

2019年11月01日

# 晨会纪要(2019年11月01日)

# 晨会纪要

## 今日要点:

- 【宏观策略】制造业 PMI 回落受季节性影响较大，外需仍承压
- 【宏观策略】美联储如期降息，鲍威尔发言解除加息担忧
- 【公司评论】中国中车(601766): 扣非净利快速增长，整合成效已现
- 【公司评论】金风科技(002202): 风电抢装在即，毛利率环比提升
- 【公司评论】隆基股份(601012): 业绩符合预期，产能持续扩张
- 【公司评论】国泰君安(601211): 业绩不及预期、短期或拖累估值下滑
- 【公司评论】新华保险(601336): Q3 新单承压、NBV 增速主要依靠 NBVM 支撑
- 【公司评论】老百姓(603883): 业绩符合预期，加盟门店持续扩张
- 【公司评论】苹果第四财季业绩点评

## 财经要闻:

- 1、十九届四中全会：必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用
- 2、国务院：《中华人民共和国食品安全法实施条例》公布 12 月起施行
- 3、商务部：中美双方经贸团队牵头人本周五（11 月 1 日）将再次通话
- 4、教育部：到 2021 年完成四千门左右国家级线上一流课程
- 5、工信部：明年将会是 5G 基站大规模建设期
- 6、工信部：支持金融部门运用区块链等新一代信息技术
- 7、央行：11 月将“上链”贸易金融区块链平台再贴现快速通道
- 8、统计局：中国 10 月官方制造业 PMI 为 49.3，非制造业 PMI 为 52.8
- 9、统计局：前三季度全国规模以上文化及相关产业企业营业收入增长 7.6%
- 10、上交所：将继续完善境外投资者服务体系持续吸引外资参与 A 股市场
- 11、外管局：9 月我国国际收支口径的国际货物和服务贸易顺差 1753 亿元
- 12、中南六省（区）加强重大动物疫病区域化防控变“调猪”为“运肉”
- 13、多地 LNG 出厂挂牌价上调指数涨幅已近四成
- 14、全国畜牧业机械化现场会提出 力争 2025 年畜牧养殖机械化率达 50%
- 15、上海：自贸区探索新举措支持离岸转手买卖贸易发展
- 16、上海：发放 21 张进博会婴幼儿配方乳粉产品临时“身份证” 从展示到进口加快上市速度
- 17、科创板表现不佳，除上市新股外，仅 1 股收涨
- 18、上证综指收盘跌 0.35%，报 2929.06 点
- 19、恒生指数收盘涨 0.9%，报 26906.72 点
- 20、道指跌 0.52%，报 27046.23 点

## 重点公告:

- 长城动漫：前三季度净利润为亏损 3910.12 万元
- 圣邦股份：持股 4.25% 股东世纪维盛拟清仓减持

## 分析师

盖斌赫  
 SAC 执业证书编号：S091051680002  
 gaibinhe@huajinsec.cn  
 021-20377177

## 国内市场表现

指数	收盘	涨跌幅
沪深 300	3886.75	-0.12%
上证综指	2929.06	-0.35%
深证综指	1616.19	-0.76%
恒生指数	26906.72	0.90%
中小板指数	6149.60	-0.81%
创业板指数	1671.31	-0.76%
新三板做市指数	819.03	-0.66%

## 行业表现前五名

行业	1 周	3 个月	1 年
家电(中信)	2.1%	5.9%	41.7%
食品饮料(中信)	1.9%	9.4%	75.3%
医药(中信)	1.3%	12.5%	27.5%
餐饮旅游(中信)	0.0%	-0.1%	31.9%
传媒(中信)	-0.6%	4.2%	8.2%

## 行业表现后五名

行业	1 周	3 个月	1 年
房地产(中信)	-3.0%	-1.3%	14.4%
纺织服装(中信)	-2.9%	-1.9%	5.5%
钢铁(中信)	-2.6%	-7.6%	-16.8%
机械(中信)	-2.6%	-3.8%	15.9%
建筑(中信)	-2.6%	-6.7%	-4.1%

东方金钰：股东“兴龙实业”拟减持不超 3%

蓝英装备：控股股东及其一致行动人拟减持不超 6%

圣农发展：股东计划减持不超过公司总股本的 6%

云南白药：5%以上股东平安人寿近期减持公司 1%股份

**【行业公司评论】**

制造业 PMI 回落受季节性影响较大，外需仍承压

杨谱 021-20377063 yangpu@huajinsc.cn

## 投资要点

事件：2019年10月中国制造业 PMI 49.3，前值 49.8，预期 49.8，非制造业 PMI 52.8，前值 53.7，预期 53.6。

点评：1、10月 PMI 分项中，在手订单和从业人员均较上月上升，生产、新订单、新出口订单、产成品库存、采购量、进口、出厂价格、主要原材料购进价格、原材料库存、供货商配送时间和生产经营活动预期环比上月回落，经济景气度下降。

制造业 PMI 回落受季节性影响较大。由于 PMI 一般比较的是环比变化，事实上因 9 月季末冲量和 10 月国庆长假的影响，10 月景气度一般较 9 月为弱。从工作日天数看，今年 10 月工作日天数为 19 天高于去年的 18 天，有利于经济数据同月的增长。从高频数据看，10 月六大发电集团日均耗煤量环比少增 7.43%，但同比多增 19.29%，同比增速较 9 月大幅加速 14.09 个百分点。自有数据以来的 2005 年至今，15 年中 9 年 10 月 PMI 较 9 月回落，1 年持平，5 年上升，其中 5 年的上升有 4 年处于 PMI 上升通道之中，9 年回落的均值为少增 1.87 个百分点，显示本次制造业 PMI 回落季节性影响较强。

两个方面值得注意，一是产成品库存 PMI 增加，并不意味着企业主动去库存结束，新订单和新出口订单仍低于枯荣线的位置回落看企业主动去库存仍将持续；二是从业人员 PMI 连续 2 个月上升，从去年以来稳就业一直是“六稳”中的第一位，在经济下行和通胀上行阶段稳就业的重要性更加凸显，预计对企业尤其是中小型企业和民营企业的政策支持力度仍会加大。

2、10 月企业主要原材料购进价格 PMI 较前值下降 1.8 个百分点，出厂价格 PMI 较前值下降 1.9 个百分点。10 月原材料购进价格 PMI 和出厂价格 PMI 之差为 2.4，前值为 2.3，连续 2 个月走阔，中、小型企业盈利承压。从 PPI 同比的走势判断，年底 PPI 同比因翘尾因素快速提升或加速，有利于企业进出场价格 PMI 之差收窄，企业盈利大概率年底企稳反弹，财新 PMI 近期提升明显和 BCI 反弹均指向中小企业经营情况近期好转。

数据显示，10 月大、中、小型企业 PMI 分别为 49.9、49.0 和 47.9，中、小型企业景气度连续 14 个月和 13 个月位于枯荣线下方，10 月大型企业和小型企业景气度环比下降 0.9 和 0.9 个百分点，中型企业景气度环比上升 0.4 个百分点。就企业以所有制分类的景气度分项看，大型企业各分项景气度中生产、新订单、新出口订单、原材料库存和生产经营活动预期均环比下滑，进口环比上升；中型企业生产和原材料库存景气度环比上月下降，新订单、新出口订单和生产经营活动预期环比上升，小型企业生产、新出口订单和生产经营活动预期景气度较上月环比回升，进口环比上月下降。

3、内需和外需边际较大幅度转弱，内需有转好基础，外需仍有下行压力。10 月新订单 PMI 49.6，较前值下降 0.9 个百分点，虽然国家多次会议强调扩内需，促消费的政策不断出台，但内需仍较疲软，我们预计，年底 PPI 同比大概率上升有利于企业盈利增速反弹，叠加年底名义 GDP 增速可能反弹或使内需有所回暖，近期财新 PMI 回升明显已指示中小企业生产活动活跃。新出口订单 PMI 47.0，较前值下降 1.2 个百分点，10 月 10-11 日中美第十三次高级别贸易磋商取得阶段性成果，由于 10 月没有新的加征关税执行，企业抢出口的动机弱化，且已加征关税对企业出口信心影响负面，叠加近期全球经济景气度仍处下行态势，全球主要经济体景气度仍处下行通道，我国外需仍有下行压力。

4、10 月非制造业 PMI 收于 52.8，较上月下降 0.9 个百分点。就分项来看，新出口订单、业务活动预期、在手订单和存货有所上升，新订单、投入品价格、销售价格和供应商配送时间有所下降，我国非制造业景气度回落。从非制造业 PMI 大类来看，建筑业景气度回升，服务业景气度回落，10 月建筑业 PMI 60.4，较上月上升 2.8 个百分点，从分项看，其景气度上升主要受业务活动预期、投入品价格、销售价格和从业人员景气度上升推动，而建筑业新订单、新出口订单和业务活动预期景气度下行对建筑业景气度形成拖累，近期房地产竣工面积同比回升明显，房屋新开工面积同比并没有反弹的迹象，基建投资平稳，从侧面印证了 10 月建筑业新订单 PMI 的下滑，投入品价格和销售价格景气度上升是建筑业景气度回升的主要原因，在建筑业需求转弱的背景下（受房地产被排除在短期刺激经济的手段外和基建投资年底或环比转弱影响），建筑业景气度或有下行压力。10 月服务业 PMI 录得 51.4，较前值下降 1.6 个百分点，其下降主因服务业新订单、投入品价格、销售价格和从业人员景气度下跌，服务业新出口订单和业务活动预期景气度上升较多。

风险提示：流动性紧张超预期；出口环境不确定性冲击

## 美联储如期降息，鲍威尔发言解除加息担忧

杨谱 021-20377063 yangpu@huajinsec.com

事件：北京时间 2019 年 10 月 31 日凌晨，发布美联储联邦公开市场委员会（FOMC）会议声明，美联储将美国联邦基金利率降低 25BP 至 1.50%-1.75% 区间，符合市场预期，此次降息为美联储 2008 年以来第三次降息，也是今年的第三次降息。

点评：美联储宣布将联邦目标基金利率区间下调 25 个基点至 1.50%-1.75%。

美联储投票结果显示，本次美联储票委以 8 比 2 通过此次政策决定，而上次投票比例为 7 比 3，票委对降息的分歧有所减少。

10 月会议声明对经济的判断基本和 9 月的一致，认为劳动力市场依然强劲，经济活动以温和的速度增长，平均就业增长稳健，失业率在低位。强调尽管家庭支出一直以强劲的速度增长，但企业固定投资和出口依然疲软。降息的依据主要是全球形势发展对经济前景的影响以及低迷的通胀压力。

未来降息的态度，10 月会议声明相较于 9 月，删除了“采取适当行动”以维持经济扩张的措辞。虽然会议声明暗示今年

再度降息的可能性低，但9月以来美联储官员已经充分向市场传递了这一信息，市场反应平淡。本次美联储删除“采取适当行动”以维持经济扩张的措辞，一定程度说明美联储近期不会以降息为手段达到维持经济扩张的目的，也就是说阶段性预防性降息已经结束，也一定程度说明美联储对美国经济的信心仍足，从最新发布的美国经济数据看，美国经济数据虽然转弱但好于市场预期，说明美国经济韧性足，本周三公布的美国10月ADP就业人数录得增加12.5万人，预期增加12万人，前值为增加13.5万人，下修至增加9.3万人，预期值为增加12万人。美国第三季度实际GDP年化季率初值为1.9%，高于预期的1.6%，前值为2%；第三季度实际个人消费支出季率2.9%，预期2.6%，前值4.6%。美国10月ADP就业人数增加12.5万，预期10万，前值13.5万

发布美联储会议声明后，美联储主席鲍威尔在新闻发布会上讲话，相较市场预期，鲍威尔的发言鹰派不足，在鲍威尔发言前市场对今年美联储可能加息有所担心，鲍威尔发言称：“目前没有考虑加息，未来当时机合适时，将有时来加息；在加息前需要通胀大幅走高”，至少传递了两个信息，首先，美联储目前没有考虑加息，其次，美联储加息的背景要通胀大幅走高。目前看美国9月CPI同比为1.7%，持平于8月，连续2个月没有加速，9月PPI同比1.4%，较前值下降0.4个百分点，9月PCE同比预期1.4%，连续5个月持平，在PPI同比下行明显的背景下CPI同比易下难上，叠加全球经济转弱美国投资消费数据转弱等影响通胀大幅走强的可能性很小，一定程度上大幅缓解了市场对美联储近期可能加息的担忧。

近期美联储称，将从10月15日开始每月购买600亿美元的美国国库券且至少延续至明年二季度，以增强对作为货币政策指导工具的基准利率的控制。本次鲍威尔强调国库券购买纯粹是技术性措施，(重申)不应当把这视作是量化宽松(QE)。美联储为了应对金融危机开展的大规模资产购买计划(QE)主要集中在购买长期债券上，影响长期利率，而本次“国库券购买”着重于短期国库券的购买，影响短期利率。

从对美股，美元指数和黄金的影响看，在会议声明发布之后，美股震荡略涨(不会降息符合预期)，美元指数上涨(不会降息，靴子落地)，黄金下跌(不会降息，美元走强)，在鲍威尔发表讲话后，美股(不会加息)快速上涨，黄金大幅反弹(美元计价)，美元指数(不会加息)大幅下降。

就我国的货币政策看，我们认为，我国降息降准的可能性均低。最主要的限制是CPI同比在快速上升的通道中，1月CPI同比大概率达到4%，从历史上看，CPI同比达到4%时货币政策难大幅宽松；另一方面，我国固定资产投资增速、零售增速和工业增加值增速短期都有企稳的迹象，也降低了以宽松货币政策达到维持经济增速的目的的必要性。

风险提示：经济下行超预期，外贸环境恶化超预期，金融监管程度超预期。

## 中国中车(601766)：扣非净利快速增长，整合成效已现

张仲杰 021-20377099 zhangzhongjie@huajinsec.cn

投资要点

事件：公司19Q1-Q3实现营业总收入1545.20亿元、同比增长14.15%，归母净利润84.13亿元，同比增长11.76%，扣非后归母净利润77.16亿元、同比37.07%。其中2019Q3营业总收入583.73亿元，同比增长18.95%、环比增长3.35%；扣非归母净利润34.85亿元，同比增长53.43%、环比增长26.82%。

铁路装备业务和城轨与城市基础设施业务带动业绩增长。分板块看，铁路装备业务仍为主力，实现营收885.04亿元，同比增长23.41%，毛利率24.6%，同比提升2.14pct.；城轨与城市基础设施业务增长最快，实现营收273.39亿元，同比增长31.09%，毛利率14.58%，同比增长7.93pct.；新产业营收327.41亿元，同比增长4.15%，主要系风电业务等收入增加所致，毛利率23.3%，同比下降7pct.（主要是结构变化）；现代服务业务营收59.36亿元，同比下降47.75%，主要因为缩减了物流业务。分市场看，海外业务继续拓展，实现营收130.92亿元，同比增长5.4%，占比8.47%。

整合增效期间费用有效控制，Q3盈利能力稳中有升。19Q1-Q3公司毛利率22.5%，同比下滑0.4%，净利率6.26%，同比下滑0.2pct.，扣非净利率4.99%，同比提升2.4pct.。单季度盈利能力稳中有升，公司Q3毛利率为22.7%，同比上涨0.4pct.，净利率为7%，扣非净利率为6%，同比提升1.3pct.。19Q1-Q3管理费用95.17亿元(+2.22%)，财务费用4.45亿元(-61.76%)，研发费用71.44亿元(+11.99%)，销售费用50.05亿元(+21.67%)，期间费用占收入比重为14.31%，相比全年同期下降1.81%。

资产负债结构良好，经营活动现金流净额有所减少。应收账款、存货增加，资产负债率62.29%，较年初比增加4.16pct.。偿债能力良好，流动比率1.20，速动比率0.80。经营活动现金流净流出55.35亿元，上年同期净流出7.42亿元，净流出量增加主要是销售商品、提供劳务收到的现金较上年同期减少所致。

在手订单2560亿略有下降，预期20年招标与19年持平。2019年1-9月，公司新签订单约1770亿元，其中国际业务签约额约171亿元人民币。公司9月末在手订单为2560亿元，相比去年同期的2975亿元同比有所下降，其中机车220亿元，动车280亿元，客车90亿元，货车120亿元，城轨1520亿元，新产业330亿元。2020年机车、货车及动车招标预期与19年基本持平。铁路方面，中国铁路营业里程/货运量/高铁营业里程2020年预计达到15万公里/47.9亿吨/3万公里，保障对铁路装备的需求。城市轨道交通方至2020年预计运营里程将超过6000公里，需求广阔。

投资建议：公司是全球轨道交通行业龙头企业，地位稳固。考虑到公司对2020年铁路领域车辆设备的指引，以及维修维保也将逐渐进入四级和五级修密集期对收入的贡献，我们预计公司2019-2021年EPS分别至0.46/0.51/0.58元，对应

PE 分别为 18.6/16.6/14.6x，维持公司增持-A 评级。

风险提示：宏观经济增长放缓；铁路装备招标不及预期；海外市场拓展不及预期；中美贸易摩擦风险；产品质量风险；汇率风险

### 金风科技(002202)：风电抢装在即，毛利率环比提升

肖索 021-20377056 xiaosuo@huajinsec.cn

投资要点

事件：公司 2019 年三季报披露，Q1-Q3 实现营业收入 247 亿元，同比增长 39%；实现归母净利润 15.9 亿元，同比减少 34%；其中，2019Q3 实现营收 90 亿元，同比增长 33%，环比减少 13%；Q3 归母净利润 4.1 亿元，同比减少 54%。

在手订单持续创新高，风机价格持续上行：截至 2019 年 9 月 30 日，公司在手外部订单合计 22.8GW，同比增长 25%，持续刷新历史纪录。其中 2.5S 机组订单约 9.7GW，同比增长 142%，占比 42%，同比增加 20pct，取代 2S 机组成为最主要的机型；3S 机组订单约 5.8GW，同比增长 315%，占比 26%；6S 机组订单约 1.1GW，同比增长 125%。公司 Q3 综合毛利率 19.12%，环比增加 1.17pct，Q3 风机中标价格继续上行，有助未来风机业务毛利率环比持续上行。

持有风电场容量稳定增长，利用小时高于行业平均水平：截至 2019 年 9 月 30 日，公司累计并网风电场容量 4596MW；三季度公司新增并网容量 195MW。公司国内在建容量 1390MW，国际在建容量 1224MW。公司新增风电场大部分在低弃风率地区，前三季度平均利用小时 1675h，高于行业平均值 1519h。

各项费用下降，经营活动现金净流入大幅增长：公司 Q3 销售费用、管理费用、财务费用分别同比下降 13%、15%、16%，费用率分别同比下降 2.88pct、2.24pct、1.28pct；Q3 实现经营活动现金流净额 35.88 亿元，同比增长 120%，环比增长 436%，风电行业景气度持续上升。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 28.2 亿元/42.3 亿元/49.0 亿元，对应每股收益分别为 0.67 元/1.00 元/1.16 元，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：风电装机量不及预期；风机价格下滑。

### 隆基股份(601012)：业绩符合预期，产能持续扩张

肖索 021-20377056 xiaosuo@huajinsec.cn

投资要点

事件：2019 年 10 月 30 日，公司披露三季报，2019Q1-Q3 实现营业收入 226.9 亿元，同比增长 55%，实现归母净利润 34.8 亿元，同比增长 106%。其中，Q3 实现营业收入 85.8 亿元，同比增长 84%，实现归母净利润 14.75 亿元，同比增长 284%，环比增长 6%，符合预期。

硅片在手订单饱满，盈利能力增强：公司 Q3 毛利率 29.93%，环比增加 1.88pct。由于公司 Q3 硅片价格稳定，Q3 毛利率环比增加，主要是受益于工艺升级带动非硅成本下降。9 月公司与正泰和中来分别新签订 6.6 亿片和 8 亿片硅片销售框架合同（执行时间 2020-2022 年）。今年公司还分别与越南电池和上海宜则签订 13.1 亿片硅片合同（2019 年执行 2.54 亿片），与潞安太阳能签订 21 亿片硅片销售合同。以上合同需要在明后年执行的数量累计达 46.16 亿片，按公司 2020 年底 65GW 产能测算，以上合同需求占比公司产能约 40%，排产饱满。

组件和电池片产能持续扩张：截止 19Q3 公司在建工程 19.1 亿元，较年初增长 123%。公司主要项目包括投资滁州二期 5GW 单晶组件项目（20.21 亿元）、咸阳 5GW 单晶组件项目（18.39 亿元）、西安 5GW 单晶电池项目（24.62 亿元）、嘉兴 5GW 单晶组件（22 亿元），公司计划到 2021 年单晶组件产能达到 30GW，单晶电池产能达到 20GW。

销售回款良好，财务状况健康：Q1-Q3 公司经营活动现金流净额 40.1 亿元，同比增长 278%，其中 Q3 为 15.9 亿元，同比增加约 17.0 亿元，环比增加 1.0 亿元。公司销售回款增加较多，现金流持续改善。截止三季度应收票据及应收账款 89.4 亿元，较年中减少 11.6 亿元；应付票据及应付账款 123.9 亿元，较年中基本持平。库存 60 亿元，约 50%是组件和 EPC 项目；Q3 计提资产和信用减值损失 2.07 亿元，主要为固定资产减值以及存货跌价损失。

投资建议：我们预计公司 2019 年-2021 年每股收益分别为 1.27 元、1.62 元、1.98 元的盈利预测，维持“买入-A”的投资评级。

风险提示：订单交付不及预期，产品价格大幅下滑。

### 国泰君安(601211)：业绩不及预期、短期或拖累估值下滑

崔晓雁 021-20377098

投资要点

事件：公司前三季度营收 205.93 亿元、同比+22.67%，归母净利润 65.46 亿元、同比+18.76%；Q3 营收 64.98 亿元、同比+21.99%、环比-12.18%，归母净利润 15.26 亿元、同比+1.52%、环比-24.24%。

公司业绩增长不及预期，主要在于资管与信用业务表现疲弱（资管/信用同比+5%/+4%、占营收比 6%/20%），Q3 公司

投资业务-33%拖累前三季度增速下滑至 22%。此外公司信用减值计提同比+44%使得利润空间缩窄。

**Q3 投行业务表现稳健：**投行业务呈现出明显的季节波动性，由于去年同期投行业务表现疲软，Q3 公司投行业务改善明显，前三季度 IPO 承销额市占率同比+46bp 至 2.95%、承销额 41 亿元，债券承销额市占率同比+39bp 至 6.15%、承销额 3230 亿元（行业第 4）。

**投资收益下滑致收入承压：**公司前三季度自营同比+21%（Q3-35%）至 54.65 亿元、对联营企业投资收益同比+75%至 1.77 亿元。相较于 H119 投资+50%的增速在 Q3 的拖累下至+22%，对公司营收端造成一定压力。此外资管业务受新规压力影响规模下滑、信用业务受股权质押业务收缩、两融规模下降表现疲软。

**投资建议：**公司作为业务布局全面、综合实力雄厚的龙头券商之一，将持续受益资本市场改革红利，我们看好公司中长期成长前景。目前公司对应 2019 年 P/B 为 1.08x，鉴于公司三季报披露业绩表现，市场或对此有所反应，我们下调评级至买入-B。

**风险提示：**股市回暖低于预期；行业竞争加剧致佣金率下滑、信用业务利率下滑超预期；监管加强致业务受限、监管处罚；信用业务坏账率超预期等。

### **新华保险(601336)：Q3 新单承压、NBV 增速主要依靠 NBVM 支撑**

**崔晓雁 021-20377098**

投资要点

**事件：**公司前三季度营收 1328.42 亿元、同比+7.57%，归母净利润 130.03 亿元、同比+68.83%；Q3 营收 426.10 亿元、同比+6.99%、环比+4.78%，归母净利润 24.58 亿元、同比+29.16%、环比-65.76%。

公司业绩延续投资收益增厚+手续费及佣金支出税前扣除政策调整影响，但 Q3 税优政策影响减少，此外相关精算假设调整导致的保险合同准备金变动，约减少税前利润 19.82 亿元，综合影响下利润环比出现较大幅度下滑。

**新单增速持续承压、续期保费接力：**公司总保费收入 Q1/Q2/Q3 同比+9.47%/+8.40%/+5.54%，其中长险新单增速 +18.01%/-17.90%/-23.46%，新单承压下续期保费拉动效应明显，前三季度续期保费占比 80%。长险中期缴保费占比 99.85%，其中十年期以上期缴占比 55%（H11951%）。公司保费结构持续优化下，产品结构也朝着保障型迈进，前三季度赔付支出净额中赔款支出及死伤医疗给付同比+30.3%，高于满期及年金给付的+23.8%。我们认为暂时新单承压主要系行业转型处于阵痛期叠加代理人规模变化，但公司发力健康险优质赛道、以附促主的战略下，NBVM 对 NBV 增速起到明显支撑作用。

**代理人增员效应下保费增速修复值得期待：**随着新领导班子逐步到位，以及年中会议对于公司代理人的定位，我们认为代理人团队将迎来规模+质量并举的发展。个险聚焦价值、银保规模增彩，资负两端双轮驱动，2020 年开门红值得期待。

**投资建议：**随着管理层稳固，公司各项方针政策逐步落实。我们依旧坚定公司长期+期交+保障方向。NBVM 支撑下有望推动 NBV 持续改善，但个险新单修复仍需密切关注。基于公司聚焦健康险+转型坚决+精算假设保守，目前不到 0.80xP/EV，维持买入-A 建议。

**风险提示：**健康险销售不及预期，长端利率下行，监管政策变化

### **老百姓(603883)：业绩符合预期，加盟门店持续扩张**

**周新明 021-20377037 zhouxinming@huajinsec.cn**

**事件：**公司公告 2019 年三季报，公司 2019 年前三季度实现营业收入 83.70 亿元，同比增长 23.59%；归母净利润 3.94 亿元，同比增长 21.44%；扣非后归母净利润 3.73 亿元，同比增长 20.62%；经营活动产生的现金流量净额 7.07 亿元，同比增长 20.42%。

**业绩符合预期：**分季度看，Q3 公司实现营收和归母净利润分别为 28.36 亿元、1.24 亿元，同比增速分别为 21.48%、20.07%。从品类来看，Q1-Q3 公司中西成药实现收入 65.24 亿元（+27.44%），主要是公司精耕细作提升专业服务水平后带来的处方药的销售增长及消费者黏性的增强；中药实现收入 6.66 亿元（+16.57%），非药实现收入 9.37（+8.46%）。分区域来看，公司重点的华中（营收占比 37.14%）和华东（营收占比 28%）区域领先优势突出，营收分别增长 26.05%和 29.39%，增速亮眼。

**直营门店扩张放缓，加盟门店持续加速：**公司采用直营自建、并购、加盟店、联盟店四种方式进行扩张，深耕核心区域的同时加快布局基层市场。截止 2019Q3 公司直营门店 3756 家，其中 Q3 新建直营门店 97 家，并购 11 家，关店 25 家。公司的新开店策略逐渐从并购转向自建。分区域看，华中和华东地区仍是公司直营店重点布局区域，其中华中净新增 37 家达 1198 家，华东净新增 16 家达 1222 家。公司 2019Q3 加盟门店加速扩张，新增加盟门店 146 家，加盟门店数达 1052 家。公司加盟门店成熟度较高，领先优势明显。

毛利率有所下滑，费用管控能力继续提高：公司 2019Q1-Q3 整体毛利率为 33.89% (-1.67pp)，主要受非药板块毛利率下滑 1.33pp 以及中西成药毛利率下滑 0.04pp 的影响。公司费用管控能力继续提升，销售费用率 21.84% (-1pp)，公司人效突出，在运营和人员管理方面优势明显；管理费用率为 4.51% (-0.19pp)，财务费用率为 0.52% (-0.12pp)。2019H1 公司存货周转率 3.08 (+0.08)，主要因为高周转处方药销售占比的提升及存货管理能力提升所致。

投资建议：我们预计公司 2019-2021 年净利润为 5.37 亿元、6.57 亿元、7.93 亿元，对应 EPS1.87 元、2.29 元、2.77 元，对应 PE 分别为 36.10x、29.5x、24.4x。参考可比公司的 PE 水平，公司目前的 PE 和 PS 均低于益丰药房和大参林，估值存在提升空间，给予买入-A 的投资评级。

风险提示：门店扩张不达预期；并购整合不及预期带来的商誉减值风险；医保药品

## 苹果第四财季业绩点评

蔡景彦 021-20377068 caijingyan@huajinsc.cn

苹果公司昨天发布了 2019 财年第四财季业绩。报告显示，第四财季营收 640.4 亿美元，同比增长 2%；净利润为 136.9 亿美元，同比下降 3%。

点评：苹果第四财季业绩超过市场预期。分产品来看，iphone 占比最高为 52%，收入 333.6 亿美元，同比降 9%，新出的 iPhone 11 系列在本次 Q4 财报基本未体现，服务收入 125.1 亿美元，同比增 18%，可穿戴设备、家用和配件 65.2 亿美元，同比大增 54%，整体手机、电脑业务收入下滑，而可穿戴设备、iPad 和服务收入增长；分地区来看，美洲仍是第一大市场，占比达 46%，大中华区的收入同比降 2%为 111.3 亿美元。未来发展：iphone 11 系列销售超预期，定价策略较为成功，明年可能推出 3 款 5G 手机；Airpods Pro 为代表的可穿戴设备，苹果仍占据核心地位；发力内容端，硬件+软件的模式提升用户粘性。

Iphone 11 系列销售超预期，Airpods Pro 新品推出，苹果供应链维持较高的景气度，若明年 3 款 5G 手机顺利推出，市场表现值得期待，我们建议积极关注苹果供应链相关厂商，包括立讯精密、歌尔股份、蓝思科技等。

## 【财经要闻】

1、十九届四中全会：必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用

中国共产党第十九届中央委员会第四次全体会议提出，必须坚持社会主义基本经济制度，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，全面贯彻新发展理念，坚持以供给侧结构性改革为主线，加快建设现代化经济体系。要毫不动摇巩固和发展公有制经济，毫不动摇鼓励、支持、引导非公有制经济发展，坚持按劳分配为主体、多种分配方式并存，加快完善社会主义市场经济体制，完善科技创新体制机制，建设更高水平开放型经济新体制。

2、国务院：《中华人民共和国食品安全法实施条例》公布 12 月起施行

国务院总理李克强日前签署国务院令，公布修订后的《中华人民共和国食品安全法实施条例》，自 2019 年 12 月 1 日起施行。《条例》进一步落实了生产经营者的食品安全主体责任，细化企业主要负责人的责任，规范食品的贮存、运输，禁止对食品进行虚假宣传，并完善了特殊食品的管理制度。《条例》完善了食品安全违法行为的法律责任，规定对存在故意实施违法行为等情形单位的法定代表人、主要负责人、直接负责的主管人员和其他直接责任人员处以罚款，并对新增的义务性规定相应设定严格的法律责任。

3、商务部：中美双方经贸团队牵头人本周五（11 月 1 日）将再次通话

商务部新闻发言人 31 日发表声明，中美双方经贸团队一直保持密切沟通，目前磋商工作进展顺利。双方将按原计划继续推进磋商等各项工作。双方牵头人将于本周五再次通话。

4、教育部：到 2021 年完成四千门左右国家级线上一流课程

教育部发布关于一流本科课程建设的实施意见，经过三年左右时间，建成万门左右国家级和万门左右省级一流本科课程，简称一流本科课程“双万计划”。完成 4000 门左右国家级线上一流课程(国家精品在线开放课程)、4000 门左右国家级线下一流课程、6000 门左右国家级线上线下混合式一流课程、1500 门左右国家虚拟仿真实验教学一流课程、1000 门左右国家级社会实践一流课程认定工作。

5、工信部：明年将会是 5G 基站大规模建设期

在 2019 年中国国际信息通信展览会开幕式上，工信部与三大运营商、中国铁塔联合举行了 5G 商用启动仪式，宣布中国 5G 大规模商用正式开启。中国信息通信研究院副院长王志勤表示，5G 基站建设投资较大，一般都是分批开展建设。根据有关规划，年内将在 50 个城市建 13 万个 5G 基站。预计明年将会是 5G 基站大规模建设期，相信会逐步部署到全国各个城市。

#### 6、工信部：支持金融部门运用区块链等新一代信息技术

2019年（第二届）中国金融科技产业峰会31日在北京召开。工业和信息化部总经济师王新哲发言指出，支持金融部门运用5G、大数据、云计算、工业互联网、人工智能、区块链等新一代信息技术，完善金融机构体系、市场体系、产品体系，把更多金融资源配置到实体经济，特别是制造业发展的重点领域和薄弱环节，促进我国金融业高质量发展。

#### 7、央行：11月将“上链”贸易金融区块链平台再贴现快速通道

从中国人民银行获悉，中国人民银行贸易金融区块链平台上线运行一年多来，已实现供应链应收账款多级融资、跨境融资、国际贸易账款监管、对外支付税务备案表等多项业务上链运行，央行再贴现快速通道项目也将于11月中旬上链，业务场景不断丰富，上链银行、企业数量不断增加。

#### 8、统计局：中国10月官方制造业PMI为49.3，非制造业PMI为52.8

中国10月官方制造业PMI为49.3，预期49.8，前值49.8。10月官方非制造业PMI为52.8，预期53.6，前值53.7。

#### 9、统计局：前三季度全国规模以上文化及相关产业企业营业收入增长7.6%

前三季度全国规模以上文化及相关产业企业营业收入增长7.6%，总体继续保持平稳较快增长。分行业类别看，文化及相关产业9个行业中，有8个行业的营业收入实现增长。其中，增速超过10%的行业有3个，分别是新闻信息服务、创意设计服务、文化投资运营。

#### 10、上交所：将继续完善境外投资者服务体系 持续吸引外资参与A股市场

上交所在“上海证券交易所国际投资者会议”表示，将继续完善境外投资者服务体系，持续吸引外资参与A股市场，推进中国资本市场开放，营造市场各类参与者共赢的良好市场生态。

#### 11、外管局：9月我国国际收支口径的国际货物和服务贸易顺差1753亿元

国家外汇管理局消息，2019年9月，我国国际收支口径的国际货物和服务贸易收入16689亿元，支出14936亿元，顺差1753亿元。按美元计值，2019年9月，我国国际收支口径的国际货物和服务贸易收入2358亿美元，支出2110亿美元，顺差248亿美元。

#### 12、中南六省（区）加强重大动物疫病区域化防控 变“调猪”为“运肉”

中南六省（区）防控应急指挥部联合发布《关于中南区试点实施活猪调运有关措施的通知》，明确自2019年11月30日起，中南六省（区）开始试点禁止非中南区的活猪调入中南区；自2020年11月30日起，中南区内省（区）与省（区）之间禁止活猪跨省（区）调运，种猪、仔猪除外。

#### 13、多地LNG出厂挂牌价上调 指数涨幅已近四成

全国各地LNG出厂挂牌价上调，内蒙汇达、新疆广汇、宁夏天利丰、延长集团等地LNG出厂挂牌价涨700-1450元/吨不等，多数地区涨900元/吨，报3700-5000元/吨不等。据星矿数据统计，天然气价格指数进入10月份后出现明显上涨态势，从月初的68.85涨至10月30日的94.65，本月涨幅已近四成。

#### 14、全国畜牧业机械化现场会提出 力争2025年畜牧养殖机械化率达50%

全国畜牧业机械化现场会在山东省青岛市举行，贯彻落实《国务院关于进一步加快推进农业机械化和农机装备产业转型升级的指导意见》，研究部署推进畜牧业机械化重点工作。会议指出，推动畜牧业机械化向全程全面高质高效升级，力争2025年畜牧养殖机械化率达到50%左右，为畜牧业现代化提供有力支撑。

#### 15、上海：自贸区探索新举措支持离岸转手买卖贸易发展

从上海市浦东新区官方获悉，中国(上海)自由贸易试验区将探索落实七项举措，支持离岸转手买卖贸易发展。其中提及，支持离岸转手买卖贸易企业享受相关税收优惠。支持符合条件的离岸转手买卖贸易企业申请认定技术先进型服务企业，给予税收优惠。鼓励金融机构为企业开展离岸转手买卖业务提供高效便利的跨境金融服务。

#### 16、上海：发放21张进博会婴幼儿配方乳粉产品临时“身份证” 从展示到进口加快上市速度

上海市市场监管局为参加第二届进博会的达能、雅士利、新莱特等企业，颁发了 21 张进博会婴幼儿配方乳粉产品临时许可证书。有了这张临时“身份证”，他们便可在进博会展区内展示尚未取得产品配方注册证书的进口婴幼儿配方乳粉。6 天临时许可过后，这张“身份证”还能在海关特殊监管区域或保税物流中心（B 型）延长使用 3 个月。

17、科创板表现不佳，除上市新股外，仅 1 股收涨

科创板整体表现不佳，除去今日两只新股上市，致远互联涨近 56%、杰普特涨近 34%以外，仅一只个股上涨，其余 37 只个股均飘绿，昊海生科跌超 23%，赛诺医疗跌超 15%。

18、上证综指收盘跌 0.35%，报 2929.06 点

上证指数报 2929.06 点，跌 0.35%，深成指报 9635.33 点，跌 0.48%；创业板指报 1671.31 点，跌 0.76%。万得全 A 跌 0.54%，两市成交 4511 亿元，较上日小幅缩量。北向资金全天单边净流入 73.9 亿元，近 2 个月新高，为连续 6 日净流入。

19、恒生指数收盘涨 0.9%，报 26906.72 点

香港恒生指数收涨 0.9%，报 26906.72 点；恒生国企指数涨 0.52%；大市成交升至 850.9 亿港元，前一交易日为 752.8 亿港元。

20、道指跌 0.52%，报 27046.23 点

道指跌 0.52%，报 27046.23 点，标普 500 跌 0.3%，报 3037.56 点，纳指跌 0.14%，报 8292.36 点

## 【重点公告】

### 【传媒】

长城动漫：前三季度净利润为亏损 3910.12 万元

### 【电气设备】

广电电气：拟 3.5 亿元收购“上海 ABB 开关”和“上海 ABB 广电”各 60%股权

金智科技：中标一批智慧城市项目，累计中标金额 6874.01 万元

凯美特气：控股股东、实控人等拟减持不超 3%股份

### 【电子】

圣邦股份：持股 4.25%股东世纪维盛拟清仓减持

泰晶科技：控股股东、实控人等计划减持不超 6.56%股份

晶盛机电：预中标中环协鑫光伏公司采购项目，合计中标额 14.25 亿元

### 【房地产】

宋都股份：拟以 2.5 亿-5 亿元回购股份，回购价不超 3.77 元/股

### 【纺织服装】

东方金钰：股东“兴龙实业”拟减持不超 3%

### 【公用事业】

绿茵生态：预中标卫辉市环境综合治理项目，中标报价 2.98 亿元

天翔环境：瑞龙 11 号专项资管计划拟减持不超 2%股份

兴源环境：全资子公司中标 EPC 项目，中标金额 1.36 亿元

### 【化工】

新洋丰：拟以不超 10.5 元/股的价格，回购 2 亿元-4 亿元股份

### 【机械设备】

蓝英装备：控股股东及其一致行动人拟减持不超 6%

星光农机：达晨系股东拟合计减持不超 5%股份

### 【计算机】

初灵信息：公司与阿里云签署《智能接入网关产品采购合同》，合同预估总额 632 万元

### 【家用电器】

康盛股份：拟携手成都城投能源集团 打造新能源汽车企业

兆驰股份：拟在越南投资 3000 万美元设立全资子公司 生产电子类产品

奥马电器：公司实控人持有的占公司总股本 1.62%股票出现被平仓风险

**【建材】**

北新建材：逾 10 亿元收购多家防水企业

龙泉股份：中标采购项目，中标价格 9534.6 万元

**【建筑】**

东南网架：中标钢结构工程，合同总价暂定 6 亿元

**【农林牧渔】**

圣农发展：股东计划减持不超过公司总股本的 6%

**【医药生物】**

云南白药：5%以上股东平安人寿近期减持公司 1%股份

广生堂：实控人之一暨董事李国栋计划减持不超 1.28%股份

晨光生物：拟合作建立药物研发公司

翰宇药业：利拉鲁肽注射液注册申请已获正式受理

## 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 行业评级体系

### 收益评级：

- 领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；
- 同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；
- 落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

### 风险评级：

- A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

盖斌赫声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com