东吴证券晨会纪要

2021 年 08 月 18 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：公募发行持续回暖，IPO 募资规模创新高——市场温度计

公募发行持续回暖：今年基金发行开门红，1 月新成立偏股型公募基金创下历史新高。但之后市场震荡，核心资产回调，公募发行明显遇冷。5 月以来伴随市场反弹回暖，公募发行也逐渐升温，6、7 月分别发行 1880、1825 亿元，基本回到今年 3 月发行规模。截至 8 月 13 日，8 月新成立偏股型公募基金合计 762 亿元，最近一周新发 449 亿元，前值 313 亿元。

IPO 募资规模创新高：最近一周 IPO 募资规模 650 亿元，处 2005 年以来 99.5%分位，创下年内新高，前值 204 亿元。规模巨大的 IPO 产生虹吸效应，是最近一周 A 股市场资金流出的主要原因。结构上来看，中国电信在 8 月 9 日开启网上申购，募资规模达到 542 亿元。

固收金工

固收周报：地方债发行高峰，央行投放与利率变化如何？

地方债缴款高峰周，央行较大概率进行逆回购净投放，辅以 MLF、国库现金定存、TMLF、降准等工具，提供流动性支持。从目前稳健的货币政策看， 8、9 月降准概率不大，从降息可能性来看，央行曾以低于 1 年期 MLF 的利率操作 1 年期 TMLF 作为定向降息与投放工具在地方债高峰周使用。但目前 MLF 与 TMLF 利率相同，9 月操作下调 TMLF 操作利率作提供流动性有一定可能性。回顾地方债缴款 1200 亿元以上的高峰日，短端收益率较长端收益率上行幅度稍大，1 年期国债、国开债收益率上行幅度不超过 7.5bp，中位数分别为 0.77、0.84bp，10 年期国债、国开债收益率上行幅度不超过 7bp，中位数分别为-0.50、0.51bp

金工专题报告：【东吴金工 专题精品】“求索动量因子”系列研究（三）：交易者结构对动量因子的改进 Q&A

动量与反转的本质：动量与反转，只是涨跌幅因子呈现于表面的一种现象，其背后的本质，其实是不同的投资者交易行为，导致股票价格对市场信息产生了不同程度的反应，即究竟是反应不足，还是反应过度。若反应不足，则股票当前的价格走势在未来仍有一定的延续性，涨跌幅因子表现为动量；若反应过度，则涨跌幅因子表现为反转。而成交量的大小、大小单的交易占比，都只不过是我们推测股价反应程度的线索。

行业

上市险企 7 月保费数据点评：寿险未见边际改善，财险增速略有放缓

建议关注【中国财险】、【中国太保】。长期来看，随着综改优化行业竞争格局，行业龙头中国财险将深度受益。中国太保寿险价值改革成果逐步兑现，新一轮改革“长航行动”将保驾护航公司的长期发展，有望助推公司业绩高增。

软件定义汽车—苹果+小米造车前瞻

ICT 企业具备软件+硬件经验，纷纷开启造车进程。

苹果作为 ICT 行业巨头，五大板块业务遍布全球。2014 年启动 Titan 计划，进军汽车领域。

自研芯片+操作系统+车身底盘，努力寻求代工合作伙伴。

小米通过手机 xAIoT 战略，搭建生态系统，整合供应链，提供性价比出众产品，成为最年轻世界 500 强公司。

官宣造车，战略及决策挑战。提前布局汽车产业链，预计三年内首个车型上市。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期，新能源汽车渗透率低于预期，智能化增速低于预期。

轻工制造行业 7 月社零数据点评：轻工品类整体表现稳健，推荐欧派家居、晨光文具

家具类增速受疫情及天气影响略有回落，日用品延续稳健表现，推荐【欧派家居】、【晨光文具】。

推荐个股及其他点评

金域医学（603882）：2021 年中报点评：业绩增长超我们预期，特检业务与数字化转型稳步推进

盈利预测与投资评级：由于公司新冠业务的持续超预期，以及常规业务的内生增长，我们将此前公司 2021-2023 年归母净利润预测由 13.11/13.38/17.42 亿元，上调至 20.30/16.69/17.80 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 29/35/33 倍，维持“买入”评级。

华友钴业（603799）：2021 年中报点评：前驱体量利齐升，公司业绩符合预期

盈利预测与投资评级：行业景气度持续，我们上修公司 2021-23 年归母净利润至 31.0/43.6/60.1 亿元（我们原预期 26.7/32.8/41 亿元），同比增长 166%/40%/38%，EPS 为 2.54/3.57/4.93 元，对应 PE 为 49x/35x/26x，给予 2022 年 45xPE，对应目标价 161 元，维持"买入"评级。

风险提示：销量及政策不及预期

完美世界（002624）：2021 年中报点评：业绩落入预告区间，《梦幻新诛仙》留存优异，产品管线充沛

我们维持公司 21-23 年 EPS 为 0.87/1.25/1.52 元，对应当前股价 PE17/12/10X，持续看好公司精品化、多元化、年轻化战略实践，维持“买入”评级。

常熟银行（601128）：2021 年中报点评：净息差二季度回升是核心亮点

常熟银行2020年受贷款利率下行冲击，收入增速持续走低，2021年第二季度净息差单季环比有所回升，我们认为源于信贷投放策略持续下沉，由此判断净息差基本企稳。未来如果经济复苏，推动全市场贷款利率回升，净息差有望进入回升通道，基本面将加速改善。我们上调常熟银行盈利预测，预计 2021~2023 年归母净利润同比增速分别为 18.5%、15.2%、15.9%（此前预测值为 10.0%、13.8%、15.4%）。截止 8 月 16 日，估值对应

0.85x2021PB、7.7x2021PE，维持“增持”评级。

宏观策略

策略周评：公募发行持续回暖，IPO 募资规模创新高——市场温度计

股市流动性：最近一周市场情绪降温，A 股市场资金净流入-198 亿元，前值 312 亿元。

公募发行持续回暖：今年基金发行开门红，1 月新成立偏股型公募基金创下历史新高。但之后市场震荡，核心资产回调，公募发行明显遇冷。5 月以来伴随市场反弹回暖，公募发行也逐渐升温，6、7 月分别发行 1880、1825 亿元，基本回到今年 3 月发行规模。截至 8 月 13 日，8 月新成立偏股型公募基金合计 762 亿元，最近一周新发 449 亿元，前值 313 亿元。

IPO 募资规模创新高：最近一周 IPO 募资规模 650 亿元，处 2005 年以来 99.5%分位，创下年内新高，前值 204 亿元。规模巨大的 IPO 产生虹吸效应，是最近一周 A 股市场资金流出的主要原因。结构上来看，中国电信在 8 月 9 日开启网上申购，募资规模达到 542 亿元，占比 83%，是上周 IPO 规模创新高的主要推力。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：地方债发行高峰，央行投放与利率变化如何？

观点

本周为今年以来周度发行高峰：本周（2021 年 8 月 16 日至 2021 年 8 月 22 日）将有 10 个省市共发行 3781.6 亿元地方债，为今年以来周度发行高峰。其中新增一般债、一般专项债、再融资一般债、再融资专项债分别为 568.8、2241.5、468.5 和 502.9 亿元。本周地方债缴款 3012.8 亿元，地方债净融资额（缴款量-前一周周日至本周周六地方债兑付到期量）为 2308.1 亿元。因广东省将集中在周三（8 月 18 日）发债超过 1400 亿元，周四（8 月 19 日）为地方债缴款高峰，当日地方债缴款 1504 亿元，净融资额达到 1389 亿元，预计流动性趋紧。

地方债缴款高峰周，央行如何投放？我们以 2017-2021 年地方债单周缴款金额进行排序，取缴款量在 2500 亿元以上的周度，总体来看，历史上对于地方债缴款高峰周，央行大概率进行净投放，其中较大概率进行逆回购净投放，辅以 MLF 续作、国库现金定存、TMLF、降准等工具，提供流动性支持。从本周情况看，周二有 MLF 到期 7000 亿元，央行续作 6000 亿元，缩量 1000 亿元，续作量略高于市场预期。另外本周周一到周五均有 100 亿元逆回购到期，预计可能仍有逆回购净投放。从 8、9 月看，8 月 23 日后，8 月计划内未发行地方债超过 5800 亿元，部分 8 月计划可能延迟至 9 月发行，9 月地方债计划将近 5000 亿元， 8 月最后两周和 9 月地方债发行压力仍在。从目前稳健的货币政策看，继 7 月降准后，8、9 月降准概率不大，从降息可能性来看，央行曾以低于 1 年期 MLF 的利率操作 1 年期 TMLF，作为定向降息与投放工具，在地方债高峰周使用。但

请务必阅读正文之后的免责声明部分

目前 MLF 与 TMLF 利率同为 2.95%，在 9 月下调 TMLF 操作利率作为降息工具提供流动性有一定可能性。

地方债缴款高峰日，资金面与收益率变化如何？我们以 2017-2021 年地方债单日缴款金额进行排序，取地方债缴款量在 1200 亿元以上的日度，这些日度中，1 年期国债收益率和国开债收益率上升最大值分别为 7.16bp 和 7.35bp，中位数分别为 0.77 和 0.84bp，10 年期国债和国开债收益率上升最大值分别为 6.76bp 和 6.07bp，中位数分别为-0.50 和 0.51bp。综合来看，地方债缴款高峰日，短端收益率较长端收益率上行幅度稍大，1 年期国债、国开债收益率上行幅度不超过 7.5bp，10 年期国债、国开债收益率上行幅度不超过 7bp。从本周看，周四（8 月 19 日）为地方债缴款高峰，缴款量 1504 亿元。从历史上缴款量相似的日度（缴款量在 1350-1650 亿元）看，周四收益率大概率上行，上行幅度将受到央行投放节奏影响，1 年期国债、国开债收益率上行幅度不超过 7bp，10 年期国债、国开债收益率上行幅度不超过 4bp。

风险提示：货币政策出现超预期调整，地方债计划发行规模与实际发行存在偏差。

（证券分析师：李勇）

金工专题报告:【东吴金工 专题精品】“求索动量因子”系列研究（三）:交易者结构对动量因子的改进 Q&A

前言：东吴金工发布的专题报告《交易者结构对动量因子的改进》，受到许多量化同行的关注。在与各位前辈和朋友们的交流中，我们积累了一些大家普遍关心的问题，本文逐一展开讨论，供各位读者参考。

模型回顾：不同投资者的交易占比，对涨跌幅因子的方向及强弱存在显著影响，具体表现为：大单交易占比越高、小单交易占比越低，涨跌幅因子的反转效应越强。我们以“小单”交易占比为例，提取信息最强的部分，构造新的因子，年化 ICIR 为-2.33，明显优于传统反转因子 Ret20。

动量与反转的本质：动量与反转，只是涨跌幅因子呈现于表面的一种现象，其背后的本质，其实是不同的投资者交易行为，导致股票价格对市场信息产生了不同程度的反应，即究竟是反应不足，还是反应过度。若反应不足，则股票当前的价格走势在未来仍有一定的延续性，涨跌幅因子表现为动量；若反应过度，则涨跌幅因子表现为反转。而成交量的大小、大小单的交易占比，都只不过是我们推测股价反应程度的线索。

新因子的换手率水平：新涨跌幅因子的换手率低于传统因子，全市场 5 分组的多头月均换手率为 77%，空头月均换手率为 71%。

新因子的其他构建方式：原报告构建新涨跌幅因子时，只用到了“小单”的信息（本文中所有“原报告”，均指《交易者结构对动量因子的改进》）。根据测试结果，“超大单”交易占比对涨跌幅因子的区分能力也很强，因此也可用“超大单”，或者“小单”与“超大单”相结合，构建新因子。在不同的构建方式下，新涨跌幅因子的年化 ICIR 绝对值都能维持在 2 以

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上，表现稳健。

交易占比的拆解——流入与流出：原报告在计算投资者交易占比时，采用了流入、流出金额占比的平均值。我们将“平均占比”改为“流入占比”、“流出占比”和“净流入占比”，展示了各个局部因子的回测效果。

超额占比与超额涨跌：原报告用大小单的交易占比划分涨跌幅，此处我们考虑剔除市场因素，计算股票相对指数的超额交易占比与超额涨跌幅。在“占比_超额涨跌幅”、“超额占比_涨跌幅”、“超额占比_超额涨跌幅”的划分方式下，“大单交易占比越高、小单交易占比越低，涨跌幅因子反转效应越强”的规律仍然存在，各个新涨跌幅因子的表现也依然稳健，显著优于传统反转因子。

风险提示：1.未来市场变化风险；2.单因子模型风险；3.数据测算误差风险。

（证券分析师：沈芷琦　证券分析师：高子剑）

行业

上市险企 7 月保费数据点评：寿险未见边际改善，财险增速略有放缓

事件：上市险企披露 2021 年 7 月原保险保费收入数据。1-7 月上市险企寿险原保险保费收入分别为：中国人寿 4689 亿元、中国平安 3235 亿元、中国太保 1513 亿元，新华保险 1099 亿元，中国人保 954 亿元，A 股上市险企合计 11490 亿元，累计同比增速+0.7%。1-7 月上市险企财险原保险保费收入分别为：中国财险 2801 亿元、平安产险 1540 亿元、太保产险 937 亿元，众安在线 126 亿元，上市险企合计 5404 亿元，同比增速-0.3%。

点评：

寿险：业绩冲刺难掩行业疲态，上市险企 7 月保费未见明显改善。1）累计保费同比增速持续放缓。2021 年 1-7 月上市险企寿险原保险保费累计收入同比增速分别为中国人寿（+3.0%）>新华保险（+2.5%）>中国太保（+1.8%）>中国人保（+1.1%）>中国平安（-3.6%），除平安、人保累计同比增速较上月有所上升，其余险企累计同比增速均有回落。2）上市险企 7 月单月保费同比增速表现分化，平安单月保费同比增速自年初以来首次转正。7 月单月保费同比增速分别为中国人保（+15.6%）>中国平安（+0.8%）>中国人寿（-3.0%）>中国太保（-3.5%）>新华保险（-10.1%）。年中业绩冲刺期带来短期销售刺激，但整体推动力度有限，上月单月保费同比增速回正的新华保险 7 月单月保费同比增速下跌至-10.1%。3）整体而言，行业需求复苏缓慢，短期增长仍面临压力。我们认为主要系①惠民保等普惠保险的普及对于商业保险产生了一定的挤出效应；②代理人增员乏力；③疫情反复影响居民消费，保险作为可选消费品，缺乏一定的消费必要性；④渠道转型迫在眉睫所致。

财险：车险压力重现，非车险增速趋缓，财险保费增速下行。1）1-7 月传统险企保费回落，互联网险企持续高增。1-7 月上市险企累计保费同比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

增速分别为众安在线（+54.8%）>太保产险（+5.4%）>中国财险（+1.2%）>平安产险（-8.5%）。三家上市传统险企增速较 6 月收窄，整体增速依然位于低位，而互联网财险公司众安在线 7 月单月保费同比增速高达 100.4%，继续保持高速增长，流量优势正在业绩中逐步兑现；2）车险降幅回弹，非车险增幅趋缓。1-7 月中国财险车险保费收入 1405 亿元，累计同比增速较前 6 月下降 0.3pct。7 月单月中国财险车险保费同比增速为-10.0%，降幅较上月扩大 7.2pct，我们认为主要系 6 月年中考核期，险企冲刺业绩推高所致。剔除 6 月来看，中国财险 7 月单月车险保费降幅速较 5 月仍收窄 0.3pct。3）中国财险 1-7 月非车险和意健险业务仍维持高速增长，但增速有所放缓。中国财险 1-7 月农险/责任险/货运险/意健险累计同比增速分别为+14.2%、+16.3%、+24.3%、+20.2%，较上月分别收窄 1.6、2.2、0.9、0.6pct。

估值处于低位，静待资产负债两端修复。财险：车险综改优化行业格局，龙头险企优势凸显。Q3 车险综改将进入完整年度，部分中小险企或将退出市场，行业竞争格局全面得到优化，车险保费增速有望边际改善，而龙头险企将深度受益，进一步强化规模、渠道、品牌优势，打造竞争壁垒。寿险：中短期行业承压，长期价值显著。行业中短期因新重疾险产品仍处于消化期与渠道转型进入瓶颈期，3 月以来险企的新单和 NBV 增长受阻，我们预计 Q2 业绩增长面临一定压力，重点关注 Q3 险企代理人队伍的质态提升与差异化产品策略的推行。但长期来看，险企改革成效将逐步显现，旺盛的康养需求也将支撑行业的增长空间，行业资产、负债两端有望迎来趋势性改善。截至 8 月，板块估值处于历史低位，已充分反映短期业绩的承压，看好长期配置价值。

投资建议：建议关注【中国财险】、【中国太保】。长期来看，随着综改优化行业竞争格局，行业龙头中国财险将深度受益。中国太保寿险价值改革成果逐步兑现，新一轮改革“长航行动”将保驾护航公司的长期发展，有望助推公司业绩高增。

风险提示：1）长端利率大幅下行影响投资端；2）权益市场波动。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

软件定义汽车—苹果+小米造车前瞻

ICT 企业具备软件+硬件经验，纷纷开启造车进程。

苹果作为 ICT 行业巨头，五大板块业务遍布全球。2014 年启动 Titan 计划，进军汽车领域。

自研芯片+操作系统+车身底盘，努力寻求代工合作伙伴。

小米通过手机 xAIoT 战略，搭建生态系统，整合供应链，提供性价比出众产品，成为最年轻世界 500 强公司。

官宣造车，战略及决策挑战。提前布局汽车产业链，预计三年内首个车

请务必阅读正文之后的免责声明部分

型上市。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期，新能源汽车渗透率低于预期，智能化增速低于预期。

（证券分析师：黄细里）

轻工制造行业 7 月社零数据点评：轻工品类整体表现稳健，推荐欧派家居、晨光文具

投资要点

21 年 7 月社零增速受极端天气及局部疫情影响略有回落，线上渠道 6 月大促虹吸现象明显。7 月社零总额 3.49 万亿元，同比增长 8.5%（21M6 同比+12.1%），两年平均增速 3.6%（21M6 为+4.9%）；扣除价格因素实际同比增长 6.4%；除汽车以外的消费品零售额 3.16 万亿元，同比增长 9.7%。21 年 1-7 月社零总额 24.68 万亿元，同比增长 20.7%，两年平均增速 4.3%。7 月社零增速环比有所下滑，主要受高温、暴雨等极端天气因素及局部疫情散发的影响，整体增长情况保持稳健。分渠道看，7 月实物商品网上零售额为 7867 亿元，同比+4.4%（21M6 为+11.7%）；1-7 月实物商品网上零售额为 5.8 万亿元，同比+17.6%（21M6 为+18.7%）。6 月电商大促虹吸效应影响下，7 月实物商品网上零售额占社零总额的比例环比下滑 6.5pp 至 22.5%，为年内最低值。分品类看，7 月社零两年平均增速前三的品类有：饮料类（同比+20.8%，两年平均增速 15.6%）；金银珠宝类（同比+14.3%，两年平均增速 10.8%）；日用品类（同比+13.1%，两年平均增速 10.0%）。

家具类增速受疫情及天气影响略有回落，日用品延续稳健表现，推荐【欧派家居】、【晨光文具】。家具类：7 月同比+11.0%（21M6 为+13.4%），两年平均增速+3.3%（21M6 为+5.7%）；增速同比有所回落主要由于极端天气及局部疫情散发对装修施工进度带来一定扰动。地产方面，7 月竣工及销售增速均有所回落。7 月房屋竣工面积同比+25.7%（21M6 为+66%），两年平均增速 4.0%（21M6 为+24.7%）；7 月商品房销售面积同比-8.5%（21M6 为+7.5%），两年平均增速 0.1%（21M6 为+4.8%）。新房竣工速度趋缓，存量房翻新需求在家具 C 端消费中的占比将持续提升，持续看好把握渠道及流量变迁趋势的头部企业获得份额提升，推荐【欧派家居】、【顾家家居】，建议关注【索菲亚】、【梦百合】、【敏华控股】。文化办公用品类：7 月同比+14.8%（21M6 为+25.9%）；两年平均增速 7.4%（21M6 为+16.7%）。增速月度波动主要受基数影响，整体增长仍然稳健。7 月为学生文具销售淡季，目前大部分地区秋季学期维持正常开学时间，个别地区略有延迟，我们预计对 8-9 月大学汛影响较小，持续推荐【晨光文具】。日用品类：7 月同比+13.1%（21M6 为+14.0%）；两年平均增速+10.0%（21M6 为+15.4%），延续稳健增长。金银珠宝类：7 月同比+14.3%（21M6 为+26.0%）；两年平均增速 10.8%（21M6 为+8.4%），保持较强的复苏态势。

投资建议：文化办公用品推荐【晨光文具】：基本面稳健，龙头优势持续巩固。家具板块竣工回暖及格局优化下龙头份额加速提升，定制类推荐【欧派家居】，建议关注【索菲亚】、【志邦家居】、【金牌厨柜】；软体类推荐【顾家家居】、【喜临门】，关注【敏华控股】、【梦百合】。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：原材料价格大幅波动，地产调控超预期，行业景气度下降等。

（证券分析师：张潇　证券分析师：邹文婕）

推荐个股及其他点评

金域医学（603882）：2021 年中报点评：业绩增长超我们预期，特检业务与数字化转型稳步推进

投资要点

事件：公司 2021 年上半年实现营业收入 54.55 亿元（+57.01%，括号内表示同比增速，下同）；归母净利润 10.59 亿元（+90.55%）；扣非归母净利润 10.29 亿元（+91.43%）；经营性现金流净额 6.16 亿元（+157.18%）。

2021H1 新冠继续贡献业绩增量，常规业务迅速恢复，公司毛利率有所提升。收入端来看，截止 2021 年 6 月 30 日，公司新冠累计检测量超过 9900 万人份，单日核酸检测产能可达 100 万管；2021H1 公司常规检验业务收入 33.46 亿元，较 2020H1 同比增长 47.60%，较 2019H1 增长 31.57%。利润端来看，2021 年 H1 毛利率提升 1.59 个百分点到 46.36%，主要系收入规模大幅上升导致固定成本费用的摊薄效应；2021 年 H1 医学检验业务毛利率同比提升 1.15 个百分点到 46.20%，主要系项目和客户结构的优化所致，其中客户单产同比增长 52.88%，三级医院收入业务占比提升 1.75 个百分点至 34.48%；综合来看，公司净利润率较 2020H1 上升 3.36 个百分点到 20.22%。

重点疾病诊断业务增长良好，新模式业务不断延伸。2021H1 公司特检业务继续发力，带动营收向好，其中血液疾病诊断业务同比增长 39.9%，神经&临床免疫诊断业务同比增长 56.52%，实体肿瘤诊断业务同比增长 57.11%，特检业务有望持续带动公司盈利能力的提升。2021H1 公司加入 4 个国家级联盟，累计已加入 18 个国家级疾病联盟；实验室共建方面，公司新开发超 50 个合作共建项目，业务模式的不断延伸有望为公司未来发展带来新活力。

数字化转型顺利推进，创新驱动医检主业高质量发展。2021 年上半年，公司在业务数字化、数字化业务、技术及数据基础等方面已完成一批立项，数字化转型顺利推进。坚持技术创新，2021 年 H1 共开发 134 个新项目，获得行业内首个通过 pct 申请授权的美国专利，发表论文 51 篇，其中 SCI11 篇。公司逐步落实“两库一中心一基地”战略规划，持续探索互联网医检服务，推进医检业务高质量发展，有望支撑公司未来业绩进一步释放。

盈利预测与投资评级：由于公司新冠业务的持续超预期，以及常规业务的内生增长，我们将此前公司 2021-2023 年归母净利润预测由 13.11/13.38/17.42 亿元，上调至 20.30/16.69/17.80 亿元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 29/35/33 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场和政策变动风险，新冠疫情不确定性等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

华友钴业（603799）：2021 年中报点评：前驱体量利齐升，公司业绩符合

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预期

投资要点

2021H1 归母净利润 14.68 亿元，同比增长 319.9%，符合市场预期。2021 年 H1 公司营收 142.94 亿元，同比增长 57.9%；归母净利润 14.68 亿元，同比增长 319.9%；扣非净利润 14.16 亿元，同比增长 380.5%；2021 年 H1 毛利率为 20.56%，同比增加 6.04pct；销售净利率为 10.71%，同比增加 7.11pct，盈利能力提升明显，业绩符合市场预期。

二季度公司业绩同比高增，盈利能力持续向好。2021Q2 公司实现营收 78.69 亿元，同比增加 70.05%，环比增长 22.5%；归母净利润 8.14 亿元，同比增长 389.94%，环比增长 24.46%，扣非归母净利润 7.58 亿元，同比增长 366%，环比增长 15.01%。盈利能力方面，Q2 毛利率为 19.99%，同比增长 4.66pct，环比下降 1.27pct；净利率 10.35%，同比增长 6.76pct，环比增长 0.16pct。

业务拆分看，三元前驱体量利齐升，铜产品贡献部分利润增量：钴产品 2021H1 营收 37.56 亿元，同环比+66.2%/+33.1%，毛利率 25.74%，同环比+11.12/-0.46pct; 铜产品 2021H1 营收 24.09 亿元，同环比+50.6%/+70.3%，毛利率 51.7%，同环比+9.29/+3.83pct；镍产品 2021H1 营收 0.31 亿元，同环比-75.2%/-91.3%，毛利率 17.52%，同环比+7.57/+4.38pct；三元前驱体 2021H1 收入 27.06 亿元，同环比+182.8%/+71.8%，毛利率 19.74%，同环比+5.64/+0.51; 贸易及其他 2021H1 营收 50.14 亿元，同环比+29.3%/-7.3%，毛利率 1.48%，同环比-0.12/+1.03pct。

三元前驱体满产满销，单吨盈利环比大幅提升。公司 21 年 H1 生产前驱体 3.1 万吨，同比+138%，销售前驱体 2.9 万吨，同比增长 129%，其中 Q2 我们预计出货 1.5 万吨，环比+10%左右，2021H1 对应单吨均价 10.5 万/吨（含税），环比+21%，单吨毛利 1.8 万/吨，环比+25%，盈利环比提升，主要受益于产能利用率提升及部分库存收益。产能方面，4.5 万吨合资部分产线上半年开始批量供货，产能逐步释放。此外，公司募投 5 万吨高镍前驱体产能。广西巴莫 10 万吨一体化项目顺利推进，衢州 5 万吨高性能三元前驱体项目筹备中。

盈利预测与投资评级：行业景气度持续，我们上修公司 2021-23 年归母净利润至 31.0/43.6/60.1 亿元（我们原预期 26.7/32.8/41 亿元），同比增长 166%/40%/38%，EPS 为 2.54/3.57/4.93 元，对应 PE 为 49x/35x/26x，给予 2022 年 45xPE，对应目标价 161 元，维持"买入"评级。

风险提示：销量及政策不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

完美世界（002624）：2021 年中报点评：业绩落入预告区间，《梦幻新诛仙》留存优异，产品管线充沛

投资要点

事件：公司 21H1 实现营收 42.07 亿元，yoy-18.22%，归母净利润 2.58 亿元，yoy-79.72%，扣非归母净利润 0.38 亿元，yoy-96.68%；其中 Q2 实现营收 19.76 亿元，qoq-11.44%，归母净利润-2.07 亿元，qoq-144.50%，扣非归母净利润-2.80 亿元，qoq-187.98%，业绩落入预告区间。

点评：海外游戏布局调整及新游上线收入利润错配致短期业绩承压。21H1

请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司游戏业务实现营收 34.09 亿元（yoy-21.75%），营收占比 81.04%（yoy-3.68pct），其中移动网络游戏收入 18.04 亿元（yoy-38.08%），主要系 20H1“宅经济”下营收基数较高，而 21H1 主力游戏流水自然滑落，叠加新游集中于 Q2 后半期上线且收入需递延确认；PC 及主机游戏收入 16.05 亿元（yoy+11.25%），主要系主力端游产品表现优秀，持续贡献收入。21H1 公司影视业务实现营收 7.29 亿元(yoy-7.14%)，营收占比 17.34%（yoy+2.06pct）。21H1 公司毛利率 54.82%（yoy-5.95pct），主要系积极消化电视剧库存，21H1 电视剧业务毛利率同比下滑-14.50pct；销售费用率 21.48%（yoy+6.94pct），其中 Q2 销售费用率 30.22%（qoq+16.47pct），主要系新游《战神遗迹》《梦幻新诛仙》上线初期集中进行市场推广，管理费用率 8.21%（yoy+1.73pct），研发费用率 20.02%（yoy+3.92pct），财务费用率 1.57%（yoy+0.51pct）；受新游收入费用错配以及关停海外游戏项目产生一次性损失 2.7 亿元影响，21H1 净利率 4.40%（yoy-20.02pct），其中 Q2 净利率-13.54%（qoq-33.83pct）。现金流方面，21H1 公司产生经营活动现金流量净额 3.26 亿元（yoy-84.70%）。

回合制新游《梦幻新诛仙》表现超预期，有望贡献长期稳定利润。回合制 RPG 手游《梦幻新诛仙》6 月 25 日上线，上线首日达流水破 1500 万，产品留存数据表现优异，日均流水稳定，上线 30 天累计流水突破 5 亿元，iOS 游戏畅销榜排名最高至第 4 名，截至 8 月 17 日，平均排名 8 名。参考回合制头部产品《梦幻西游》、《问道》等生命周期长度，《梦幻新诛仙》有望实现长线运营为公司贡献长期稳定的利润基石。

顶级 IP 加持，年轻化创新品类储备丰富。公司聚焦“MMO+X”、“卡牌+X”赛道，未来年轻化创新品类储备丰富。后续融合创新产品开放世界+MMO 手游《幻塔》、卡牌+RPG 手游《一拳超人：世界》、MMORPG 手游《天龙八部 2》等多款游戏将陆续上线。其中《幻塔》作为公司年轻化创新品类新突破，有望实现用户群体破圈，吸引泛二次元用户，同时扩大 MMO 品类基本盘，游戏已于 7 月 15 日进行删档付费测试，目前多渠道预约数超 900 万。此外公司还储备有《百万亚瑟王》《哪吒之魔童降世》《姜子牙》《西游记之大圣归来》等顶级 IP。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 21-23 年 EPS 为 0.87/1.25/1.52 元，对应当前股价 PE17/12/10X，持续看好公司精品化、多元化、年轻化战略实践，维持“买入”评级。

风险提示：品类创新不及预期；产品上线延期风险；行业监管趋严。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：李赛）

常熟银行（601128）：2021 年中报点评：净息差二季度回升是核心亮点

事件：常熟银行 2021 年上半年营业收入 36.80 亿元，同比增长 7.7%；归母净利润 10.01 亿元，同比增长 15.5%；年末总资产 2314.52 亿元，较期初增长 10.9%；归母净资产 184.30 亿元，较期初增长 2.6%。由于此前已披露业绩快报，因此业绩符合市场预期。

投资要点

收入端核心亮点：净息差回升拉动利息净收入增长，手续费保持高增速。

常熟银行作为以小微贷款为特色的传统农商行，2020 年深受贷款利率下行及竞争格局激烈的影响，收入增长持续承压。但 2021 年以来逐渐复苏，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上半年收入同比增速 7.7%，第二季度单季同比增长 10.4%。

①利息净收入：在一季度仍然同比下滑 0.5%的情况下，上半年累计增长 3.1%，第二季度同比增长 6.6%，且金额达到 16.35 亿元，高于过去五个季度。所以，利息收支是二季度收入增速回升的核心动力，原因在于净息差回暖。根据披露，尽管上半年净息差为 3.02%，仍然明显低于 2020 年全年的 3.18%，但其实第二季度的单季净息差已经回升到 3.07%，较第一季度环比上升 10BP。我们认为，净息差的拐点源于持续下沉信贷客群，做小、做深，从贷款结构中能够体现，建议重点关注公司基本面的企稳回暖。

②非利息净收入：一季度已经表现亮眼，手续费与投资收益都实现超高速增长。上半年非利息收入仍然保持 44.1%的同比高增速，其中手续费净收入同比高增长 52.8%，增长点在于结算及代理收入。上半年非利息收入的占比达到 15.1%，一定程度上降低了对传统信贷利息收支的依赖程度。

收入回暖背景下，成本收入比也开始走低，同时由于上半年信用减值金额同比降低 1.8%，归母净利润在低基数情况下同比高增长 15.5%。

资产端纯信用贷款的投放力度加大，资产质量卓越，不良率降至 0.90%。

二季度贷款环比强劲增长 8.5%，较期初增速达到 14.9%。其中，核心产品“个人经营性贷款”较期初增长 13.1%，占总贷款比例为 36.3%。从市场规律来看，通常个人经营性贷款在 3 月至 10 月是相对旺季，如果后续两个季度经营性贷款持续增长，将进一步提振生息资产收益率和净息差。

从贷款属性来看，为深化小微特色、抵御利率下行影响，同时应对竞争格局的变化，公司持续提升纯信用类贷款的投放力度。二季度末，总体贷款结构中信用类的占比进一步上升 2.3pct 至 18.6%，其中个人经营性贷款尤为明显，信用类占比上升 2.4pct 至 21.0%，较上年末的 18.6%明显上行。

常熟银行的资产质量始终保持优异。二季度末不良率 0.90%，较期初下降了 6BP，同时关注类贷款也“双降”，关注类占比较年初大幅下降 21BP 至 0.96%，拨备覆盖率大幅跃升至 521.67%，较年初提高 36.3pct。由于资产质量卓越，上半年信用成本率（年化）仅 1.23%，同比明显降低。

盈利预测与投资评级：常熟银行 2020 年受贷款利率下行冲击，收入增速持续走低，2021 年第二季度净息差单季环比有所回升，我们认为源于信贷投放策略持续下沉，由此判断净息差基本企稳。未来如果经济复苏，推动全市场贷款利率回升，净息差有望进入回升通道，基本面将加速改善。我们上调常熟银行盈利预测，预计 2021~2023 年归母净利润同比增速分别为 18.5%、15.2%、15.9%（此前预测值为 10.0%、13.8%、15.4%）。截止 8 月 16 日，估值对应 0.85x2021PB、7.7x2021PE，维持“增持”评级。

风险提示：1）贷款利率及负债成本走势造成利差持续收窄；2）不良贷款率超预期反弹；3）小微信贷业务发展不及预期。

（证券分析师：马祥云）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：http://www.dwzq.com.cn