制造优势的出口型公司盈利弹性大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.2. 基因二：技术突破之下，从 1 到 1000

第二个重要的共性基因为技术突破。龙头组合中有 19 家公司呈现明显的技术突破特征。我们根据个股实际情况，将技术突破分为两类情况，其一为在原有业务上取得技术突破，其二为凭借原有的技术优势与研发能力成功切入新兴赛道。

表 15：技术突破维度汇总

行业	公司	技术突破		政策主线	营收增速
		产品创新突破	新兴赛道拓展		
电子	莱宝高科		TFT 空盒/触摸屏	信息技术	
	水晶光电	新品圆级产品/微型投影设备新一代机种	蓝绿光 LED 外延片/光学冷加工	信息技术+新材料	
	歌尔股份		LED 背光/ TV 模组	信息技术+新材料	
	阳光照明		金卤灯/高压钠灯/LED 照明	新材料	
	紫光国微	大容量 128K 以上 SIM 卡芯片		信息技术	
医药生物	长春高新	新药长效生长激素/重组人促卵泡素/重组人胸腺素 α1		新医药	
	华神科技	氧化低密度蛋白诊断试剂盒		新医药	
	海翔药业		制剂/生物发酵	新医药	
	天士力	复方丹参滴丸/亚单位流感疫苗		新医药	
化工	广州浪奇	环保表面活性剂 MES		节能环保	
	巨化股份	含氟聚合物/72kt/a 新型氟致冷剂			
	时代新材	塑料耐磨产品的国产 PTFE 设备	风电叶片/产业	新能源+高端装备制造+新材料	
有色金属	天通股份		高效 LED 照明用蓝宝石基板材料	新材料+新能源	
	东方锆业		核级锆	新能源	
国防军工	中国卫星	北斗导航用 ASIC 芯片	空间电源产品/宇航产业链/钛合金紧固件	新材料+信息技术+高端装备制造	
建筑装饰	东湖高新		环保电力（工业有害垃圾）	新能源+节能环保	
电气设备	中环股份	新型太阳能电池用硅单晶材料		新能源+节能环保	
其他	冰轮环境		多晶硅产业冷冻系统	节能环保	
	科大讯飞	语音识别技术		信息技术	

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

第一类技术突破集中在生物医药、化工、电子等行业。医药行业方面，长春高新（新药长效生长激素/重组人促卵泡素/重组人胸腺素 α1）、华神科技（氧化低密度蛋白诊断试剂盒）、天士力（复方丹参滴丸/亚单位流感疫苗）等公司均推出多款新药。化工行业方面，广州浪奇（环保表面活性剂 MES）、巨化股份（72kt/a 新型氟致冷剂）和时代新材（塑料耐磨产品的国产 PTFE 设备）均在原有产品基础上取得技术突破，推出新

一代产品。电子行业方面，水晶光电（新晶圆级产品/微型投影设备新一代机种）、紫光国微（大容量 128K 以上 SIM 卡芯片）也在原有产品基础上继续突破，研发出新一代产品。有色行业方面，天通股份（新型磁芯、高能逆变磁芯）在原有产品基础上，为适应市场新需求，持续技术突破发展新产品。

第二类技术突破集中在电子、化工、有色等行业。电子行业方面，歌尔股份（LED 背光/TV 模组）、水晶光电（蓝绿光 LED 外延片/光学冷加工）依靠在原有业务发展中具备的研发能力迅速切入到 LED 新兴赛道，阳光照明（金卤灯/高压钠灯/LED 照明）则依靠在原有业务上的技术积累切入到 LED 照明赛道。化工行业方面，时代新材（风电叶片）利用原有在铁路建设中积累的减震等技术，切入风电赛道发展风电减振元件、风电绝缘、电磁线等产品。有色行业方面，天通股份（高效 LED 照明用蓝宝石基板材料）、东方锆业（核级锆）均依靠原有业务的技术积累，分别横向、纵向拓展赛道。

“曲高和寡”的技术突破无实战意义，我们进一步梳理后发现，上述公司的技术突破均集中在 2009-2010 年重点发展的七大“战略新兴产业”，具有充分的现实需求。2009 年 11 月 1 日，温家宝向首都科技界发表《让科技引领中国可持续发展》，提出包括新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业发展在内的战略新兴产业。2010 年两会上，战略新兴产业被进一步明确。在龙头组合中具备技术突破特征的个股，主要集中在新医药、信息产业、新材料、新能源和节能环保。例如在龙头组合中密集出现的新医药，在 2009-2010 年医改之下传统药品价格下降药企承压，创新药则相应收到政策极大的鼓励。技术突破与现实需求爆发的相辅相成，成就了公司从 1 到 1000 的跨越，龙头组合中具备技术突破特征的个股营收增速均持续上升。

表 16：2009 年-2010 年战略新兴产业不断细化

时间	文件/会议	内容
2009/11/1	温家宝发表《让科技引领中国可持续发展》演讲	提出战略性新兴产业：新能源、节能环保、电动汽车、新材料、新医药、生物育种和信息产业发展
2010/3/5	十一届全国人大三次会议	大力培育战略性新兴产业：大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业。积极推进新能源汽车、“三网”融合取得实质性进展，加快物联网的研发应用。
2010/9/8	《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》	根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 17：战略新兴产业具体划分标准

七大战略性新兴产业	相关产业及领域	
节能环保	高效节能	高效能节能技术装备
	循环利用	资源循环利用、再制造产业、废旧商品回收、海水综合利用
	先进环保	煤炭清洁利用、污染防治、环保技术装备
新一代信息技术产业	宽带/泛在/融合/安全的信息网络基础设施、移动通信、互联网设备、智能终端、三网融合、物联网、云计算、高性能集成电路、新型平板显示、高端软件、高端服务、数字虚拟技术	
生物	生物医药	用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物、医疗设备、医用材料
	生物农业	生物育种产业、绿色农用生物产品
	生物制造	海洋生物技术/产品

高端装备制造	航空航天	干支线飞机、通用飞机、空间基础设施、卫星及其应用产业
	城市交通	客运专线、城市轨道交通
	海洋工程装备	海洋资源开发、海洋工程
	高端智能	智能制造装备
新能源产业	核能	新一代核能产业
	太阳能	太阳能热力利用、太阳能光伏发电
	风能	风电技术
	生物质能	生物质能、智能电网
新材料	新功能材料	稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料
	先进结构材料	高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料
	高性能纤维及其复合材料	碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维
	共性基础材料	纳米、超导、智能
新能源汽车	驱动/控制设备	动力电池、驱动电机、电子控制
	汽车	插电式混合动力汽车、纯电动汽车、燃料电池汽车

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 18：医疗改革梳理：医改之下药品价格下降，创新药研发受到鼓励

日期	文件	主要内容及影响
2009.01.07	《新药注册特殊审批管理规定》	内容：治疗艾滋病、恶性肿瘤、罕见病等疾病，并具有明显临床疗效优势的新药等四方面情形可以进入特殊审批。 影响： 鼓励研究创制新药
2009.04.21	《国务院关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》	内容：坚持中西医并重的方针，充分发挥中医药作用 影响：政策支持， 中药行业利好
2009.05.13	《促进生物产业加快发展的若干政策》	内容：2009、2010 中央财政将安排 328 亿、300 亿元左右带动企业投资，主要推动转基因生物新品种的培育，重大新药的研发以及艾滋病、病毒性肝炎等重大传染病的防治。 影响：生物医药、 新药研发细分领域获利
2009.08.19	《药品技术转让注册管理规定》	内容：允许新药、上市多年药品、进口药品在一定条件下进行技术转让，鼓励先进科研成果和成熟生产技术的应用和推广，让国外的先进生产技术落户国内。 影响：技术密集型医药产业利好
2009.10.02	《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价的通知》	内容：涉及的 2349 个具体剂型规格品中，与现行规定价格比，有 45% 的药品降价，平均降幅 12% 左右。 影响： 药品价格下降，药品生产企业承压。
2010.01.17	《关于进一步规范医疗机构药品集中采购工作的意见》	内容：网上药品集中采购将全面实行政府主导、以省（自治区、直辖市）为单位；药品集中采购由批发企业投标改为药品生产企业直接投标，以减少药品的流通环节。 影响： 加速地方分销业向区域主流商业集中 ，大型药品生产企业和商业公司受益，中小型企业生存空间压缩

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4.3. 基因三：供需变化之下，细分行业龙头率先受益

我们从行业供需格局与竞争格局上把握最后一个共性基因。从三个维度对行业供需变化进行梳理：1）行业供需改善，原有细分行业龙头收益；2）行业供需改善，公司原先并非赛道龙头，但通过产业链拓展等形式提升行业地位，抓住行业供需改善的机会；3）行业供需并无明显改善，公司通过优化产品/拓展客户等不同形式提升自身竞争能力。基于以上维度我们对龙头组合梳理，发现当行业供需改善时，仍是细分行业龙头受益较为明显，原先不具备明显龙头优势的个股要想脱颖而出仍具有一定挑战性。

表 19: 行业供需改善下，细分赛道中原有龙头受益

逻辑	行业	公司	行业供需格局		公司竞争能力						
			行业需求增长	行业供给紧张	行业原有地位	行业地位提升	产能扩张	客户拓展	技术优势	成本资源优势	价格优势
行业供需优化+细分赛道龙头	化工	青岛金王	欧美贸易壁垒，小规模企业退出	国内最大的蜡烛及蜡烛制品生产企业	收购40%利津森化，向上游迈进	越南新建二期项目三季度投产	多家龙头公司国产化产品100%的市场份额				
		时代新材	铁路建设高峰+风电装机容量增长	国内CRH2阻尼材料唯一供应商，超耐磨磨板项目份额高		发展弹性元件主业					
		巨化股份	家电下乡/以旧换新政策+汽车工业发展	发达国家关停制冷剂及配套的氯碱装置	国内最大的氟化工制造基地		收购，扩大氟化工产品规模		萤石资源丰富		
	医药生物	鱼跃医疗	消费升级、医改和基层医疗建设拉动需求		细分领域大产品前3，小产品前2	拓展中医医疗器械领域	体温计/医用分子筛制氧机/轮椅车产能增大				
		海翔药业	细菌耐药问题严重，4-6A 进入需求放量期		国内最早实现4-6A 国产化的企业之一+产量和出口量第一			德国B II 公司合作顺利+辉瑞公司进一步合作			
	电气设备	国电南瑞	电网自动化+基础设施+轨道交通		在网调市场占有率达78%，轨道交通自动化占有率为40%。						
		国电南自	新能源+节能减排		数字化变电站领先+变电站保护类设备前三						
	电子	莱宝高科	智能手机/平板电脑/电子书流行		中高端ITO市场前三+国内唯一可批量生产电容式触摸屏	TFT空盒/触摸屏项目生产产线增多					
		阳光照明	欧盟禁销白炽灯+国家节能灯推广		连续3年获得国家照明节能补贴招标第一名	公司节能产品的推广任务占全国总量的6%					
		水晶光电	智能手机/单反相机流行	蓝宝石衬底供给缺口	低通滤波器市场份额全球第一+索尼、尼康供货				光学冷加工技术		
		紫光国微	3G/家电刺激政策+电子信息产业振兴+银行IC卡总体目标规划		SIM 卡芯片最大供应商+智能手机前十强芯片主力供应商				智能卡芯片和集成电路设计		
	公用事业	兴蓉环境	方案有利于公司整合成都水业务		规模和盈利能力处于水务上市公司前列						
		启迪环境	经济高速发展+城市化导致垃圾问题严峻		A 股唯一主营固废处置上市公司+我国最大民营综合性环保集团		环境资源设备研发/设计项目		具备方位进入固废市场的实力与条件		
	纺织服装	罗莱生活	纺织业恢复+城市化+婚庆嫁娶适龄人群增加		与富安娜、梦洁家纺并列为家纺一线品牌	收入增幅好于同类公司+巩固公龙头地位					
	建筑装饰	金螳螂	文化设施投资增加+推广住宅精装修、取消毛坯房		建筑装饰行业第一家上市公司	综合性产业链布局		铁路客站+恒大地产			
	食品饮料	三全食品	收入提高+生活节奏加快+消费习惯改变		速冻食品行业最大龙头企业占有半第一+标准制定者	战略定位走向高端化+外延多样化	速冻水饺/汤圆产能扩张				
	有色金属	广晟有色	稀土下游需求复苏	我国稀土出口配额持续下滑	行业整合龙头地位				离子型中重稀土储量丰富	稀土价格持续攀升预期	
		中科三环	风电/节能电机/新能源汽车		中国最大/全球第二大钕铁硼磁性材料制造商				与五矿签署战略合作协议，获取价格低廉的原材料		
		天通股份	新能源/新材料LED 芯片需求提升		在全球封装行业排名第三						
		北方稀土	下游需求复苏	中国占全球市场近97%的供应量+实行稀土总量控制管理	控制市场近90%的稀土氧化物				稀土下游产业延伸，提高资源控制力	上调稀土氧化物对外销售价格	
	其他	冰轮环境	冷链产业发展提速		溴冷机业务行业排名第二	切入多晶硅产业，80%的市场份额			国内唯一拥有螺杆制冷压缩机完全自主知识产权核心技术的企业		
		科大讯飞	3G 网络/智能手机普及		60%以上市场份额+华为/联想合作 技术壁垒巩固龙头地位	向综合供应商转变		三大运营商47个省点语音搜索增值服务	语音数据资源优势		
		华帝股份	城乡房屋装修+厨卫电器一体化升级需求		灶具销量九年中国第一+燃气热水器行业三强+抽油烟机行业四强				研发团队+世界领先高端技术		
		冠豪高新	增值税改革下用纸需求提升		中国印钞造币总公司增值税发票无碳纸唯一供应商	产业链延伸为“纸浆-原纸-特种纸”					
	电子	歌尔股份	消费电子回暖	海外知名企业放弃自产	三星和LG 份额较高	产业链整合	数字音频产品产能提升	三星/LG 份额提升+供货诺基亚			
		德赛电池	医疗用品/3G 手机/备用电源发展		iPhone 手机项目份额领先	蓝微细分市场占有半/综合竞争力提升		深化SDI/SONY/ATL合作；iPhone领先份额	科研院所合作+掌握申请核心技术		
	医药生物	士力	八个产品入选新版医保目录		国内最大的粉针剂生产基地之一		复方丹参滴丸/现代中药固体制剂			三七药材储备种植控制源价成本压力	
行业供需优化+行业地位提升	电气设备	中环股份	节能+新能源车（IGBT）			材料到器件产业布局初步形成	单晶硅片产能扩大2倍以上		区熔单晶硅全球领先		
	医药生物	山大华特	《火电厂氮氧化物防治技术政策》火电厂脱硝需求快速增加			出售资产，集中资源发展环保产业					
	电子	大华股份	大型项目新建+新兴领域应用需求释放	公安机关全部退出保安服务公司		从设备制造商向系统集成商、服务运营商转型					
	有色金属	东方锆业	核电站重要耗材，核电装机规模上升			产业链业务+技术含量最高的核级海绵锆					
	国防军工	中国卫星	启动北斗三号+继续北斗二号建设			北斗导航用 ASIC 芯片的研制取得成功，竞争中取得优势					
行业供需变化不大+公司自身竞争力提升	医药生物	东阿阿胶		市占率与福牌阿胶分列市场前二			放弃60%价值小的终端维护，重点维系中高端客户		上游产业拓展，保证自身定价能力	不再纳入政府定价管理范围	
		通策医疗		唯一口腔医疗上市公司+杭州口腔医院浙江省龙头口腔医院		“总院”+“分院”收购昆明口腔医院					
	其他	综艺股份			从生产商向集成商的战略演变。	建设第二条薄膜太阳能电池生产线	欧洲第三大光伏系统供应商2 亿欧元的合作协议	薄膜太阳能电池产品获得 TUV 认证			

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

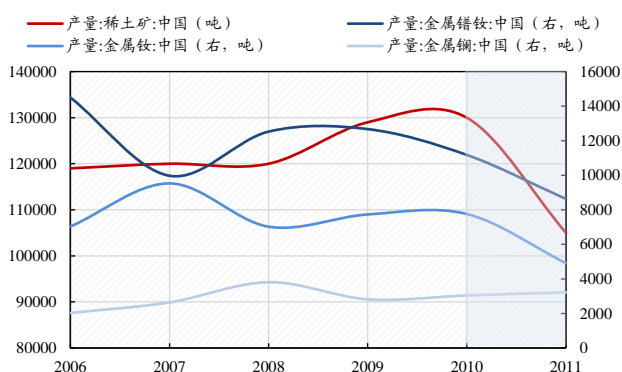
● 行业供需格局改善，细分行业龙头受益是绝对主流。

在 50 只龙头个股中，具有明显行业供需改善或公司具有行业龙头地位及行业地位提升特征的个股总共有 36 只个股。其中有 27 只个股在行业供需格局改善时，作为细分行业龙头率先受益。我们以较为典型的化工、有色和电子行业为例分析。

化工行业方面，青岛金王是全国最大的蜡烛生产企业，行业供给受小企业的退出趋紧时，青岛金王市场份额进一步提升。时代新材作为铁路建设中多个重要零部件的唯一供应商，率先受益于铁路建设高速增长。巨化股份是国内最大的氟化工制造基地，受益于发达国家关停制冷剂及配套的氯碱装置带来的行业供给紧张。

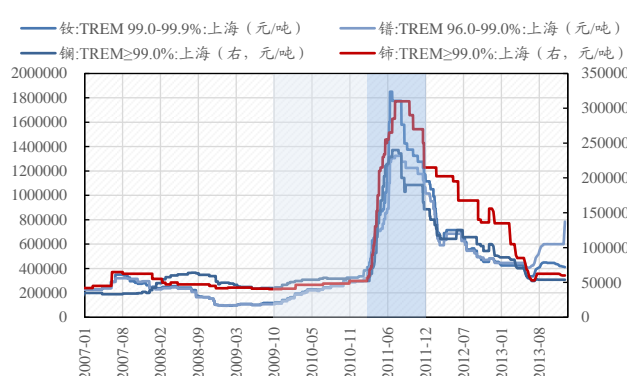
有色行业方面，2010 年稀土政策持续收紧，稀土行业呈现供给紧需求旺的特征，预期价格上涨之下，广晟有色和北方稀土作为细分行业龙头率先受益。同时稀土下游磁性材料随着新能源汽车/风电/LED 芯片等新兴应用的发展需求持续旺盛，中科三环和天通股份作为磁性材料龙头持续受益。

图 23: 政策收紧下稀土产量大幅下滑



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 24: 稀土价格从缓升切换至暴涨



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

表 20: 稀土政策 2010 年持续收紧

时间	稀土相关政策	内容
2008/12/26	《商务部关于下达 2009 年第一批一般贸易稀土出口配额的通知》	较上一年同期减少 7737 吨：2009 年第一批稀土出口配额总量 15043 吨
2009/4/10	《国土资源部关于下达 2009 年钨矿、锡矿和稀土矿开采总量控制指标的通知》	产量较上年（87620/78500/9120）略有所下降：2009 年全国稀土矿开采总量控制指标拟定为 82320 吨（稀土氧化物 REO），其中轻稀土 72300 吨，中重稀土 10020 吨。
2009/7/3	《关于进一步加强原材料工业管理工作的指导意见》	提升行业整体发展水平：坚持控制产能总量，转变发展方式，促使原材料工业（包含稀土）发展由主要依靠产能盲目扩张带动向主要依靠优化结构、提高质量和增加附加值转变；
2010/5/13	《工信部〈关于公开征集稀土行业准入条件意见的通知〉》	提高稀土行业准入门槛，提升行业整体水平：各类规定固定资产投资最低资本比例为 40%。
2010/5/24	《国土资源部关于开展全国稀土等矿产开发秩序专项整治行动的通知》	提高稀土行业整体规范程度，助推稀土市场对中小企业的出清：依法查处并坚决取缔稀土等矿产无证勘查开采的违法违规行为；

2010/7/9	《商务部关于下达 2010 年第二批稀土一般贸易出口配额的通知》	较 2009 年同期减少 8291 吨；2009 年第二批一般贸易稀土出口配额总量 7976 吨
2010/10/11	《国土资源部<关于省级稀土等矿产资源开发整合重点挂牌督办矿区名单的公告>》	稀土及钨、锑、锡等有色金属资源的整合步伐有望加速：对符合要求的 78 个稀土等矿产资源开发整合矿区列为 2010 年省级重点挂牌督办矿区
2010/10/18	《工信部发布<部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）>》	短期内可能因成本抬升而抬升稀土价格，长期内提高行业整体生产效率从而使得稀土价格存在下行动力。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

电子行业方面，阳光照明作为连续 3 年获得国家照明节能补贴招标第一名的细分行业龙头，随着 2010 年 LED 照明需求爆发，盈利持续高增。2010 年 iPhone 4 上市带动智能手机高速增长，2010 年 Q1-Q4 全球智能手机出货量同比增长 56.73%、53.70%、93.46%、87.16%，消费电子高景气下行业头部公司受益。德赛电池在 iPhone 手机项目中保持领先份额，并进一步在客户拓展上获得突破。莱宝高科在国内中高端 ITO 导电玻璃市场上位列前三位，且是国内唯一一家能够批量生产电容式触摸屏的厂商，受益于电容式液晶屏需求大幅增长。水晶光电在普通光学低通滤波器市场份额当前全球第一，随着智能手机、单反相机流行促进微投项目、光学低通滤波器产品需求增大。歌尔股份在三星、LG 中具有较高份额，消费电子回暖下受益于电声器件及电子配件强劲需求。

表 21：2009 年 LED 产业得到多项政策支持

时间	政策	内容
2009/4/15	国务院《电子信息产业调整和振兴规划》	“充分发挥整机需求的导向作用,围绕国内整机配套调整元器件产品结构，提高 半导体照明 等产品的研发生产能力”、“支持国内光伏发电市场发展和节能照明产品推广”。
2009/4/18	科学技术部《关于同意开展“十城万盏”半导体照明应用工程试点工作的复函》	有效引导我国半导体照明应用的健康快速发展，扩大半导体照明市场规模，促进产业核心技术研发与创新能力的提高，迅速提升我国 半导体照明产业的整体竞争力 ，同意在 21 个城市开展半导体照明应用工程试点工作。
2009/5/18	国务院《轻工业调整和振兴规划》	提出“加决实施节能灯替代，淘汰 6 亿只白炽灯产能”
2009/10/12	《半导体照明节能产业发展意见》	提出“到 2015 年,半导体照明节能产业产值 年均增长率在 30%左右 ”等目标。
2010/6/24	广东省人民政府《广东省 LED 产业发展规划（2010-2015 年）征求意见稿》	力争用 5 年左右时间，到 2015 年， LED 产业规模达到 3000 亿元 ，成为年产值超过千亿元的产业群，培育产值超 10 亿元的企业 20 家以上。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 25：2010 年 LED 市场规模同比增长 45.10%

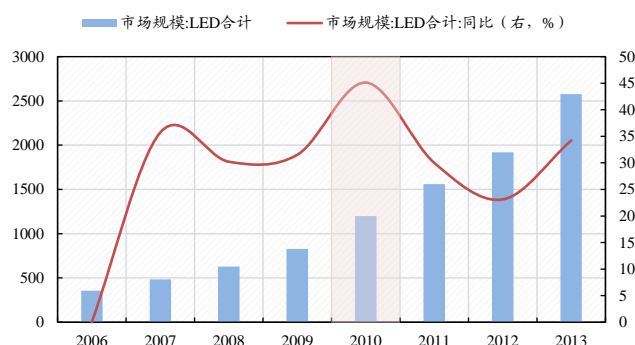
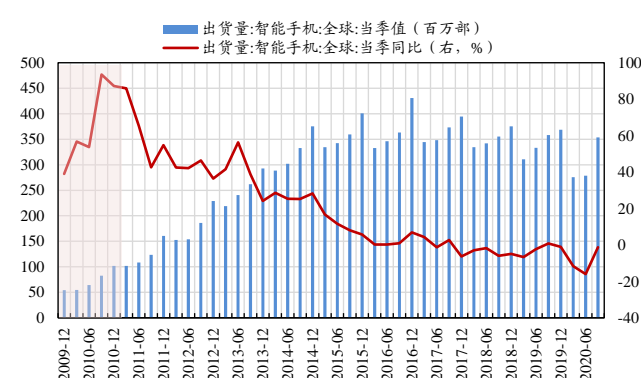


图 26：2010 年各季智能手机出货量增速均在 50% 以上



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5. 立足当下，未来谁能逆势上涨？

将龙头组合梳理出的三大基因映射到当下，我们认为经济修复之下——可选优于必选，技术突破之下——优选光伏/新能源科技，供需改善之下——看好原材料周期。

5.1. 基因一：酒店/旅游/家电/汽车

酒店/旅游：经济修复进程中人口流动正加速修复，商旅刚需支撑起现阶段酒店需求，未来出游需求逐步释放将成为驱动旅游业和酒店业客流环比改善的重要增量。当前人口流动正加速修复，10月铁路客运量为2.72亿人次，较2019年同期恢复至85.3%，9月民航客运量为4775.1万人次，较2019年同期恢复至98.1%。4月以来，商旅活动的率先恢复成为驱动住宿需求回暖的主要力量，未来随着经济活动的持续提升，商旅刚需住宿需求仍将继续支撑酒店需求。同时出游需求方面，受疫情影响年初至今居民出游需求仍受压抑，但已逐步改善。国庆中秋的旅游客流与旅游收入同比降幅分别为-21.0%和-30.1%，较清明、五一和端午已明显收窄。未来随着疫情去化，出游需求逐步释放将成为驱动酒店业和旅游业客流环比改善的重要增量。商旅刚需叠加出游改善酒店业经营数据持续改善，全国酒店OCC已于9月回正，行业逐步复苏。STR数据显示，全国酒店OCC在3月达到降幅最大值，同比下降43%，ADR同降33%。3月后酒店经营数据逐步恢复，8月OCC恢复至同比下降7%，ADR同降13%。至9月OCC已回正，OCC回正是行业复苏的重要信号。从地区表现来看，上海、江苏星级酒店出租率恢复至88.2%/95.4%，海南旅游饭店接待人数恢复至88.9%。

疫情之下，尾部加速出清，行业集中化和龙头化进一步提升。中国酒店供给结构中，单体、低等级、少客房数酒店占比极高，受疫情影响最大。根据华住酒店提供的数据，从OTA数据口径观察，疫情以来酒店的观点数量达到15万家，其中单体酒店的占比达到98%。而头部酒店经营快速恢复，出租率已基本恢复正常水平，ADR和PevPAR由于滞后性恢复略延后。与此同时头部酒店加速下沉拓店，行业集中度进一步提升。推荐标的：首旅酒店、中国中免。

图 27: 10 月铁路发送客流恢复至同期 85.3%水平

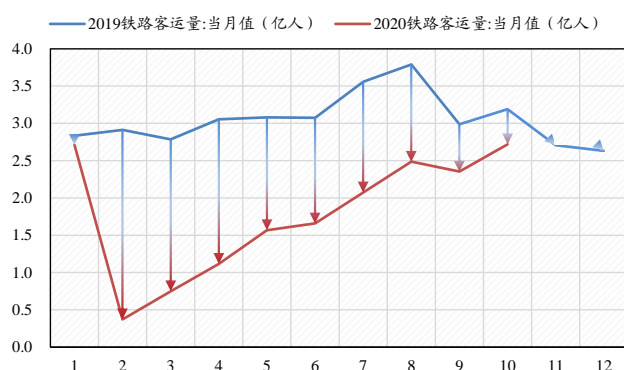
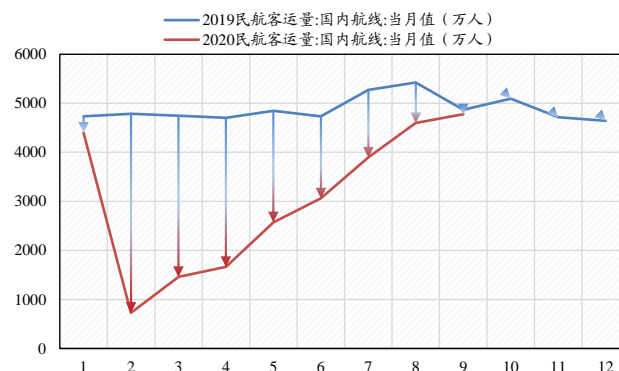


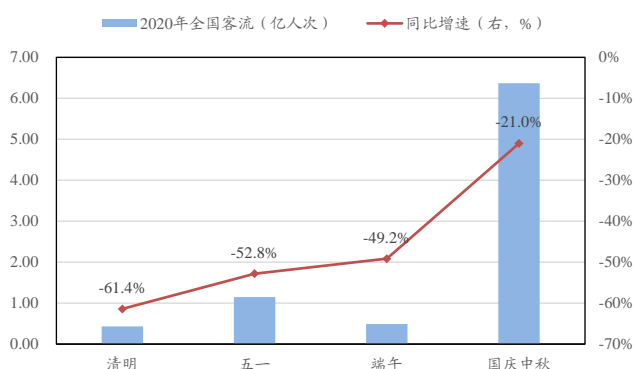
图 28: 9 月航空客运量恢复至同期 98.1%水平



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

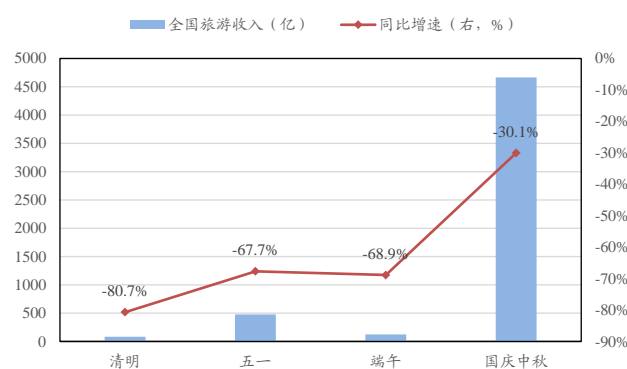
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 29: 国庆节客流降幅较清明/五一已明显收窄



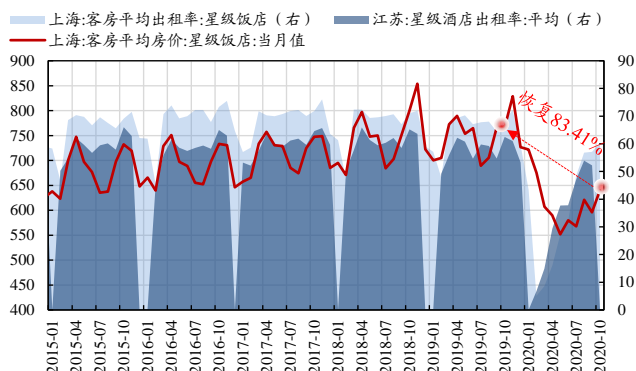
数据来源: 文旅部, 国泰君安证券研究

图 30: 国庆节旅游收入降幅较清明/五一也同步收窄



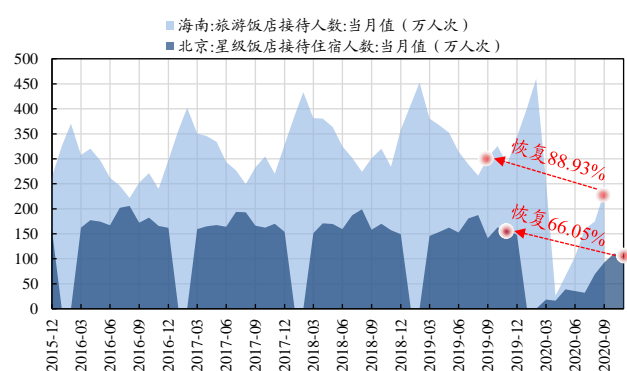
数据来源: 文旅部, 国泰君安证券研究

图 31: 上海/江苏星级酒店出租率恢复至 88.2%/95.4%



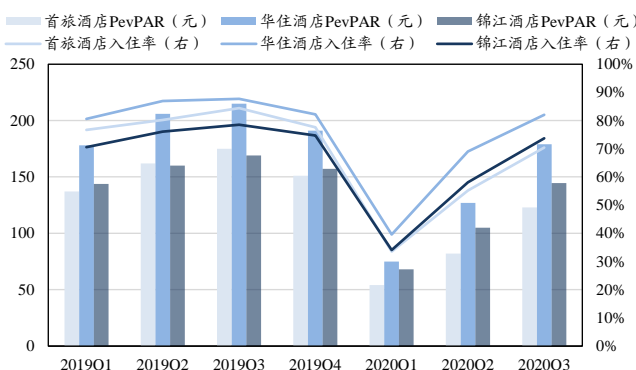
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 32: 海南旅游饭店接待人数恢复较快



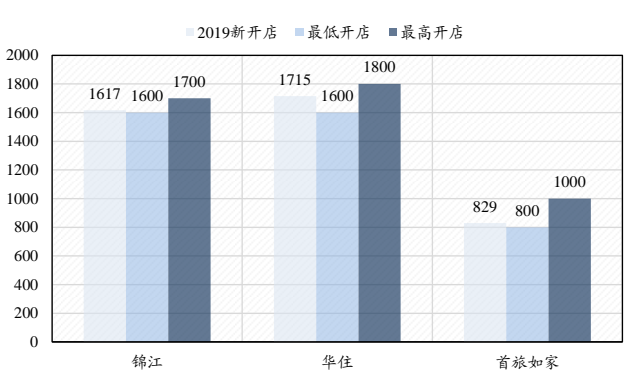
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 33: 头部酒店入住率已基本恢复正常水平



数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

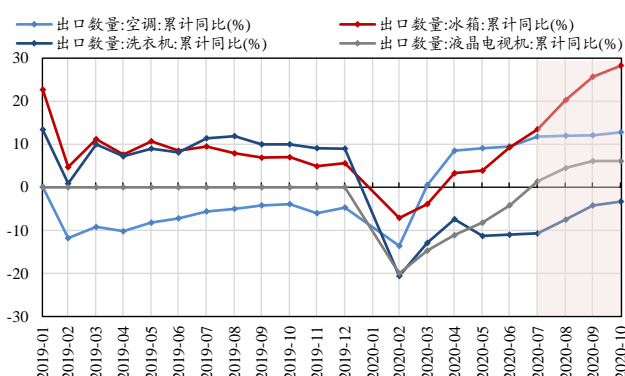
图 34: 头部酒店加速拓店



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

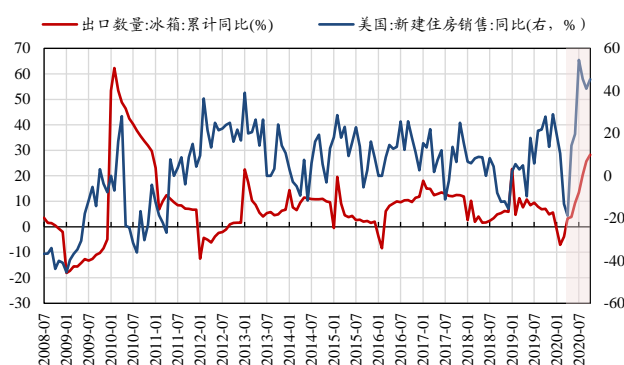
家电：外需来看，美国地产后周期角度，冰箱受益。10月美国新建住房销售同比增长45.45%维持历史高位，疫情后冰箱的出口数据与之同步性较高，主要原因为美国的其他家电品类工程渠道占比较大，仅冰箱需额外购置。库存角度，家电具备较大的补库弹性。尽管自6月以来美国家电的库存处于持续回补状态，但当前库存水平仍较低，具备较大的补库弹性。**内需来看，地产后周期威力逐显，期房提供强力支撑。**考虑现房、期房销售与家电景气的传导时滞约为3个月和8个月，后续年初以来期房销售的高弹性将为地产后周期提供强力支撑。往后看2021年房地产投资增速将继续保持高增长，Q1-Q4分别为17.4%、9.9%、8.0%、6.9%，持续有力地支撑地产后周期。**推荐标的：海尔智家。**

图 35：家电出口增速持续修复



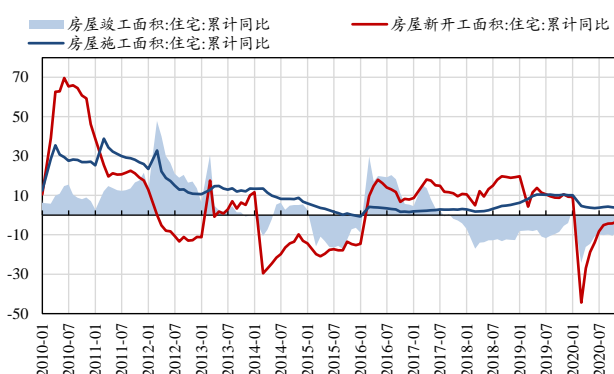
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 36：美国地产后周期角度，冰箱更为受益



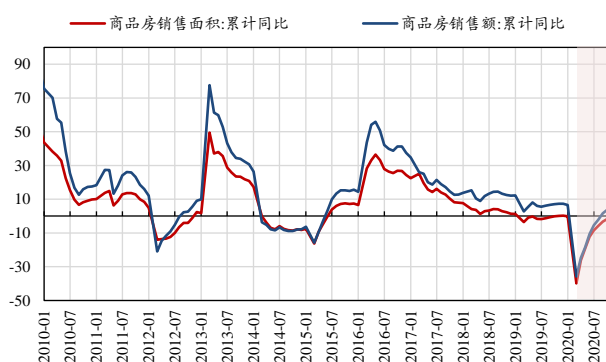
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 37：地产竣工面积降幅收窄



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 38：商品房销售额累计增速展现高弹性



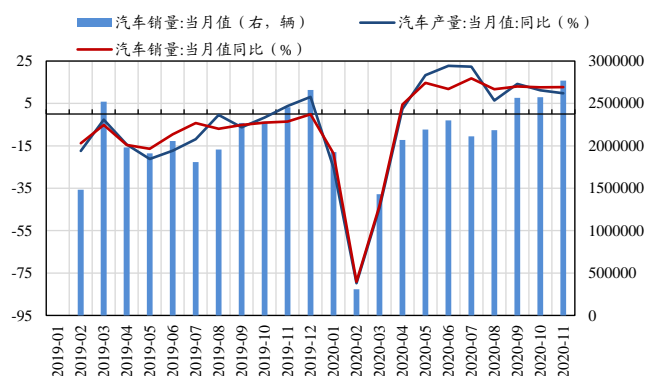
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

汽车：汽车产销在2月砸坑后快速进入复苏期，经济修复下产销展现巨大弹性，从行业销量企稳到持续维持快速增长，汽车行业的盈利优势未来将从头部企业扩散到整个乘用车整车板块。2020年2月汽车产销量同比增速分别为-79.82%和-79.08%，5月以后汽车销量增速持续保持在10%以上。从本轮汽车复苏周期来看，2020年4月以来汽车销量数据的强劲主要来源于乘用车强势表现。从下半年来乘用车产量及销量数据来看，整体呈现出产销两旺的趋势，其中乘用车产量数据自6月疫情恢复正常状态以来持续维持同比正增长，11月达到232.9万辆，同比增长11.6%，

接近 2017 年底的高位。而销量数据改善幅度更为明显，自 5 月销售完全能恢复以来当月同比稳定在 10%-15% 以上，其中 11 月销量 229.7 万台，同比 11.6%。

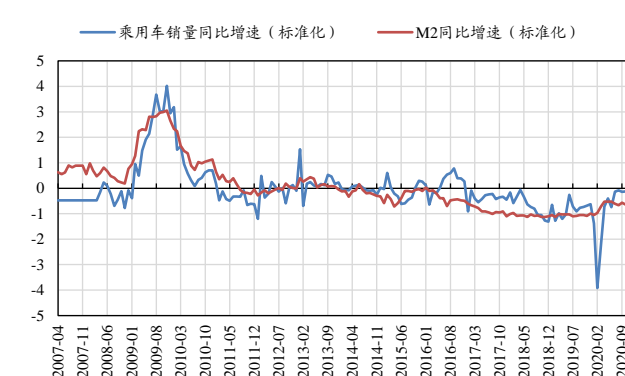
当下广义货币高增速惯性、居民可支配收入提升支撑汽车销量。从历史经验来看，人均可支配收入、广义货币供给提升带动汽车零售销量，居民杠杆率的提升对汽车消费带来一定负面影响，同时政策方面如购置税的变化也会对汽车销量带来明显影响。随着经济修复进入纵深，**居民人均可支配收入持续修复支撑汽车销量。广义货币增速**尽管边际收紧，但在货币政策“不急转弯”的定调下，依靠前期高增速惯性仍将保持较高增速，有利支撑汽车销量。**居民杠杆率方面**，尽管宽信用下当前居民杠杆率增速有所抬头，但趋势较缓影响较小。而同期居民储蓄率提升明显，2020 年一至二季度金融机构住户存款大幅上升，有力保证下一阶段居民消费力。**政策方面**，2020 年 11 月 18 日国务院常务会议指出，消费遭受疫情严重冲击，恢复正常增长有不少困难。作为促进消费的手段之一，要稳定和扩大汽车消费。2020 年 10 月 20 日，国家发改委新闻发言人孟玮表示，下一步将推动汽车和家电消费转型升级，促进汽车限购向引导使用转变，鼓励各地出台促进老旧汽车置换政策。发改委、国常会指引下有望出台相应政策，利好汽车销量增长。**推荐标的：吉利汽车、长安汽车、爱柯迪。**

图 39：汽车产销量持续高增长



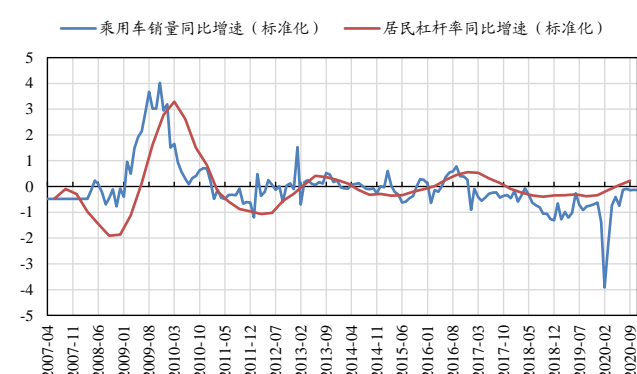
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 40：惯性下 M2 仍将保持较高增速支撑汽车销售



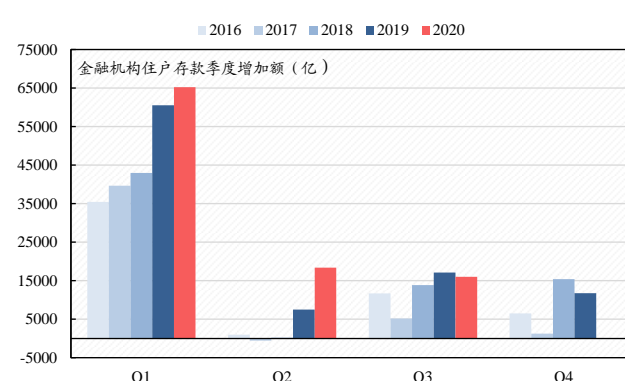
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 41：居民杠杆率增速缓慢抬头影响不大



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 42：住户存款大幅增长保证下一阶段居民消费力



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5.2. 基因二：光伏/新能源车产业链

光伏：光伏产业技术周期较短，产业链核心技术路线仍未完全确定，尤其是在电池片领域，正由 PERC 向 HJT 技术转变，转变后光伏电池效率将提升到 25% 以上。是否具有技术优势将成为竞争能力的核心。

1) 硅片：大型化趋势确立，提升盈利能力。硅片环节迎来重大技术换代，即硅片大型化趋势，大硅片成本更低，售价更高，能够提升企业盈利能力。隆基主推 166、18X 型大硅片，中环主推 210 型大硅片，都将显著提升盈利能力。

2) 电池片：大硅片 PERC 电池仍是主流，等待 HJT 等新技术成熟。电池片环节投资较大，技术路线不稳定，对技术变革较为敏感。目前 HJT 等新电池技术仍未完全成熟，短期内大硅片与 PERC 技术结合产生的大电池仍是当下主流。但电池效率明显提升下，HJT 将是未来 10 年电池环节的平台型技术。

3) 光伏玻璃：2.0mm 玻璃普及双面趋势大大提速。双面组件至少可以提升发电量 10%。新的 2.0mm 研发量产完成后，双面玻璃总厚度降低到 4mm，比 3.2mm 厚度仅增加 25%，结合边框减重、背板节省，总重量仅增加 1kg，解决了行业痛点，预计 2020 年能够看到双面玻璃趋势大大提速。

4) 胶膜：POE 胶膜将跟随双面组件趋势而快速发展。双面组件趋势受玻璃减重影响而解决核心痛点，趋势确认。新型 POE 胶膜相较于传统的 EVA 胶膜，更适用于双面组件，将跟随行业趋势而加速增长。

5) 逆变器：逆变器环节更新换代快，非常有利于头部企业巩固竞争优势加速提升份额。逆变器基本每 1-1.5 年就会更新一代产品，这就导致企业需要大量投入研发，逆变器企业研发费用率普遍在 5%-10%，若无法维持较大的投入很容易被市场淘汰。

5) 光伏设备：硅片环节单晶已大规模替代多晶，大硅片的迭代有望继续带来设备更新需求，电池片环节技术迭代正在进行时，将是未来光伏设备更新换代的最大成长动力和需求来源。

技术创新之下，光伏行业具有高需求，“十四五”新增装机规模将远高于“十三五”。2020 年下半年，光伏利好政策频出。光伏容配比、光伏玻璃产能等先后调整，利于行业进一步发展。根据光伏行业协会 2020 年 12 月 10 日最新报告预期，“十四五”期间我国光伏年均新增装机在 70GW~90GW，较之前的预期大幅上调。预计全球 2021-2025 年年均新增装机达 222GW-287GW，2025 年当年全球光伏新增装机有望达 400GW，较 2019 年增长 250%。

推荐标的：硅料（通威股份）、单晶硅片（隆基股份）、逆变器（阳光电源）、光伏设备（捷佳伟创）。

表 22: 光伏产业链个股技术优势梳理

		技术创新能力				技术创新成果	
		技术人员	实验室	研发支出 (亿元)	专利/知识产权	现有产品/技术	研发方向
硅料	通威股份	打造了以业内权威专家为主体的太阳能电池研发团队		7.36	累计申请并获得有效授权专利207项，其中发明专利20项，实用新型187项；获得软件著作权31项	所有PERC电池主流尺寸156、158、16X、18X、21X全覆盖；原子层沉积背面钝化、选择性发射结工艺、多晶硅黑硅工艺、双面电池、多主栅技术、异质结技术	主流PERC技术在产品转换效率与可靠性的提升和优化；HJT、TOPCON、PERC+中试与转化工作；钙钛矿、叠层电池跟踪与研发论证
	隆基股份	专业化程度高、创新意识强的高素质研发团队，拥有行业一流的技术专家作为科研技术带头人	搭建硅片、电池、组件三大研究中心，与新南威尔士大学、浙江大学国家硅材料实验室等科研院所建立战略合作关系	3.20	累计获得各类已授权专利 858 项	面向超大型地面电站的Hi-Mo5组件迭代新品；与掺硼同价掺杂硅片产品；BIPV产品	以182mm*182mm 硅片标准（M10）作为研发下一代硅片、电池、组件产品的标准尺寸
单晶硅片	中环股份	拥有超六十年单晶硅研发经历，已经形成技术实力雄厚的本土化团队，团队拥有多位国家单晶硅专家，目前共有半导体专业技术人才上百人	1个国家级技术中心、3个省部级研发中心、2个省部级重点实验室	4.21	授权知识产权461项，其中发明专利116项，实用新型314项；受理状态的专利487项，其中发明专利288项，实用新型198项	3-12英寸全尺寸半导体硅片；区熔硅片；12英寸直拉单晶；12英寸应用于CIS、Power Device产品的超低阻单晶；G12单晶硅片平台技术；叠瓦技术产品；28nm技术开发；19nm晶体研发	8英寸区熔单晶；应用于19纳米的COP Free晶体技术；28纳米COP Free硅片产品
	爱旭股份	技术带头人团队主要来自日本京瓷株式会社、台积电、中芯国际等先进半导体企业，其他核心研发人员主要是来自985和211院校的优秀博士、硕士研究生，研发骨干成员均具有丰富的光伏太阳能行业从业经验	光伏研发中心将投入使用：将与全球产业链内的领先型企业、国际著名科研院所及国内外知名高校展开广泛的光伏产业理论创新和工程技术创新合作	2.44	公司累计拥有国内授权专利521项，其中发明专利65项，实用新型269项；海外有效专利16项	PERC技术，从单面PERC升级至双面；SE-PERC、方单晶、166mm、180-210mm大尺寸高效电池；“双面、双测、双分档”技术	HJT、TOPCON、IBC、HBC和叠层电池等新一代电池技术
电池片	东方日升	获批设立浙江省企业博士后工作站；获得签署互认协议方国家和地区认可机构的承认，可参与国际间合格评定机构认可的双边、多边合作交流，在认可的范围内使用CNAS国家实验室认可标志和ILAC国际互认联合标志	独立的国家级光伏实验室，该实验室获得国际CNAS认证，可按照IEC61215、IEC61730-2、UL1703进行多个项目测试，为公司及其他光伏企业的设计研发以及质量管控提供了有力的支持	6.28	发明专利15项，发明专利46项，实用新型专利51项	组件出货在70MWHJT中试线；158.75mm 9BB异质结电池量产；切割损失等异质结相关技术难点突破；异质结技术和叠瓦技术成功结合；二代PO镀膜；PERC电池/TOPCON电池/210mm50片切片的超大硅片组件和异质结电池组件相关技术；半片/拼片/叠瓦和超薄双面玻璃/高反背板新型组件技术研发	多款BIPV产品；造异质结电池组件项目
	福莱特	研发人员349名，占比高达11.07%		1.76	拥有专利超过 100 项	双玻2.0mm薄玻璃技术、AR镀膜玻璃	产品和产能布局积极向最新的2.0mm推进
胶膜	福斯特	研发人员数量高速增长，4年时间研发人员从107人攀升至308人，年均增长超30%，研发人员占比高达16%	浙江省重点企业研究院，浙江省高新技术企业研究开发中心、浙江省光伏封装材料工程技术研究中心、经 CNAS 资质认定的检测中心等研发平台	1.90	拥有专利87项	白色EVA胶膜、POE胶膜产品性能提升；共挤型POE胶膜、网格透明背板推出；BIPV用光伏新材料产品推进；电致光干膜产品首次完成了酸性、电镀及LDI主要市场系列的全覆盖	其他电子材料感光覆膜、低介电低损耗的FCCL
	锦浪科技	研发团队由国家特聘专家王一鸣带领，拥有众多优秀技术人才。公司研发团队被评为浙江省重点创新团队、建有企业院士工作站；承担了行业内相关标准的起草制订工作；自2011年起被持续认定为国家高新技术企业；研发人数从2017年的74人增加到131人，将近翻倍		0.62	国家火炬计划重点高新技术企业，已取得专利 56 项，并获得多项荣誉与奖项	全球第一家获得PVEL产品可靠性测试报告的逆变器产品；1500V255kW超大功率组串式逆变器适配大功率双面组件，产品从2G 迭代到5G	未来公司将进一步切入大型地面电站市场，同时布局发力储能逆变器业务
逆变器	阳光电源	曹仁贤董事长专注于可再生能源发电领域研究20余年，是中国光伏行业协会副理事长、中国电源学会副理事长，有50多项科研成果和专利，先后主持承担了10多项国家“十五”、“十一五”重大科研攻关项目。作为全国人大代表，他多次提出可再生能源发展建议，主持起草了3项国家标准，在可再生能源发电领域具有重要影响力。公司有技术人员共1627人，占比达42%。	研发部门由电路拓扑与算法研发、功率研发、磁性器件设计和热流设四支团队组成，多个团队共同协作，达到全线效率99%的目标。	5.22	公司累计获得专利权1401项，覆盖集中式和组串式逆变器、EPC、储能等多个领域，其中发明专利577件、实用新型专利732件、外观设计专利112件，另有233项新增专利申请	新一代1500V集中逆变器SG3400HV；用户逆变器SG8.0RT-20/SG12RT-20/SG15RT-20；组串逆变器SG136TX/SG225SHX；集成方案SG3125HV-MV	逆变器产品全线实现99.5%效率
	晶盛机电	技术研发及管理团队以教授、博士、硕士为核心；研发人员占比持续保持在20%以上；实际控制人曹建伟，浙江大学工学博士，在机电控制、液压传动与控制等领域有深入的研究；另一实际控制人邱敏秀曾是浙江大学博士生导师，曾享受国务院特殊津贴，多年来承担与参与电源控制技术领域的国家自然科学基金日、863 项目、国家重大科技专项课题以及省部级科技项目30多项；科研成果曾荣获国家发明二等奖、国家科技进步二等奖等国家级奖3项，省、部级科技一等奖4项，二等奖3项	公司拥有3个研发中心，研发人员超过400名，拥有院士工作站、博士后工作站、省级重点研究院等研究平台	1.33	获授权的专利428项，其中发明专利56项，实用新型356项	8英寸硬轴直拉硅单晶炉：有效改善晶体径向均匀性，国内首台硬轴直拉炉生长出的首颗8英寸晶体；6英寸碳化硅外延设备：兼容4寸和6寸碳化硅外延生长；8英寸硅外延炉；8英寸/12英寸半导体硅片边缘抛光机；完成硅单晶长晶、切片、抛光、外延四大核心环节设备布局	下一代光伏单晶炉，该设备可兼容36-40英寸更大热场
光伏设备	捷佳伟创	公司具有经验丰富且稳定的研发团队，并不断吸纳国内领先研发人员参与新产品开发生产；目前研发技术人员296人，比上年年末增加了110人，占员工总人数的13%		1.10	公司已取得专利238项，其中发明专利37项，实用新型专利196项	PERC+电池工艺技术钝化设备研发；LPCVD设备；新一代HJT关键量产设备RPD5500A；管式扩散氧化退火炉/管式 LPCVD设备/DS320A 扩散炉产品；HIT制绒清洗设备/透光导电薄膜设备/管式等离子体沉积炉/金属电极丝网印刷线设备	N-PERT/TOPCon电池平均转换效率/异质结电池及背接触电池转换效率/N 型单晶电池转换效率提升
	迈为股份	公司设有专门的研发部门，建立了一支以施建辉、连建军为领衔的能力突出、经验丰富的研发技术队伍。公司研发人员数量达到266人，占公司总人数的23.69%	公司在2018年建立江苏省工程技术研发中心，同年设立博士后科研工作站	1.03	已取得专利182项	新型图像算法及高速高精软件控制技术、高精度栅线印刷定位及二次印刷技术、高产能双头双轨印刷技术、丝网角度调整技术、高速高精度控制技术、高精第三代高速恒压力印刷技术、卷纸柔性传输技术	依托印刷喷印、激光和真空三方面技术研发，瞄准光伏装备、OLED设备等市场；高速高精度控制技术、高精度定位技术以及恒压力技术在精密设备制造领域迁移

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

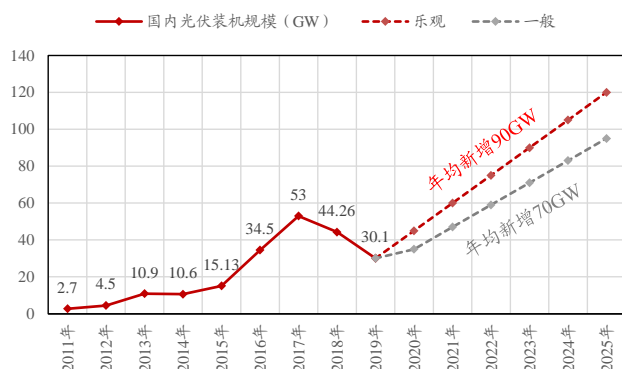
注：研发费用占营业收入之比数据计算范围为 2020H1。

表 23: 2020 年下半年光伏利好政策频出

日期	文件/会议	内容
2020/8/5	《关于公布 2020 年风电、光伏发电平价上网项目的通知》	结合各省级能源主管部门报送信息, 2020 年风电平价上网项目装机规模 1139.67 万千瓦、光伏发电平价上网项目装机规模 3305.06 万千瓦。
2020/9/22	第七十五届联合国大会一般性辩论	习近平总书记在第 75 届联合国大会上, 表示我国将力争在 2030 年前实现 碳达峰 , 2060 年前实现 碳中和 。
2020/10/23	《光伏发电系统效能规范》	放开 2012 年电站设计规范所规定 1: 1 容配比限制, 最高可达 1.8: 1.0 。
2020/10/30	十九届五中全会	公报提出构建生态文明体系, 促进经济社会发展全面绿色转型。要加快推动绿色低碳发展, 全面提高资源利用效率。
2020/12/12	习近平总书记在气候雄心峰会上发表《继往开来, 开启全球应对气候变化新征程》重要讲话	提出到 2030 年, 我国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上, 非化石能源占一次能源消费比重达 25%左右, 风电、太阳能发电总装机达 12 亿千瓦 以上。
2020/12/16	工信部对《水泥玻璃行业产能置换实施办法(修订稿)》公开征求意见	指明光伏压延玻璃可不制定产能置换方案。

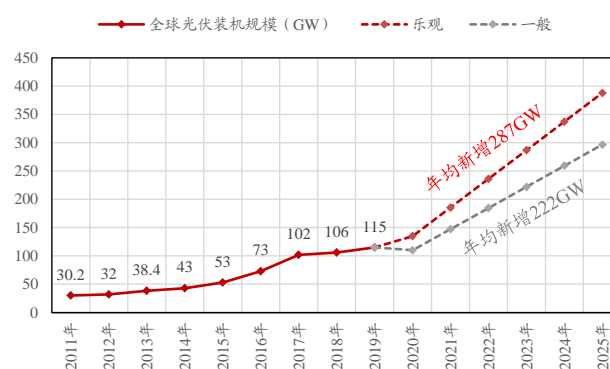
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 43: 2021-2025 国内年均新增 70-90GW



数据来源: CPIA, 国泰君安证券研究

图 44: 2021-2025 全球年均新增 222-287GW



数据来源: CPIA, 国泰君安证券研究

新能源汽车产业链:《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》提出以动力电池与管理系统、驱动电机与电力电子、网联化与智能化技术为“三横”的技术规划。其中动力电池部分的技术目标包括正负极材料、电解液、隔膜、膜电极, 以及高强度、轻量化、高安全、低成本、长寿命的动力电池和燃料电池、固态动力电池。电池技术作为新能源汽车突破的重点, 公司是否具备技术优势将成为关键。

新能源技术突破具备现实需求基础。疫情之后, 新能源乘用车销量恢复已展现出巨大的弹性。7 月开始销量逐步恢复, 11 月新能源乘用车销量为 17.0 万辆, 同比增长 138.7%。往后短期来看, 2021 年补贴政策延续、整体退坡幅度有限, 同时新基建背景下充电基础设施建设提速, 配套设施完善有望进一步刺激销量。中期来看, 2025 年 20% 目标下新能源车销量增长可期, 新能源车盈利或超预期。2020 年 11 月 2 日, 国务院发布《新能源汽车产业发展规划(2021-2035)》, 提出到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。当前新能源车占汽车销量远低于 20%, 历史最高值也仅为 2018 年 12 月的 8.45%。在 2025 年 20% 占比目标下, 新能源车销量将迎来快速增长。

推荐标的：电池（宁德时代、比亚迪）、正极（当升科技）、电解液（新宙邦）。

表 24：新能源车产业链个股技术优势梳理

		技术创新能力				技术创新成果	
		技术人员	实验室	研发支出占营收比例	专利/知识产权	现有产品/技术	研发方向
电池	宁德时代	核心团队源于 ATL，电化学领域/技术背景积累深厚；研发技术人员 5368 人	21C 创新实验室主攻：新储能材料化学体系、新储能系统设计和工程、新储能系统应用场景	6.9	境内专利 2642 项；境外专利 196 项	低锂耗技术、长电芯循环寿命的电芯单体和相应系统平台产品	不含镍钴锰无金属电池和固态电池
	比亚迪	拥有庞大的技术研发团队	汽车工程研究院、中央研究院、汽车智慧生态研究院等	5.3	9384 件发明专利数，汽车行业第一	全新 DMi 插电混动系统，包含阿特金森循环、双模系统和刀片电池等技术方案。	第四代混动技术平台推出多款车型
正极	当升科技	管理层大多来自北京矿业研究院，技术和科研出身	锂电材料研究院负责锂电材料基础研发及新产品开发；锂电材料工程技术研究院负责量产技术和工艺装备技术开发以及成果转化	4.4	累计获得授权专利 122 项，均为自主研发，其中发明专利 30 项，实用新型 59 项	国内最早一批量产 811 正极、622 产品；第二代高镍 NCM811 产品、第三代 NCM622、单晶 NCM811 均已实现量产	第三代高镍 NCM811 产品、第一代固态电池体系
电解液	新宙邦	创始人团队具备化学学术及化工行业从业背景	广东省工程技术研究开发中心、深圳市锂离子动力电池电解液实验室等	6.5	发明专利 537 项，94 项国外申请，71 项 PCT 国际申请；国内外发明专利授权 183 项	国内高端 IC 湿电子化学品	新型添加剂和新型锂盐的开发
	天赐材料	核心团队于中石化、浙江巨化、宝洁等化工行业任职，对日化、电解液行业发展方向颇有见地；研发技术人员逐年大幅增长，19 年研发技术人员 600 人	国家级企业技术中心、广东省动力电池电解质材料工程实验室等	4.7	授权专利 230 项，其中发明专利 145 项，尚有 175 项专利正在申请中	“硫酸—氢氟酸—氟化锂/五氟化磷—六氟磷酸锂—电解液”产业链布局，液态六氟技术；高镍三元电池用电解液	配套三元体系的百余种定制化电解液配方，数十项新电解质和添加剂物质筛选研究工作；硅碳电解液产品
隔膜	恩捷股份	公司董事长李晓明于 34 岁获取马萨诸塞大学高分子材料硕士。已组建了一支包括来自美、日、韩等地的专业研发人员组成的核心技术研发团队。	研发中心建设项目	4.5	现有专利 183 项，在申请 219 项，涵盖基膜和涂布膜等多个领域	公司自主开发研制出水性锂离子电池隔膜和油性锂离子电池隔膜两种产品体系。	在隔膜设备改造、在线涂布和铝塑膜等前沿技术进行布局。
	星源材质	设立专门技术委员会	组建有“深圳市锂电池隔膜工程中心”、“深圳高分子材料特种功能膜工程实验室”，“锂电池隔膜制备及检测技术国家地方联合工程研究中心	6.1	已取得授权专利 129 件，其中授权发明专利 52 件，授权实用新型专利 77 件。	自主研发了隔膜原料分析表征技术、配方预处理技术、硬弹性基膜结构成型控制技术、硬弹性基膜检测表征技术等一系列锂离子电池隔膜关键技术。	拥有共挤复合拉伸技术、纳米分散技术、精密涂布控制技术、纳米纺丝技术、低熔点挤出控制技术、吹膜技术、超薄涂覆技术等多项技术储备。

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

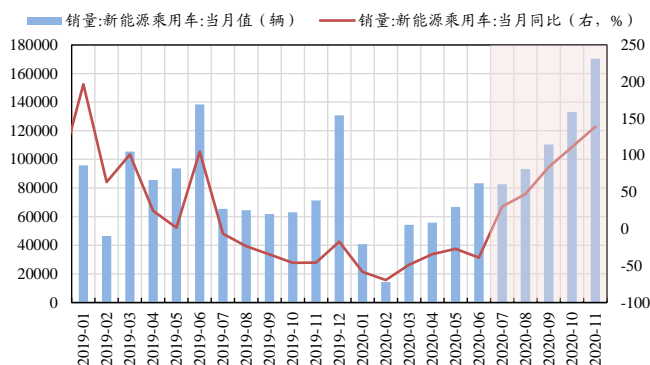
注：研发费用占营业收入之比数据计算范围为 2020H1。

表 25: 新能源汽车产业发展规划中“三横”技术布局

新能源汽车核心技术攻关工程	具体涉及技术
电池技术突破行动	正负极材料、电解液、隔膜、膜电极 高强度、轻量化、高安全、低成本、长寿命的动力电池和燃料电池、固态动力电池
智能网联技术创新工程	复杂环境融合感知、智能网联决策与控制、信息物理系统架构设计、车载智能计算平台、高精度地图与定位、车辆与车外其他设备间的无线通信（V2X）、线控执行系统 车规级芯片、车用操作系统、新型电子电气架构、高效高密度驱动电机系统
新能源汽车基础技术提升工程	氢能储运、加氢站、车载储氢等氢燃料电池汽车应用支撑技术 基础元器件、关键生产装备、高端试验仪器、开发工具、高性能自动检测设备、 能源汽车智能制造海量异构数据组织分析、可重构柔性制造系统集成控制 高性能铝镁合金、纤维增强复合材料、低成本稀土永磁材料

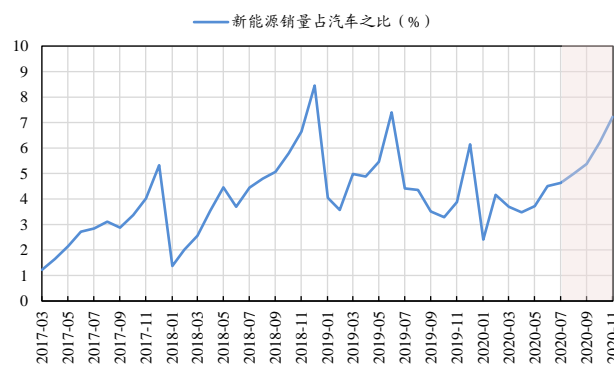
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 45: 新能源乘用车销量增速逐月上行



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 46: 当前新能源销量占汽车比例未及 9%



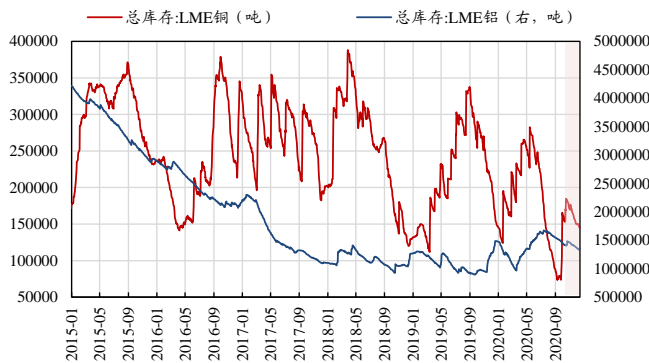
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

5.3. 基因三：铜/铝/基化/石化

铜：供给端全球铜矿资本开支放缓，废铜原料供给存在修复难度，需求端受国内下游家电/汽车/地产复苏驱动，表观消费量大幅抬升，因此库存处于低位，铜价受需求边际变化影响较大。**推荐标的：紫金矿业。**

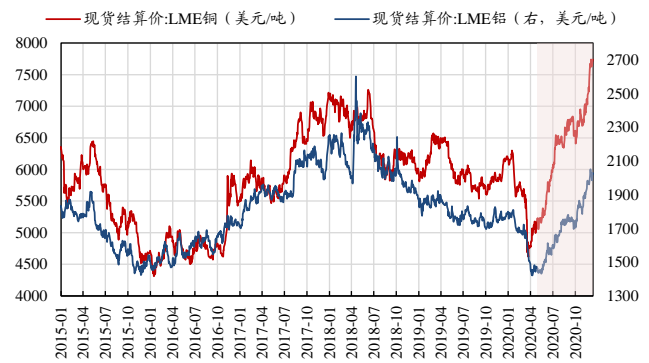
铝：供给端 2021 年电解铝增量较确定，需求超预期下金属铝值得期待。需求端方面，往后看国内竣工基建、光伏端拉升铝需求，同时随着装配式建筑用铝量大幅抬升，叠加汽车轻量化、电动化后用铝量增加，铝需求或将超预期。目前国内社会库存一直走低，侧面印证国内消费极强，铝消费大超预期。**推荐标的：云铝股份。**

图 47: 供需改善之下铜铝库存均位于历史低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 48: 供需改善下铜铝价格持续上行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

基化/石化: 钛白粉/MDI /轮胎/纺服链

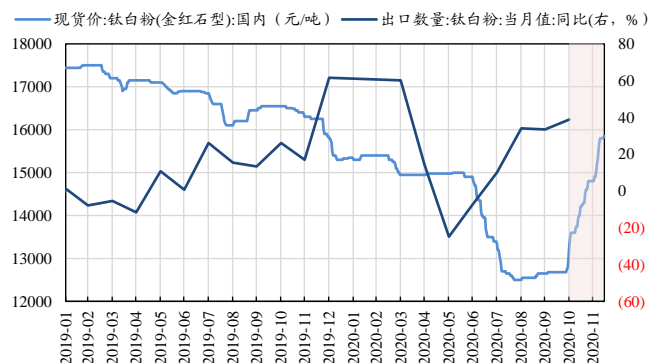
1) 钛白粉: 供给端钛白粉供给较为稳定, 海外钛白粉产能、产量增长停滞, 而国内限制硫酸法工艺的新增产能且加速淘汰中小产能, 未来新增供给主要以国内氯化法为主。需求端关键在于海外需求的复苏, 随着海外疫情影响逐步减弱, 主要发达地区 PMI 指数趋势向上, 未来海外经济边际复苏有望推动钛白粉国内出口提升, 钛白粉价格向上拐点趋势已现。
推荐标的: 龙蟠佰利。

2) MDI: 供给端由于新建一套 MDI 的装置, 从动工到投产至少 3-5 年, 未来 3 年全球实际 MDI 新增产能较为有限, 同时海外装置多数已超长期服役, 也带来较大不确定性。需求端, MDI 海外需求最低迷阶段已过, 随着全球经济缓慢复苏, MDI 销量将持续呈边际改善趋势, 供需将持续保持紧平衡。
推荐标的: 万华化学。

3) 轮胎: 海外开工不足叠加内需好转, 供需改善下轮胎持续受益。需求端, 国内乘用车产销复苏, 内需改善趋势明显。供给端受益于海外轮胎龙头开工不足, 轮胎出口数量增速将持续回升, 2020 年 10 月共出口轮胎 59.09 万吨, 同比增长 24.75%。
推荐标的: 玲珑轮胎。

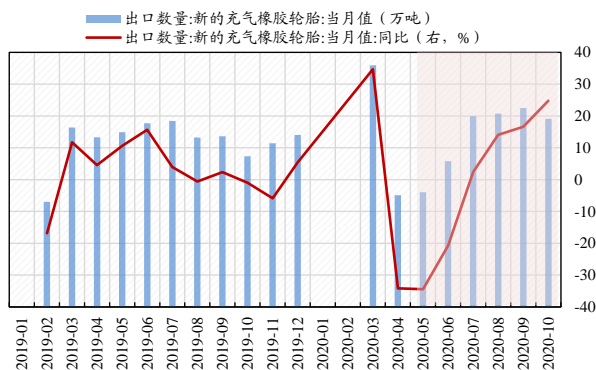
4) 纺服链: 需求端冷冬叠加海外疫情国家订单部分转移至国内, 同时海外需求边际改善、疫苗落地后经济复苏, 预计长丝行业景气度将继续好于往年。供给端为民营企业主导的寡头竞争局面。当前涤纶长丝价格、价差目前处于低位。油价上行价格有弹性, 盈利好转的同时带动下游补库。
推荐标的: 桐昆股份。

图 49: 钛白粉: 海外需求复苏是核心



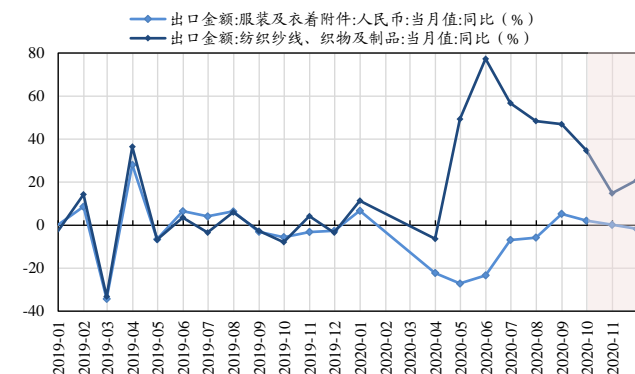
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 50: 轮胎: 海外产能不足, 出口增速持续恢复



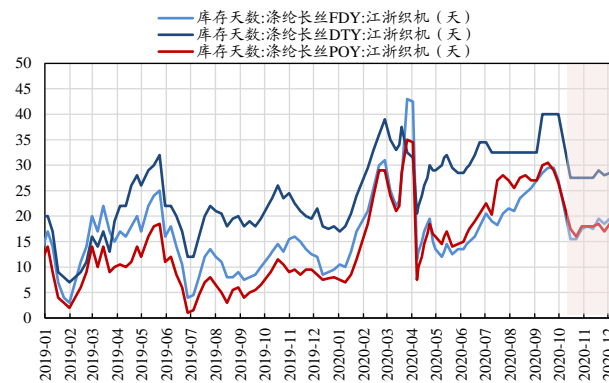
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 51: 纺织景气度好于服装



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 52: 涤纶长丝库存位于低位



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

5.4. 金股组合

表 26: 金股组合盈利预测表

	股票代码	股票名称	行业	总市值 (亿元)	收盘价	EPS			PE			评级
						2020 E	2021 E	2022 E	2020E	2021 E	2022 E	
逻辑一	600258.S H	首旅酒店	休闲服务	233.79	23.67	-0.45	0.83	1.03	-	20.37	16.33	增持
	601888.S H	中国中免	休闲服务	4241.75	217.25	3.82	5.79	6.79	51.33	33.93	28.91	增持
	600690.S H	海尔智家	家用电器	1766.43	27.66	1.11	1.43	1.67	21.63	16.76	14.14	增持
	0175.HK	吉利汽车	汽车	2262.54	23.05	0.81	1.19	1.51	26.14	17.69	13.94	增持
	000625.SZ	长安汽车	汽车	1123.68	23.72	0.60	0.64	1.04	17.69	16.57	10.15	增持
	600933.S H	爱柯迪	汽车	139.87	16.26	0.57	0.69	0.79	17.87	14.62	12.87	增持
逻辑二	600438.S H	通威股份	电气设备	1514.32	33.64	1.13	1.23	1.24	26.12	24.02	23.68	增持
	601012.S H	隆基股份	电气设备	2928.78	77.65	2.14	2.88	3.63	35.47	26.35	20.94	增持
	300274.SZ	阳光电源	电气设备	894.45	61.38	1.36	1.75	2.17	33.41	25.96	20.87	增持
	300724.SZ	捷佳伟创	机械设备	464.97	144.75	1.88	2.42	3.13	48.02	37.41	28.89	增持
	300750.SZ	宁德时代	电气设备	6755.24	289.99	2.44	3.14	3.99	84.04	65.29	51.33	增持
	002594.SZ	比亚迪	汽车	4617.34	176.00	1.67	2.17	2.66	100.78	77.28	63.10	增持
	300073.SZ	当升科技	化工	259.85	59.50	0.80	1.03	1.38	50.63	39.34	29.40	增持
	300037.SZ	新宙邦	化工	415.72	101.20	1.28	1.60	2.12	44.74	35.62	26.99	增持
逻辑三	601899.S H	紫金矿业	有色金属	2201.30	9.19	0.23	0.35	0.49	26.75	17.85	12.74	增持
	000807.SZ	云铝股份	有色金属	265.90	8.50	0.28	0.55	0.90	20.29	10.18	6.25	增持
	002601.SZ	龙蟠佰利	化工	641.10	31.55	1.58	1.93	2.14	13.58	11.13	10.02	增持
	600309.S H	万华化学	化工	2734.72	87.10	2.79	4.71	4.93	28.16	16.70	15.95	增持
	601966.S H	玲珑轮胎	化工	443.92	32.32	1.67	1.90	2.22	19.59	17.15	14.68	增持

	601233.S H	桐昆股 份	化工	408.06	19.12	1.54	2.15	2.60	9.82	7.03	5.83	增 持
--	---------------	----------	----	--------	-------	------	------	------	------	------	------	--------

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

注：总市值与收盘价数据截至至 2020 年 12 月 18 日，吉利汽车数据单位为港元。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	股票投资评级	
	行业投资评级	
	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		