

分析师：李俊松

执业证书编号：S0740518030001

电话：

Email：

研究助理：郭亮（责任编辑）

电话：010-59013914

Email：guoliang@r.qizq.com.cn

欢迎关注中泰研究所订阅号



晨报内容回顾：

今日预览

今日重点>>

- 【银行】戴志锋、贾靖（研究助理）：邮储银行 A 股 IPO 到底哪里不一样？20191127
- 【电新-恩捷股份(002812)】苏晨、邹玲玲：湿法领先全球供应，成本制胜铸就龙头-20191127
- 【轻工】徐稚涵、郭美鑫（研究助理）：床垫行业深度报告（三）：从消费频次、规模效应看赛道优势-20191127
- 【公用-中国广核(003816)】李俊松、王瀚（研究助理）：深度报告：业绩稳健、稳步成长的核电龙头-20191126

重点行业透视>>

- 【宏观】梁中华：利润持续下滑，转机来自政策——19年10月工业企业利润数据点评
- 【政策】杨畅：利润增速继续回落，新兴产业仍是重点——10月规上工业企业利润数据点评及政策展望

研究分享>>

- 【策略】陈龙、卫辛（研究助理）：融资余额回升，MSCI 扩容在即——资金面周观察-20191127
- 【计算机-四维图新(002405)】闻学臣、杨亚宇（研究助理）：打破国外垄断，TPMS 研制成功-20191127

今日重点**▶【银行】戴志锋、贾靖（研究助理）：邮储银行 A 股 IPO 到底哪里不一样？20191127**

基本面不一样：具有零售特色的成长性国有大行。邮储银行为全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型零售商业银行。零售特色鲜明，负债端有较深的护城河，资产质量优异，盈利能力逐步提升，是具有差异化特色的国有大行。

AH 溢价不一样：A 股定价更合理。从近期回 A 的几家上市银行看，邮储银行 A 股定价溢价率较低，仅为 25%，且今年来 H 股表现显著优于市场及板块。目前 A 股银行板块内估值分化明显，零售银行有明显的估值溢价。邮储银行具有天然的零售银行禀赋，后期潜能释放有望带来更高的估值溢价。此外从业绩增长和分红角度看，邮储银行的定价也具有合理性，具有较强的安全边际。

发行方案不一样：战略配售护航后市表现。邮储银行战略配售数量约占发行总量的 40%，获配股票锁定期不低于 12 个月，起到了压舱石的作用，是后市表现稳定的重要支撑。此外 70% 的网下配售股份的锁定期为 6 个月。行使“绿鞋”后，发行总量中有近 45% 实现分期锁定，可有效减小流通盘带来的抛压。

绿鞋机制带来不一样：43 亿绿鞋资金和稳定股价承诺，平抑波动。邮储银行引入绿鞋机制，新股发行后 30 天之内，如果股价出现低于发行价的情况，将有 43 亿的绿鞋资金入场。10 年来 A 股仅有 3 单 IPO 设置了绿鞋：工商银行（2006 年）、农业银行（2010 年）和光大银行（2010 年），均在上市 30 天内全额执行，在“绿鞋”行使期内股价均表现良好，平均股价涨幅超过 10%。

投资建议：邮储银行为全国营业网点数最大、覆盖面最广的大型零售商业银行。零售特色鲜明，负债端有较深的护城河，资产质量优异，盈利能力逐步提升，是具有差异化特色的国有大行。总体看，邮储银行估值的安全边际高，看好邮储银行未来的稳健、持续的收益。

风险提示：代理网点业务开展不及预期、政策变动超预期。

▶【电新-恩捷股份(002812)】苏晨、邹玲玲：湿法领先全球供应，成本制胜铸就龙头-20191127

全球湿法隔膜龙头。自上海恩捷 2010 年成立之初，定位于高端湿法隔膜，目前是国内湿法隔膜领域绝对龙头，收购捷力后国内市占率超 50%，其规划产能已达全球第一。

湿法隔膜，高壁垒构筑行业护城河。行业需求：在欧洲超严碳排放法规、中国双积分政策拉动下，全球电动化加速，我们预计 20/21 年全球新能源汽车销量分别为 365/498 万辆，对应动力电池湿法隔膜需求分别为 26/35 亿平米（全球锂电湿法隔膜需求 49\64 亿平，同比+43%/30%）；竞争格局：全球动力锂电集中度高，海外电动化加速下 LGC、松下供应链弹性高，同时隔膜国内恩捷一超多强，凭借成本+规模优势海外渗透率提升。

“技术+成本+规模+客户优势”，供货海外锂电巨头份额提升。公司核心竞争优势：

1) 技术引领，产品品质高：核心高管均具有技术背景；隔膜产品丰富+技术领先+产品品质高（获得锂电龙头认可）；

2) 产能规模全球第一，规模效应凸显，且拟收购苏州捷力，加速行业整合提升议价权。

3) 成本制胜，良品率是关键：技术工艺+领先设备成就高良品率，且规模优势助力成本显著低于同行，2019 年前三季度毛利率维持 61%；

4) 客户优势：“动力+消费”并进，未来有望凭借“大规模供货能力+成本优势+产品品质”持续开拓国内外高端动力类+消费类锂电客户。目前公司国内以 CATL、万向、比亚迪、国轩、孚能为主，海外是 LGC、松下、三星 SDI 等为主，通过收购捷力，与帝人合作涂覆膜将加速海外高端市场开拓，提升海外份额，带来业绩弹性；

投资建议：公司作为湿法隔膜全球龙头，产能规模全球第一，拟收购捷力加速行业整合提升议价权，未来有望凭借“技术+成本+规模+客户优势”，在“动力+消费”领域并进，同时与帝人合作有望加快海外锂电供应，提升海外供货份额，贡献业绩弹性。考虑海外出货进展，我们预计公司 2019-2021 年将分别实现净利润 9.0//11.65/15.5 亿元。

风险提示：业绩承诺不及预期，新能源汽车政策不及预期、产销不及预期、竞争加剧导致产品价格大幅下滑风险、产能投放不及预期

►【轻工】徐稚涵、郭美鑫（研究助理）：床垫行业深度报告（三）：从消费频次、规模效应看赛道优势-20191127 如何看待床垫的消费特点？成熟床垫市场以更新置换需求为主，有效平滑地产波动。1) 参考美国家居建材市场和韩国汉森发展历史经验：存量房市场足以支撑家居消费总量，但平滑地产波动的核心是品类消费频次。2) 对应到床垫，成熟的美国床垫市场 80%消费需求来自存量置换。复盘 1980 年至今美国床垫批发市场增速，整体与 GDP 高度相关，好于同期住宅销售（含二手房交易）增速。3) 来自下游渠道的验证：具有频次支撑的消费品降低了终端渠道对范围经济的依赖。耐用消费品的产品消费特征会一定程度影响下游销售渠道结构。从美国市场看，前十大家居销售商中，床垫是唯一具备单品销售商的品类。美国床垫市场 40%床垫销售来自以 mattress firm 为代表的床垫专营销售商。我们认为，在运营成本偏高的美国家居零售市场出现单品零售商的核心原因在于：a) 功能性单品的品类溢价，渠道高加价倍率；b) 前端销售具备规模效应，不受人效限制。c) 消费频次高于木质、成品家具，相对稳定的市场需求保障单品类零售商运营的可持续性，降低经营难度。此外，床垫作为偏高频标品的另一面是渠道壁垒相对较低，难以摆脱电商渠道的冲击。如何看待床垫的规模效应？生产端规模效应：我们从生产端人工占比、人均产出和周转效率三个维度对 A 股家居细分行业进行比较研究，探讨床垫生产的规模效应。1) 跨品类对比：床垫是高效生产的家居品类。生产端人工占比与高度柔性化的定制家居基本齐平，人均产出领先定制和沙发。2) 品类内个股比较：不同企业之间生产端仍存相对优势。同为床垫制造商，梦百合在以代工业务为主的营收结构下，生产端人均创收超过喜临门，反映其后端制造优势。3) 具备库存，周转弱于定制。销售端规模效应：床垫的规模效应不仅体现在生产端，销售端规模效应也较为明显，体现为门店销售天花板高，核心是产品优势和品牌溢价。我们对比美国 Top2 综合类家居销售商和床垫销售商，整体坪效均在 2000 美元/m²/年以上。进一步分析坪效超过一万美元的 Sleep Number（床垫制造品牌销售商），高单店销售额下渠道门店单店利润在 80-100 万美元，核心来自产品优势和品牌溢价。相关标的：零售恢复+具备预期差——喜临门；高效生产+自主品牌培育——梦百合风险提示：竞争加剧、利润率下滑；下游房地产市场不景气；内销市场拓展不及预期。

►【公用-中国广核(003816)】李俊松、王瀚（研究助理）：深度报告：业绩稳健、稳步成长的核电龙头-20191126

公司简介：核电领域龙头、业绩持续增长。公司是中国核电行业最主要的参与者之一，管理的在运、在建核电装机容量份额为国内市场第一。中国广核集团是公司控股股东，持股比为 57.78%，集团已经明确公司是集团核能发电业务最终整合的唯一平台。近年来由于在建核电机组陆续投产，公司营收一直呈现增长态势，2017、2018 以及 2019 年前三季度营收增长率分别为 38.17%、11.38% 和 18.6%。此外，公司的销售毛利率、销售净利率和 ROE 等盈利能力指标一直保持相对稳定，资产负债率也随在建机组投产不断下降，表现出良好的势头。

装机占据国内核电装机半壁江山、后续仍有增量。由于投资、技术以及行政准入的三重壁垒，国内核电行业的竞争格局较为良性，呈现出中国广核、中国核电的双寡头竞争格局，两者合计市场份额占比为 97.17%（公司占比为 54.42%）。公司大部分核电机组均于近 5 年投产，2013-2019 年核电装机年复合增长率为 23.7%。当前公司在建核电机组主要为红沿河 5、6 号机组（预计将分别于 2020 年、2021 年投产）；防城港 3、4 号机组（预计将于 2022 年投产），4 台机组总装机容量为 459.8 万千瓦，占目前公司核电总装机的 16.9%。

政策收紧多年后重启核准，沿海地区电力供需偏紧或成为发展契机。2011 年前是国内核电核准的高峰时期，发改委和国家核安全局核准了一大批核电项目。2011 年后由于“四万亿”潮水退去，中国经济增速放缓，电力供需格局趋于宽松，高能量密度的核电建设必要性下降加之 2011 年日本福岛核电站泄露事故引发对于核电安全性的再思考作为催化剂，国内放缓了核电项目核准的节奏，自

2015年后已经三年“零核准”，政策端的收紧体现了政府对于核电发展的谨慎态度。2019年国家重启核电核准，广东惠州太平岭、福建漳州和山东荣成项目获得核准开工，三个项目分别隶属中广核集团、中核集团、国电投集团，呈现三足鼎立的态势。展望未来，考虑到目前沿海省份依然存在电力供需偏紧的问题，核电由于其固有特性（需水循环散热）本就是最适合沿海地区发展的发电方式，后续若沿海地区电力供需进一步趋紧，或许为行业装机核准带来机会。

盈利能力：电价预计平稳下降，成本结构稳定。电价方面，现行核电上网标杆电价始于2013年，发改委核定全国核电标杆上网电价为每千瓦时0.43元，核电标杆上网电价高于机组所在地燃煤机组标杆上网电价的地区，新建核电机组投产后执行当地燃煤机组标杆上网电价，公司机组目前在运各机组上网电价基本在0.41-0.43元/千瓦时。尽管近年来公司市场电比例在不断扩大，但由于市场竞争更加趋于理性、出清价差总体上也是在收窄后逐渐趋于稳定导致整体电价降幅逐渐收窄。我们判断未来公司市场电更多将呈现出比例稳步提升、让利幅度维稳甚至小幅收窄的趋势。成本方面，近年来公司电力销售业务成本构成以及各项成本占总成本比例基本相同，其中核燃料成本和固定资产折旧合计占比近60%。考虑到公司通过与铀业公司签订长期的核燃料采购与供应服务协议，并通过铀业公司就转化浓缩服务及燃料组件加工服务与原子能公司、中核建中签订长期合同的方式保障了核燃料长期稳定、经济的供应以及折旧成本本身就较为稳定，公司成本未来大幅波动的风险较小。

投资策略：业绩稳健、稳步成长的核电龙头。存量方面，虽然随着市场电比例的不断上升公司电价存在小幅下滑可能，但市场电的让利幅度预计将维持稳定甚至继续小幅收窄且成本端预计较为稳定，因此未来公司盈利能力将维持在较高水平，业绩相对稳健。此外，未来3年公司仍将有新机组陆续投产叠加2019年新核准的机组保证了公司远期的业绩增长，作为核电龙头公司未来仍将稳步成长。我们预计公司2019/20/21年实现归属于母公司股东净利润分别为98.64/108.18/117.00亿元，折合EPS分别是0.20/0.21/0.23元/股。

风险提示：行业政策调整风险；税收优惠政策调整风险；核安全风险。

重点行业透视

►【宏观】梁中华：利润持续下滑，转机来自政策——19年10月工业企业利润数据点评

【1】企业利润跌幅扩大，市场需求下滑。

根据国家统计局公布的最新数据，19年1-10月全国规模以上工业企业实现利润总额50151亿元，累计同比下降2.9%，降幅扩大0.8个百分点，其中10月利润总额同比下降9.9%，降幅继续扩大（上月-5.3%）。从具体企业类别来看，国企、股份制及私营企业利润增速下滑，外商投资企业利润降幅收窄。利润总额增速跌幅扩大主要受工业品出场价格跌幅扩大影响，反映市场需求不足。

【2】行业表现分化，新经济维持高增。

从行业来看，上游行业表现分化，石油加工利润同比降幅扩大至51.2%，供给压制减弱使得黑色金属冶炼利润进一步承压，同比降幅扩大至44.2%。汽车、电子行业利润回暖，汽车制造业利润同比下降14.7%，收窄1.9个百分点，电子设备制造业利润同比增长6%，增速提高2.4个百分点。新经济保持高速增长，电气机械、专用设备等行业利润增长较多，分别为15%和12%。在41个工业大类行业中，利润总额同比减少的行业较前9月持平为11个。经济整体需求并未企稳，同时房地产周期向下，决定了经济下行压力仍大。

【3】经济恐难企稳，转机来自政策。

从外部来看，在全球经贸一致降温，特朗普面临选举压力的情况下，我们判断中美贸易问题短期趋于缓和。内部来看，我们认为，在地产经济逐步回落的情况下，宏观经济恐难企稳，而政策上进一步放松的概率反而在提高。展望未来我们认为在基本面回落的情况下，能够主导股债行情的因素更多来自政策，一是中美贸易缓解，二是货币进一步宽松，三是房住不炒大基调下的房地产政策边际调整。第一个双方在积极争取；第二个可能会做得更快一些，中国的降息周期才刚刚开始；第三个

还要等待一段时间，预计后续部分压力较大的城市会陆续调整，更全面的政策调整可能要到明年下半年。

风险提示：政策变动、经济下行。

►【政策】杨畅：利润增速继续回落，新兴产业仍是重点——10月规上工业企业利润数据点评及政策展望

事件：2019年1-10月，全国规模以上工业企业实现利润总额50151.0亿元，同比下降2.9%，降幅较1-9月份扩大0.8个百分点。

点评：

【1】当月跌幅扩大。10月规模以上工业企业利润当月同比下降9.9%，较上月扩大4.6个百分点。根据累计值折算得到的当月同比增速为下降10.8%，较上月扩大6个百分点。

【2】量价同缩。1-10月份，规模以上工业企业实现营业收入85.66万亿元，同比增长4.2%；发生营业成本72.19亿元，同比增长4.5%；折算当月营业收入、营业成本同比增长1.4%、1.6%，均较上月回落1.7个百分点；考虑到价格因素后，销量及用量同比增长3.0%、3.7%，均较上月回落1.3个百分点。

【3】利润率回落。10月末营业收入利润率为5.85%，较上月回落0.06个百分点；每百元营业收入中的成本为84.28元，较上月下降0.06元。

【4】产成品存货走升。10月末应收票据及应收账款17.46万亿元，较上月末提高0.23万亿元，同比增长3.5%，较上月回落1.1个百分点。产成品存货43170.1亿元，较上月末增加786.8亿元，同比增长0.4%，较上月回落0.6个百分点。

【5】私企利润增速回升。国企当月同比下降40.1%，较上月扩大24.1个百分点；私企当月同比增长4.3%，较上月回升7.4个百分点；股份制企业同比下降14.5%，较上月扩大5.5个百分点；外企同比下降2.1%，较上月回落9.4个百分点。

【6】销量增速回落，产成品存货走升，PPI仍然处于负增长区间，表明工业生产仍处供过于求阶段。工业尤其是制造业，是确保宏观经济稳定 and 高质量发展的重要支撑，现阶段总量政策刺激工业生产的作用有限，只有通过大力度的结构性政策，才能释放增长空间。另外，传统制造业表现乏力，但战略性新兴产业、高技术制造业有望得到政策支持。

风险提示：政策变动风险。

研究分享

►【策略】陈龙、卫辛（研究助理）：融资余额回升，MSCI扩容在即——资金面周观察-20191127 金融市场流动性：

货币市场方面，本周资金面重回宽松，14天内价格普遍回落。值得关注的是，本周央行重启逆回购并将7天逆回购利率从2.55%下调至2.50%。超市场预期，债券做多热情重启，10年期国债收益率下行6BP，短端利率在宽松资金面的加持下同步下行，期限利差维持平稳。

股票市场流动性：

本周股市流动性小幅回升。具体来说，资金流入方面，北上资金本周累计净流入57亿（前值18亿），新发基金（股票+混合）111亿（前值98亿），融资余额增加19亿（前值-27亿）。资金流出方面，本周产业资本净减持103亿（前值-64亿），IPO发行75亿（前值44亿）。

值得关注的是，下周即将迎来MSCI年内最大扩容。生效后，A股纳入比例由15%提升至20%，中盘股也将以20%的比例首次纳入。今年以来，境外投资者通过QFII、RQFII和陆股通合计持有A股市值从年初的1.3万亿上升至3季末的1.8万亿，占A股总市值比值也从年初的2.7%上升至3%。

海外市场：

本周美元兑人民币中间价均值为 7.01，上周均值 7.00，10 月均值为 7.07，9 月平均 7.08。CFETS 人民币汇率指数 11 月 22 日收于 91.6，上周为 91.9，10 月均值为 91.1，9 月平均 91.2。美债方面，长端收益率下降，短端收益率上升。中美 10Y 国债之差走阔至 141bp。

风险提示：政策监管超预期的风险。本报告主要是在目前政策环境下对股市流动性的判断，若未来政策监管超预期调整，则对股市流动性可能需要进一步判断分析。

► **【计算机-四维图新(002405)】** 闻学臣、杨亚宇（研究助理）：**打破国外垄断，TPMS 研制成功-20191127**

打破国外垄断，TPMS 落地。2019 年 11 月 26 日，公司公告称，全资子公司杰发科技自主设计的胎压监测传感器芯片研制成功并具备了量产能力。公司自主设计的该款胎压监测传感器芯片是中国品牌自主设计且推向市场的车规级 TPMS（胎压监测传感器芯片）全功能单芯片解决方案，是国产全集成高精度压力传感器、双轴加速度传感器、温度传感器、LF&RF（高频射频技术及低频射频技术）于一体的高性能胎压监测专用芯片。此次，杰发科技胎压监测传感器芯片研制成功，并获得数万颗量产订单，打破了胎压监测传感器芯片目前基本由外国厂商垄断的局面。

国家要求强制安装 TPMS，公司或将受益。胎压监测系统是继 ABS、安全气囊后的第三大汽车安全系统。2011 年，国家出台了 TPMS 的推荐性标准，2016 年 9 月 27 日，国家发布了 TPMS 国家强制性标准，要求从 2019 年 1 月 1 日起，所有国内新认证车辆强制安装，2020 年 1 月 1 日起，所有在产车辆强制安装。在自主可控的大背景下，杰发科技的车规级 TPMS 打破国外垄断并研发成功。我们认为，公司有望在 TPMS 国家强制性政策正式施行时，在国内获得较高的市场份额。

华为采购公司高精度地图数据产品和服务。2019 年 11 月 19 日，公司公告称，收到华为关于采购公司规定区域内自动驾驶地图数据的申请。公司将为华为提供高精度地图测试验证服务，同时，双方将共同完成华为自动驾驶验证项目，推进华为自动驾驶项目落地。我们认为，公司自动驾驶地图数据及服务的研发实力和产品性能已获得业界权威认可，或将增强公司自动驾驶产品的市场竞争力，也有利于双方在自动驾驶领域展开合作，并推动自动驾驶在中国的加速落地。

盈利预测与投资建议。公司是国内自动驾驶产业核心标的，随着高精度地图、自动驾驶业务的稳步推进，TPMS 等芯片的逐步出货，未来公司业绩或将迎来重要拐点。我们预计，公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.75 亿元、4.68 亿元、5.85 亿元，EPS 分别为 0.29 元、0.36 元、0.45 元。

风险提示。研发投入变现速度不及预期的风险，乘用车销量不及预期的风险，行业内竞争加剧的风险，参股或控股公司亏损超过预期的风险。

重要声明：

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

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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