东吴证券晨会纪要

2021 年 04 月 14 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：强还是弱？3 月出口有何亮点？

展望后市，此前我们已经指出预计全年出口将经历节奏上前高后低、结构上从消费品到中间品的转变。结合近期美国 1.9 万亿美元法案中 1400 美元刺激性支票已经发放，美国近期零售及餐饮消费复苏也创下疫情后新高（图 8），预计这一转变将逐步显现。同时，美国地产销售高景气仍在持续（图 9），有望继续对我国出口形成重要支撑。

最后，未来进出口方面有以下亮点值得关注：一是从欧洲的经验来看疫苗的有序推进并未完全阻遏疫情扩散，因此需警惕防疫物资出口回落速度慢于预期的上行风险；二是在大宗商品涨价背景下，由于我国大宗进口占比高于出口，未来我国贸易顺差可能将进一步缩窄。

策略周评：东吴策略·公募分化收敛，散户情绪回升——市场温度计

机构行为：最近一周资金分化有所收敛，市场仍无明显风格偏好。外资偏好机械、电子、家电等，对食品饮料、消费者服务、汽车等行业相对谨慎。公募基金分化收敛，风格无明显偏向，行业偏向消费板块。

股市流动性：最近一周市场情绪维持低位，A 股资金净流入-59 亿元，前值-96 亿元。其中公募基金发行持续放缓，新成立偏股型公募基金 114 亿元，前值 139 亿元。此外，散户情绪回暖，杠杆资金在连续两周净流出后转为净流入，银证转账指数由负转正为 0.48，前值-0.11。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额、主板成交额、创业板成交额等情绪指标均下降；行业间的分化较上周显著上升。

固收金工

固收点评：3 月金融数据点评： 高基数叠加强监管，信贷社融纷纷回落

3 月金融扩张有所下调，但对一季度总体而言，金融数据依然处于超预期扩张状态。（1）信贷：一季度新增信贷超预期增长，且新增信贷结构进一步优化，表明国内外需求复苏稳定，企业端有望保持中长期信贷需求。对于信贷供给，我们预计信贷将进一步实施精准导向，使资金更多流向科技创新、绿色发展、小微企业等重点领域和薄弱环节。（2）社融：2021 年新增地方债额度下达较晚，且 3 月份利率水平较去年同期明显提升，使得社融在高基数效应下锐减。预计此快速回落为短期现象，后续回落幅度或将趋缓。（3）M2：流动性谨慎释放叠加资金监管加强，M2 增速同比较上月稍有回落，稳健货币政策下，M2 增速将与名义经济增速进一步匹配。

行业

电动车 3 月销量点评：A00 及高端车型需求强劲，销量超市场预期

电动车 3 月销量超预期，环比翻番以上。根据中汽协数据，国

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内 3 月电动车销量 22.6 万辆，同环比+242%/+105%，超预期。3 月新能源汽车车产量为 21.6 万辆，同比增长 247.4%，环比增长 74.9%；销量为 22.6 万辆，同比增长 238.9%，环比提升 106%。1-3 月累计新能源汽车产量为 53.3 万辆，同比增长 318.6%；销量为 51.5 万辆，同比增长 279.6%。3 月新能源乘用车销量 21.2 万辆，同比上升 250.1%，环比上升 100%；产量为 20.1 万辆，同比上升 255.1%。

数字金融追踪：二次约谈蚂蚁，有哪些新的监管要点？

核心结论：①限制“支付为信贷引流”模式，我们预计将影响互联网贷款增速。②整体申设金控公司，后续关注资本补充的具体要求。③持牌开展大数据征信业务，我们预计将对互联网助贷模式产生变革性影响。④主动压降余额宝，我们认为是本轮约谈相对超预期的监管要求。⑤我们判断，两次约谈提及的监管要点已基本形成闭环，未来需严格落实，预计不再有额外的监管要点。

推荐个股及其他点评

德赛西威（002920）：2020 年年报点评：Q4 业绩靓丽，毛利率改善

考虑到智能网联高景气度+卡位稀缺性+未来业绩高增长，德赛有望享受更高估值溢价，维持“买入”评级。

璞泰来（603659）2021 年一季报点评：多点开花，各项业务均超市场预期

21 年一季度公司归母净利润 3.35 亿元，同增 260.21%，盈利水平大幅提升，超市场预期。2021 年 Q1 公司实现营收 17.39 亿元，同比增长 112.43%，环比下降 10.08%；归母净利润 3.35 亿元，同比增长 260.21%，环比增长 32.94%，扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 277.66%，环比增长 28.28%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 37.77%，同比增长 7.36pct，环比增长 7.13pct；净利率 19.27%，同比增长 7.7pct，环比增长 4.95pct。

华菱钢铁（000932）：2021 年一季度业绩快报点评：单季度盈利创历史新高

华菱钢铁发布 2021 年 1 季度业绩快报：2021 年 1 季度实现营业收入 386.5 亿元，同比增长 63.5%；归属于上市公司股东的净利润为 20.5 亿元，同比增长 81.1%，超出我们预期。

拓尔思（300229）：2020 年年报和 2021 一季报点评：年报业绩符合我们预期，Q1 核心业务营收增速仍较快

事件：公司 2020 年实现营收 13.09 亿元，同比增长 35.37%，归母净利润为 3.19 亿元，同比增长 103.03%，扣非净利润 3.37 亿元，同比增长 111.48%，符合我们预期。

高能环境（603588）：2020 年报&2021 一季报点评：一季报超预期，危废资源化大增运营占比提升加速

2020 年，公司实现营收 68.27 亿元，同增 34.51%；归母净利润 5.50 亿元，同增 33.51%；扣非归母净利润 5.43 亿元，同增 38.23%，符合我们预期；加权平均 ROE 同比提高 0.24pct，至 14.25%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税），以资本公积金转增股本每 10 股转增 3 股。2021 年一季度，公司实现营收 12.65 亿元，同增 55.57%；归母净利润 1.19 亿元，同增 69.22%；扣非归母净利润 1.22 亿元，同增 77.52%，超出我们的预期；加权平均 ROE 同比提高 0.26pct，至 2.49%。

启明星辰（002439）：2021 年 1 季度业绩预告点评：营收增长略超预期，全年高景气厚积薄发

公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，预计归母净利润为-7300 万元至-7800 万元，亏损同比减少 1.67%至 8%。同时公司预告 2021Q1 营收同比增长约 120%，同比 2019 年增长 45%，收入增长略超我们预期。

通威股份（600438）：20 年报&21 年一季报点评：电池盈利底部确定，硅料盈利加速提升，融资助力再扩张

20 年归母净利润同增 36.95%，扣非归母净利润同增 87.7%，超过我们的预期：公司发布 2020 年年报，20 年内实现营业收入 442 亿元，同比增长 17.69%；实现归属母公司净利润 36.08 亿元，同比增长 36.95%。其中 2021Q1，实现营业收入 106.18 亿元，同比增长 35.69%，环比下降 15.21%；实现归属母公司净利润 8.47 亿元，同比增长 145.99%，环比增长 207.73%。

卓胜微（300782）：2021 年一季度业绩预告点评：射频龙头效应凸显，业绩高速增长

公司预计 2021 年第一季度归母净利润为 4.81-4.96 亿元，同比增长 216.85%-226.73%。

宏观策略

宏观点评：强还是弱？3 月出口有何亮点？

观点？

2021 年 3 月中国出口（以美元计）同比增长 30.6%，与 2019 年 3 月相比折合年均增速 10.3%，略低于市场一致预期，亦略逊于同期越南出口表现（图 1）；进口（以美元计）同比增长 38.1%，较 2019 年 3 月折合年均增速 16.7%。

出口拐点已现？鉴于 1~2 月中国出口两年复合增速（2019-2021）15.2%的表现，3 月 10.3%的两年复合增速看似转头向下。但计算两年复合同比的主要目的在于剔除 2020 年的基数冲击，2019 年基数影响仍存。因此在判断 3 月这一出口数据是强是弱时，结构表现更值得关注。

分产品看，3 月份海外地产链产品需求依然强势（图 2），防疫物资出口增速减缓。家具、灯具、家电出口增速均在 50%以上，而纺织制品出口增速回落至 8.6%。从产品结构来看，3 月中国出口家电、电脑、汽车等产品占比较 2019 年明显提升（图 3）。

分国家看，3 月出口美国同比高达 53.2%，英国（出口同比 72.5%，下同）、欧盟（46.2%）需求仍强，而东盟（15.6%）回落明显（图 4）。

近期集装箱紧缺状况的缓解有效释放出口需求。港口协会反馈 3 月份枢纽港口有效提升了空箱通关及周转效率，上海港 40 英尺集装箱可得性回升至高于 2020 年同期水平（图 5），3 月份中国集装箱运价指数下降了 7%以上（图 6）。

欧洲爆发第三次疫情，仍处高度封锁状态。截至 3 月底以色列、英国、美国至少接种一次疫苗的人数占比分别较 2 月增加了 6.1pct、16.0pct、14.3pct，疫苗接种进程正在有序推进（图 7）。但即便如此，3 月份欧洲因变异病毒蔓延爆发了第三次疫情，英、法、德、意合计日均新增确诊病例数从 2 月的 5.4 万人增至 6.8 万人，德、法封锁程度居高不下（图 8）。

内需旺盛，进口量价齐升。进口需求增加叠加大宗商品涨价，拉动 3 月进口同比高增长。3 月份我国对铁矿砂、铜矿砂、塑料的进口量同比分别为 19.1%、22.2%、18.8%，考虑价格因素后的进口金额同比分别达到 111.4%、75.9%、49%。

展望后市，此前我们已经指出预计全年出口将经历节奏上前高后低、结构上从消费品到中间品的转变。结合近期美国 1.9 万亿美元法案中 1400 美元刺激性支票已经发放，美国近期零售及餐饮消费复苏也创下疫情后新高（图 9），预计这一转变将逐步显现。同时，美国地产销售高景气仍在持续（图 10），也有望继续对我国出口形成重要支撑。

最后，未来进出口方面还有以下两点值得关注：一是从欧洲的经验来看疫苗的有序推进并未完全阻遏疫情扩散，因此需警惕防疫物资出口回落速度慢于预期的上行风险；二是在大宗商品涨价背景下，由于我国大宗进口占比高于出口，我国贸易顺差未来可能将进一步缩窄。

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

策略周评：东吴策略·公募分化收敛，散户情绪回升——市场温度计

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机构行为：最近一周资金分化有所收敛，市场仍无明显风格偏好。外资偏好机械、电子、家电等，对食品饮料、消费者服务、汽车等行业相对谨慎。公募基金分化收敛，风格无明显偏向，行业偏向消费板块。

股市流动性：最近一周市场情绪维持低位，A 股资金净流入-59 亿元，前值-96 亿元。其中公募基金发行持续放缓，新成立偏股型公募基金 114 亿元，前值 139 亿元。此外，散户情绪回暖，杠杆资金在连续两周净流出后转为净流入，银证转账指数由负转正为 0.48，前值-0.11。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额、主板成交额、创业板成交额等情绪指标均下降；行业间的分化较上周显著上升。

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

固收点评：3 月金融数据点评： 高基数叠加强监管，信贷社融纷纷回落

事件

数据公布：2021 年 4 月 12 日，央行公布 2021 年 3 月金融数据。3 月末本外币贷款余额 186.44 万亿元，同比增长 12.3%。3 月末人民币贷款余额 180.41 万亿元，同比增长 12.6%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期低 0.1 个百分点。初步统计，3 月末社会融资规模存量为 294.55 万亿元，同比增长 12.3%。一季度社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，比上年同期少 8730 亿元。3 月末广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点。

观点

信贷：新增信贷略超预期，信贷结构进一步改善。3 月实际信贷数值在去年高基数效应下略超市场预期，其中中长期贷款新增约 1.9 万亿，为新增信贷做出主要贡献的同时进一步改善了信贷结构。第一，企业方面，短中长期贷款均同比增长，其中相对于短期贷款，中长期贷款同比多增表现更为明显。我们认为原因有二：1）需求方面，经济明显好转，企业发展情况向好，虽然信贷额度偏紧，但考虑到经济生产处于稳定发展态势，企业中长期贷款继续保持高速增长，中长期融资需求持续上升；2）供给方面，去年疫情后政策支持信贷大量投放，今年虽有所回落，但政策仍稳步回转，银行受政策引导加大对企业的融资支持力度。第二，居民方面，3 月短中长期贷款皆同比多增，信贷结构进一步改善。我们分析原因如下：1）短期贷款方面，去年 3 月受新冠疫情影响，居民消费意愿下降明显，短期贷款降幅较大，而今年 3 月国内宏观经济表现稳定，PMI 服务业指数显著回升，意味着服务消费有所回升，居民新增短贷较去年同期有所增长；2）中长期贷款方面，虽然中央多次强调房住不炒政策，但重点城市房地产市场热情仍延续，克而瑞研究中心 4 月 1 日发布的最新

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据显示，百强房企 3 月单月全口径销售金额环比增长 24.8%，同比增长 60.3%，较 2020 年月均销售金额增长 13.2%。

社融：政策边际收紧叠加高基数，社融如期暂时回落。3 月份社会融资规模增量为 3.34 万亿元，比上年同期少 1.84 万亿元，如期回落；一季度社会融资规模增量累计为 10.24 万亿元，比上年同期少 8730 亿元。从存量的拉动情况来看，3 月社融存量增速为 12.32%，增速环比呈现下降态势。其中信贷 3 月对社融拉动达 7.02%，较 2 月下降 1.14 个百分点。企业债券对社融存量拉动达 1.00%，较上月下降 0.42 个百分点。政府债券对社融存量拉动为 2.51%，较上月下降 0.49 个百分点。政府债券方面，专项债开始陆续发行，但由于去年同期基数较高，政府债券净融资额明显少于去年同期水平。

M2:M2 与社融增速相匹配而小幅下行。2021 年 3 月末广义货币(M2)余额 227.65 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末和上年同期均低 0.7 个百分点；狭义货币(M1)余额 61.61 万亿元，同比增长 7.1%，增速比上月末低 0.3 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点；流通中货币(M0)余额 8.65 万亿元，同比增长 4.2%。对于 M1 而言，3 月制造业 PMI 指数收得 51.9，环比上行 1.3 个百分点，回升有力支撑 M1 增速。同时在强调实体经济支持的金融政策环境下，3 月央行加强了多地经营贷违规进入股市、楼市的监管，M1 因此略微下调。3 月份央行流动性投放保持平稳，对于流动性总量的投放较为谨慎，叠加资金监管加强，M2 与社融增速相匹配而小幅下行。

风险提示：房价或引政策调控，货币政策边际收紧，国内外疫情扰动。

（证券分析师：李勇）

行业

电动车 3 月销量点评：A00 及高端车型需求强劲，销量超市场预期

投资要点

电动车 3 月销量超市场预期，环比翻番以上。根据中汽协数据，国内 3 月电动车销量 22.6 万辆，同环比+239%/+106%，超预期。3 月新能源汽车车产量为 21.6 万辆，同比增长 247%，环比增长 75%；销量为 22.6 万辆，同比增长 239%，环比提升 106%。1-3 月累计新能源汽车产量为 53.3 万辆，同比增长 318.6%；销量为 51.5 万辆，同比增长 279.6%。3 月新能源乘用车销量 21.2 万辆，同比上升 250.1%，环比上升 100%；产量为 20.1 万辆，同比上升 255.1%。1-3 月累计新能源乘用车销量 49 万辆，同比增长 298.4%；产量为 50.7 万辆，同比上升 337.1%。3 月新能源商用车销量为 1.4 万辆，同比提升 127.1%，环比提升 287.3%；产量为 1.5 万辆，同比提升 167.2%，环比上升 277.8%。1-3 月累计新能源商用车销量为 2.5 万辆，同比增长 96.8%；产量为 2.6 万辆，同比提升 130.8%。

分车企类型看，自主车企市占率回升，特斯拉季末冲量。3 月自主车企销 11.7 万辆，同比大幅增长 561%，市占率 60%，环比增长 3pct，累计市占率达 61%；3 月新势力销 2.73 万辆，同比+695%，市占率 14%，环比持平，累计市占率 14%；合资车企 3 月销 1.52 万辆，同比 872%，市占率为 8%，环比降低 2pct，累计市占率达 9%；特斯拉 3 月销 3.55 万辆，同比增长 370%，市占率 18%，环比持平，累计市占率达 15%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

从车企角度来看，上通五菱、特斯拉、比亚迪稳居前 3，新势力表现亮眼。上通五菱 3 月销量 4.15 万辆，同比大增 2565%，环比增长 99%，位居第一名，占比 21%；Q1 累计销量 10.1 万辆，同比大增 2946%；特斯拉中国 3 月销量 3.55 万辆，同比大增 249%，环比+94%，市占率 18%，位居第二，主要受 Model3 和 ModelY 拉动；Q1 累计销量 6.93 万辆，同比大增 315%；比亚迪 3 月销量 2.39 万辆，同比增加 96%，环比增长 133%，占比 12%，位居第三；Q1 累计销量 5.45 万辆，同比增加 144%；自主品牌中，长城汽车 3 月销量 1.3 万辆，同比大幅增加 1038%，环比增长 88%，市占率 6%；上汽乘用车 3 月销量 1.27 万辆，同比提升 229%，环比增长 88%，市占率 6%；广汽新能源 3 月销量 7013 辆，同比增加 100%，环比增长 117%，本月市占率 3%；新势力销量超预期，蔚来汽车 3 月销量 7257 辆，同比增加 373%，环比增长 30%，本月市占率 4%；Q1 销量 2 万辆，同比大增 423%；小鹏汽车 3 月销量 5102 辆，同比增加 547%，环比增长 130%，本月市占率 3%；Q1 销量 1.33 万辆，同比大增 1591%；理想汽车 3 月销量 4900 辆，同比增加 239%，环比提升 113%，本月市占率 2%；Q1 销量 1.26 万辆，同比上涨 334%。

投资建议

3 月全球电动车销量均超预期，国内 22.6 万辆，Q1 合计 51.5 万辆，我们预计全年 240-250 万辆；美国 3 月 5 万辆，Q1 销 12.5 万辆，我们预计全年上修至 55 万辆以上；欧洲 3 月 20 万辆，Q1 销 39 万辆，我们预计全年 200 万辆，+57%。4 月排产环增 5%，持续增长，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、天赐材料、容百科技、亿纬锂能、新宙邦、恩捷股份、璞泰来、科达利、中伟股份、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、星源材质，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、天奈科技、中科电气、国轩高科、孚能科技）

风险提示：政策支持不及预期，销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

数字金融追踪：二次约谈蚂蚁，有哪些新的监管要点？

事件：我们在 2 月 20 日针对互联网贷款新规的点评报告中预判，下一步的监管将围绕两个核心方向：i）巨头整体设立金控平台；ii）大数据征信合规经营。4 月 12 日，央行发布了新一轮约谈蚂蚁集团的情况，集中梳理了目前仍需整改的一些要点。

核心结论：①限制“支付为信贷引流”模式，我们预计将影响互联网贷款增速。②整体申设金控公司，后续应关注资本补充的具体要求。③持牌开展大数据征信业务，我们预计将对互联网助贷模式产生变革性影响。④主动压降余额宝，我们认为是本轮约谈相对超预期的监管要求。⑤我们判断，两次约谈提及的监管要点已基本形成闭环，未来需严格落实，预计不再有额外的监管要点。

投资要点

要点 1：纠正“支付嵌套信贷”等违规行为，断开支付宝与“花呗”、“借呗”等其他金融产品的不当连接。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

尽管市场对此预期不足，但其实早在 2019 年 11 月，央行副行长范一飞就曾公开表示“要警惕围绕支付大搞金融产品的嵌套”，2020 年 9 月又再度提出“部分机构将支付与信贷等其他金融业务交叉嵌套，形成闭环，难以被穿透监管，极易引发跨市场风险”。由此可见，规范互联网平台通过支付为贷款产品引流，是监管层由来已久的思路。

宏观层面，我们认为监管思路的背景，是决策层有意控制近年来快速上行的居民杠杆率。我们前期在分析四季度货币政策报告时明确提到，目前我国居民债务风险总体可控，但宏观空间已经不大，中短期内“不宜依赖消费金融扩大消费”，我们判断消费金融市场增速将趋于平稳。

微观层面，我们判断监管要求会制约相关互联网贷款产品的增速，但考虑目前已有诸多政策制约互联网贷款，我们认为无需过度担忧边际影响。诸如“花呗”、“借呗”等互联网消费贷款产品，过去与支付环节紧密关联，从使用体验角度的确非常便利，但客观上也加速了居民“杠杆消费”，未来关联度降低后，消费者“借钱消费”的频率和金额可能回落。

要点 2：蚂蚁集团整体申设为金融控股公司，所有从事金融活动的机构全部纳入金融控股公司接受监管。

我们认为，整体申设金控公司完全符合预期，因为早在 2018 年，监管层就已将蚂蚁列为 5 家试点金控监管的集团之一，彼时连《金融控股公司监督管理试行办法》都尚未出台。与市场普遍的预期差在于，此前蚂蚁多次表态将以旗下浙江融信为主体申设金控公司，而不是将集团整体设为金控，但我们认为该方案不符合“将所有金融活动都纳入监管”的核心导向。

那么作为金控集团，该满足哪些监管要求？由于针对金控公司的具体监管指标尚未全部出台，我们初步判断，核心监管指标将围绕“资本”和“关联交易”两个方向。对于资本，借鉴对大型商业银行的监管理念，通常要求达到比普通金融机构更高的资本充足率；对于关联交易，金控集团体系内不同条线的风险隔离管控将更严苛，主要防止风险交叉传递。

其他大型互联网平台未来是否也会被列为金控？根据《金融控股公司监督管理试行办法》，金控定义是控股或实控两个或以上不同类型的金融机构（表 1），例如蚂蚁控股了天弘基金和国泰财险。对腾讯而言，旗下金融牌照丰富，但是否符合金控定义仍需监管认定，其参股的微众银行虽然拥有实控权，但支付等其他金融业务资质并未在认定规则中被明确。

？要点 3：打破信息垄断，严格落实《征信业管理条例》要求，依法持牌经营个人征信业务。

征信是互联网贷款业务中最重要的监管环节之一，也是目前仍未充分明确规则的监管点。最近几年互联网贷款高速发展，根本源于互联网巨头掌握着“流量+风控”两大信贷业务最核心环节，而风控的背后就是大数据征信。从监管角度，互联网巨头在业务实操中承担了征信职能，且征信能力强于传统金融机构，但却没有个人征信牌照，同时对居民隐私信息的获取、使用、保存等方面也存在合规漏洞。因此，2021 年 1 月发布的《征信业务管理办法（征求意见稿）》要求必须持牌经营个人征信业务，意味着在互联网助贷模式中，互联网平台如果提供“评估客户风险”的功能，就必须持有征信牌照，或者将该功能交由持牌机构来提供。

根据蚂蚁回应监管约谈的公告，整改方案是蚂蚁将申设一家新的征信机构，未来由该机构提供信贷征信服务。我们判断，该机构未来将获得个

请务必阅读正文之后的免责声明部分

人征信牌照，并且蚂蚁生态内与信贷相关的数据可能注入该征信数据库。

对于其他中小互联网助贷平台，由于目前对于征信行为及大数据合规性的具体认定规则尚未完全明确，影响仍需观望。但我们判断，未来所有互联网助贷平台都将受到征信新规和互联网贷款政策的约束，合规模式应包括：①互联网平台单纯为金融机构引流，不提供任何风险评估功能，仅收取流量费用；②提供征信服务，但持牌或者与持牌机构合作；③获取金融牌照，和其他金融机构联合放贷。对于目前市场上存在的，不持牌但却向出资方引流+提供风险评估服务的助贷平台，我们预计未来需要整改。

？要点 4：认真整改违规信贷、保险、理财等金融活动，主动压降余额宝余额。

对于互联网贷款，前期针对小贷与银行联合贷、银行与银行联合贷、互联网助贷等主流模式的监管规则都已出台，不再赘述。本次约谈的增量信息是，蚂蚁在公告中明确，后续会将两家小贷公司的消费贷款业务纳入消费金融公司，业内对此已有预期。不过，目前蚂蚁存量的消费贷款业务尚未整改完成，消费金融公司也尚未正式获批。

对于消费金融公司的模式，其优势在于监管框架类比商业银行，以资本充足率为核心，如果做零售消费类贷款，理论杠杆倍数可超 10 倍，明显高于小额贷款牌照。因此，拥有消费金融公司后，可选模式是以资本撬动 10 倍以上杠杆，再按 3:7 比例投放联合贷，或者发展轻资本的助贷业务。根据此前公告，蚂蚁拟与多家股东联合申设消费金融公司，注册资本 80 亿元。考虑目前蚂蚁面临将大规模存量业务逐步注入消费金融公司，我们预计该平台需要进一步补充资本，以承接“花呗”、“借呗”两类较大规模的存量业务。

对于理财、保险等互联网财富管理业务，今年以来监管层已经取缔了互联网存款，同时禁止互联网渠道销售银行的理财产品，对网络互助等新兴互联网保险模式的监管也在快速收紧，基本符合预期。本次约谈的增量信息在于，提出“管控重要基金产品流动性风险，主动压降余额宝余额”，该监管要求超出市场预期。

具体来看，余额宝早期是单一产品形态，即“天弘余额宝货币”，但 2017 年证监会通过公募基金流动性风险管理规定，制约了单一货币基金的规模上限，“天弘余额宝货币”规模也被持续压降，截止 2020 年末为 1.19 万亿。为应对监管约束，蚂蚁自 2018 年以来陆续引入 28 支其他货币基金产品，进一步丰富产品种类。但从本次监管要求来看，监管希望约束蚂蚁平台整体的货币基金规模，将 AUM 上限与蚂蚁平台挂钩，更看重实质。尽管具体监管指标并未明确，但考虑货币基金是互联网平台非常核心的理财工具，我们认为该监管措施对蚂蚁财富管理板块的成长性影响需要重视。

风险提示：1）对金融科技的监管力度超预期；2）商业银行资产质量信用风险超预期；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

推荐个股及其他点评

请务必阅读正文之后的免责声明部分

德赛西威（002920）：2020 年年报点评：Q4 业绩靓丽，毛利率改善

投资要点

公告要点：公司 2020 年营收 67.99 亿元，同比+27.39%；归母净利润 5.18 亿元，同比+77.36%；扣非后归母净利润 4.62 亿元，同比+117.50%。其中，2020Q4 实现营收 25.01 亿元，同比+39.61%；归母净利润 2.00 亿元，同比+33.74%；扣非后归母净利润 2.34 亿元，同比+51.46%。2020 年公司获得年化销售额 70 亿元的新项目订单。

Q4 业绩符合前期预告范围的上限。Q4 收入高增长核心受益于 ADAS+仪表+座舱类产品继续放量。Q4 毛利率指标环比持平同比提升 1.48pct，销售费用率和研发费用率环比均小幅下降。其他收益因公司嵌入式软件产品增值税退税确认当期收益 0.91 亿元而大幅增加，成为 Q4 净利润大幅增长的核心原因之一。从分业务表现来看，2020 全年增长最快是仪表业务（同比+135.5%）+ADAS 业务（同比+64%），即使海外马自达业务受疫情大幅下滑下车载信息娱乐系统依然实现同比+14%，且毛利率同比改善了 0.8 个 pct，原因可能在于：高软件附加值产品占比提升所致。

三大业务齐推进，助力公司业绩持续向上。在智能座舱方面，软件实力进一步提升。2020 年公司量产了基于 Hypervisor 架构的新一代智能座舱，该座舱域控制器采用 QNX？Hypervisor 和 QNX？Neutrino？实时操作系统，搭载公司最新的 AR 导航功能。在智能驾驶方面，ADAS 功能产品顺利拓展客户，更多功能有望加速量产落地；域控制器作为英伟达生态重要一环，德赛通过深度绑定英伟达带来 ASP 提升。全自动泊车系统、360 度高清环视系统和驾驶员监测系统已成功突破上汽通用、长城、上汽乘用、蔚来等白点客户。新一代融合了泊车类、行车类的高级别智能驾驶辅助功能已获得国内领军车企的新项目订单。基于英伟达 Xavier 的 IPU03 驾驶域控制器产品，已为小鹏 P7 实现量产配套。基于英伟达 Orin 芯片的驾驶域控制器 IPU04 已与理想展开战略合作。在车载网联方面，作为重要发展战略的组成部分，持续开拓新客户。公司已推出整车 OTA、网络安全、蓝鲸 OS3.0 等网联服务产品，并已突破长安福特、江淮大众、赢彻科技等白点客户，并助力一汽捷达首次车联网 OTA 升级，和华为合作带有 Hicar 功能的主机也在多个 OEM 项目中应用。

盈利预测与投资评级：国产替代加速+一芯多屏升级，智能座舱量价齐升可期；ADAS 功能产品放量进行时，车联网平台积极推进；基于英伟达芯片搭建自动驾驶域控制平台，伴随行业巨头切入，打开远期成长空间。我们将 2021-2022 年归母净利润 7.12/10.07 亿元调整为 7.35/9.60 亿元，预计 2023 年归母净利润为 12.55 亿元，同比增长 41.9%/30.6%/30.8%，对应 EPS 为 1.34/1.75/2.28 元，对应 PE 为 65.4/50.08/38.30 倍。考虑到智能网联高景气度+卡位稀缺性+未来业绩高增长，德赛有望享受更高估值溢价，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情控制低于预期；下游乘用车需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里）

璞泰来（603659）2021 年一季报点评：多点开花，各项业务均超市场预期

投资要点

21 年一季度公司归母净利润 3.35 亿元，同增 260.21%，盈利水平大幅提

请务必阅读正文之后的免责声明部分

升，超市场预期。2021 年 Q1 公司实现营收 17.39 亿元，同比增长 112.43%，环比下降 10.08%；归母净利润 3.35 亿元，同比增长 260.21%，环比增长 32.94%，扣非归母净利润 3.13 亿元，同比增长 277.66%，环比增长 28.28%。盈利能力方面，Q1 毛利率为 37.77%，同比增长 7.36pct，环比增长 7.13pct；净利率 19.27%，同比增长 7.7pct，环比增长 4.95pct。

石墨化并表完成，负极一体化龙头显现，Q1 盈利水平大幅提升。我们预计负极 Q1 出货 2.1 万吨，环比略微下降 5%。从盈利能力看，我们预计公司负极单吨利润 0.9 万元/吨左右（不含石墨化），环比微增，负极业务预计贡献 1.8-2 亿元左右利润。而 20 年 12 月山东兴丰剩余 49%股权收购完成，Q1 我们预计石墨化出货量 1.4-1.5 万吨，自供比例达到 70%，预计为公司贡献 0.5-0.6 亿左右利润，环比新增近 0.3 亿。

Q1 国内需求超市场预期，涂覆隔膜出货环比再提升。Q1 动力电池行业淡季不淡，龙头企业满产满销，我们预计 Q1 公司出货涂覆膜 3 亿平以上，环比增长 25%，贡献 0.6 亿左右利润，环比增长 10%左右。我们预计 21 年出货量有望达到 15 亿平，同比翻番以上。同时公司规划 20 亿平基涂一体化产能，预计于 2023 年完成一期 4 亿㎡产能建设，于 2024 年完成二期 8 亿㎡产能建设，于 2025 年完成三期 8 亿㎡产能建设，25 年规划 35 亿平涂覆膜产能，21 亿平基膜产能，公司有望结合涂覆优势打开基涂一体化市场。

经营现金流大幅改善，合同负债增长明显。2021 年 Q1 公司存货为 28.22 亿，较年初增加 26.18%；应收账款 16.47 亿，较年初减少 3.11%。21 年 Q1 公司经营活动净现金流为 4.42 亿，较去年同期增长 183.45%，主要由于公司业务收入的快速增长。公司账面现金为 45 亿，较年初降低 10.54%。公司在建工程为 6.94 亿元，较年初降低 14.43%。公司合同负债为 12.71 亿元，较年初增长 74.51%，主要由于公司业务增长，预收客户款项增加。

盈利预测与投资评级：我们看好公司在全球负极领域的竞争优势，并将受益于电动化实现持续高增长，我们上调此前盈利预测，将公司 2021-2023 年归母净利润为 10.58/14.72/19.84 亿上调至 14.64/19.61/25.78 亿，同比增长 119%/34%/31%，对应 PE 为 34.73/25.92/19.72x，给予 2021 年 50 倍 PE，对应目标价 148 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量不及预期，盈利水平不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

华菱钢铁（000932）：2021 年一季度业绩快报点评：单季度盈利创历史新高

事件：

华菱钢铁发布 2021 年 1 季度业绩快报：2021 年 1 季度实现营业收入 386.5 亿元，同比增长 63.5%；归属于上市公司股东的净利润为 20.5 亿元，同比增长 81.1%，超出我们预期。

点评：

产量环比增长，全年增产 6%有望实现。根据 2020 年公告，公司力争 2021 年实现产材 2655 万吨，同比增长 6%；公司目前高炉利用系数、炼钢综合铁水单耗等指标全国领先，钢材综合成材率达到历史最好水平；根据我们测算，公司 2021 年一季度产量环比 2020 年四季度增长 5%，公司全

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年增产 6%的目标有望实现。

产品结构加速升级，尽享制造业盛宴。2020 年，公司产线结构加速升级，湘钢精品中小棒等多项技改项目均按期投产、达产、达效。同时，加大研发投入，推动产品由“优钢”向“特钢”升级：2020 年公司品种钢销量 1298 万吨，同比增长 47%；占比总销量 52%，同比增长 5pct。华菱湘钢高强板、风电板、容器板等品种销量同比分别增长 28.3%、66.3%、35.5%，桥梁钢销量突破 100 万吨，市场占有率稳居国内第一。汽车板公司 Usibor？1500 销量达 46.3 万吨，同比增长 32%，Usibor？2000 全球首次批量供应主机厂旗舰车型。

管理高效，业绩兑现能力强。公司持续优化“硬约束、强激励”机制，2020 年华菱湘钢、涟钢人均年产钢超过 1300 吨，同比增长 14%。2021 年一季度下属子公司华菱湘钢、华菱涟钢和汽车板公司一季度利润同比分别增长 54%、167%和 79%，其中华菱涟钢和汽车板公司利润均创季度历史新高。

业绩再超预期，上调盈利预测。我们预测公司 2021/22/23 年营业收入 1309/1414/1499 亿元，增速分别为 12.6%/8.0%/6.0%；考虑公司公司提质增效顺利，我们将公司 2021/2022/23 年归母净利润从 80/90/95 亿元上调至 90/100/110 亿元，对应增速分别为 41%/11%/10%；对应 PE 为 5.3x/4.8x/4.4x;考虑制造业持续回暖，公司深耕细分市场有望充分受益；提质增效显著，产量仍具备增长空间，故维持公司“买入”评级。

风险提示：原材料铁矿石价格上涨超预期；环保成本增长超预期。

（证券分析师：杨件）

拓尔思（300229）：2020 年年报和 2021 一季报点评：年报业绩符合我们预期，Q1 核心业务营收增速仍较快

事件：公司 2020 年实现营收 13.09 亿元，同比增长 35.37%，归母净利润为 3.19 亿元，同比增长 103.03%，扣非净利润 3.37 亿元，同比增长 111.48%，符合我们预期。

投资要点

Q4 业绩高速增长：全年核心主业（不含房地产销售收入）实现营收 9.11 亿元，同比下降 5.83%，核心主业（不含房地产销售收入）扣非净利润 2.03 亿元，同比增长 27.32%。2020 年 Q4 单季度营收 7.49 亿元，同比增长 128.96%，归母净利润 2.29 亿元，同比增长 139.79%。分业务，软件产品营收 1.21 亿元，同比下降 19.10%，毛利率 67.12%（同比-5.42pct），安全产品营收 1.32 亿元，同比下降 1.98%，毛利率 79.33%（同比-0.63pct），技术服务营收 2.29 亿元，同比下降 11.51%，毛利率 64.58%（同比+3.01pct），安全产品和技术服务收入的下滑主要系部分公司业务升级转型，一部分业务由云和数据服务替代。云和数据服务营收 3.32 亿元，同比增长 50.95%，毛利率 62.75%（同比-20.79pct），云和数据业务增长较快，是最大亮点，表明公司战略转型取得较好成效。

Q1 归母净利润同比高增，营收实际增速仍较快：公司 2021 年 Q1 实现营收 1.54 亿元，同比增长 10.81%，和 19 年 Q1 同比下降 25.24%。营收下降主要系公司于 20 年 12 月转让控股子公司耐特康赛 10%股权，不再将其纳入公司合并报表范围。若剔除耐特康赛影响，2021Q1 核心业务营收的实际增速预计超过 35%。归母净利润 0.13 亿元，同比增长 47.21%，和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2019Q1 相比增长 74.60%。归母净利润高增主要是得益于低毛利率的互联网营销业务的剥离。

抓紧行业刚需热点，重点领域同频共振：政府网站集约化业务：到 2020 年上半年，国家试点单位中有 7 家采用公司产品进行建设。2020 年也新承接了一批有影响力的政府网站集约化以及政府大数据或内网信息创新应用项目，保持了领先地位。媒体融合业务：2020 年承建的新疆“石榴云”项目和经济日报社全媒体采编项目成为业内典型。在行业融媒体和政企融媒体市场，签约了中国电力报、中央纪委国家监委等影响力客户。网络舆情业务：陆续承揽 9 家省级互联网空间治理技术系统和服务项目，其中某地项目单一合同金额超 5500 万元。云和数据服务：2020 年云和数据服务收入 3.32 亿元，占除房地产外营业收入的 36.48%，占比同比提升 13.72pct。“信创”业务：公司产品已与国产服务器、操作系统等基础软硬件平台全面适配，以公司信创产品为核心的党政内网门户解决方案等典型应用场景已落地具体项目并形成规模化销售收入。

盈利预测与投资评级：我们将 2021-2022 年的 EPS 从 0.41/0.52 元下调至 0.37/0.50 元，预计 2023 年 EPS 为 0.65 元，PE 分别为 26/20/15 倍。公司客户刚需属性强，政府网站集约化、融媒体、网络舆情等细分领域处于高景气阶段，信创业务带来增量，维持“买入”评级。

风险提示：融媒体、网站集约化、舆情监管政策推进不及预期；云和数据服务业务转型不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

高能环境（603588）：2020 年报&2021 一季报点评：一季报超预期，危废资源化大增运营占比提升加速

投资要点

事件：2020 年，公司实现营收 68.27 亿元，同增 34.51%；归母净利润 5.50 亿元，同增 33.51%；扣非归母净利润 5.43 亿元，同增 38.23%，符合我们预期；加权平均 ROE 同比提高 0.24pct，至 14.25%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.70 元（含税），以资本公积金转增股本每 10 股转增 3 股。2021 年一季度，公司实现营收 12.65 亿元，同增 55.57%；归母净利润 1.19 亿元，同增 69.22%；扣非归母净利润 1.22 亿元，同增 77.52%，超出我们的预期；加权平均 ROE 同比提高 0.26pct，至 2.49%。

危废资源化战略重点营收大增 94%，在手项目投运生活垃圾处理营收高增 210%。固废危废资源化利用 2020 年营收 13.67 亿元，同比大增 93.64%，毛利率同升 0.43pct 至 26.27%。靖远高能、阳新鹏富业绩平稳增长，高能中色生产线运行良好，当期业绩有较大提升，收购杭州新材料公司增加部分收入利润。生活垃圾处理 2020 年实现营收 3.61 亿，同比大增 209.65%，主要系投运项目增加。2020 年在手垃圾焚烧项目均已进入建设或投入运营，在手规模 10700 吨/日，已投运规模 8500 吨/日。

结构持续优化，运营收入/毛利占比达 31%/44%。公司固废危废处理与生活垃圾处理主要以运营模式为主，两块业务的高增长促公司收入利润结构改善。2020 年实现运营服务收入 21.19 亿元，同增 94.91%，运营收入占比同比提升 10pct 到 31.03%；运营毛利占比同比提升 14pct 至 43.69%。随着 2021 年投入运营的项目增加，公司预计 2021 年全年运营收入占比将达到 50%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一季报表现亮眼，收入增速达 56%，归母净利润大增 69%。2021 年第一季度实现营收 12.65 亿元，同增 55.57%，营收大幅增长主要系垃圾焚烧运营收入增长和 20 年同期危废业务低基数 21 年运营收入大增所致。实现归母净利润 1.19 亿元，同增 69.22%，业绩增速高于收入增速。

危废产能再翻番，“雨虹基因”再造危废资源化龙头。20 年公司在手危废处置规模 56.553 万吨/年，资源化占比达 90%。随重庆、贵州项目建成，21 年底产能有望突破 100 万吨/年，资源化占比超 95%。公司重点布局危废资源化，资源化具备“类制造业”属性，市场化程度高企业竞争优势更易体现。资源化行业依赖上游原料采购渠道与上中游精细化管理优势。公司董事长实控人李卫国，同为东方雨虹董事长实控人，东方雨虹依托精细化管理与渠道优势实现防水行业市占率第一。商业模式与工业管理存在协同，东方雨虹有望进一步赋能高能环境，助力高能腾飞。

盈利预测：考虑公司危废资源化业务大增&运营业务占比提升加速，我们将 2021-2023 年归母净利润 7.0/9.1/11.8 亿元上调至 7.3/9.5/12.0 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 0.90/1.17/1.49 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE21/17/13 倍。公司有望复制东方雨虹精细化管理能力，造就危废资源化龙头，维持“买入”评级。

风险提示：危废产能建设不及预期，产能利用率不及预期，竞争加剧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

启明星辰（002439）：2021 年 1 季度业绩预告点评：营收增长略超预期，全年高景气厚积薄发

事件：

公司发布 2021 年 1 季度业绩预告，预计归母净利润为-7300 万元至-7800 万元，亏损同比减少 1.67%至 8%。同时公司预告 2021Q1 营收同比增长约 120%，同比 2019 年增长 45%，收入增长略超我们预期。

投资要点

加强市场拓展，Q1 单季营收大幅增长：2021Q1 营收较上年同比增长约 120%，同比 2019 年增长 45%，主要原因为公司前期加强区域市场、行业市场拓展以及信创业务取得明显成效。营收高增的同时净利润相对变动较小，主要系公司研发费用、销售费用增长明显；同时，本期公司员工持股计划产生的股份支付费用增加约 1,900 万元，对本期的利润构成一定影响。

网安行业高景气度有望持续：在政策、信创、攻防演习、新兴赛道和新技术需求释放等多因素推动下，结合十四五规划和数字化经济的持续转型，我们预计网安公司高景气度仍将继续维持，实现快速增长。IDC 最新发布的《IDC 全球网络安全支出指南,2021V1》中，IDC 预测 2021 年中国网络安全市场总体支出将达到 102.2 亿美元，2020-2024 年预测期内的年 CAGR（复合年均增长率）为 16.8%，增速继续领跑全球网络安全市场。到 2024 年，中国网络安全市场规模将增长至 172.7 亿美元。

转型迎来厚积薄发，全年业绩高增长可期：最近几年公司处于转型之中，加强了收入端营销投入与考核，随着疫情的逐步好转，相关投入在 2021Q1 有效转化为收入，迎来厚积薄发。同时，公司在安全运营、工业互联网安全、云安全等三大战略新业务持续保持高速增长。我们认为在行业正

请务必阅读正文之后的免责声明部分

处于高景气度阶段，公司作为网安行业龙头，高度重视研发投入和创新，同时积极加大投入营销和渠道端建设，在 Q1 取得高速增长的态势下，全年有望能保持较高的增长水平。

盈利预测与投资评级：维持 2020 年 EPS0.85 元，上调为 2021-2022 年 EPS 为 1.21（1.18）/1.60（1.54）元，目前股价对应 PE 分别为 37/26/20 倍。2021 年网安景气度有望进一步上行，同时今年安全运营、工业互联网安全、云安全等三大战略新业务仍有望继续保持高速增长，我们预计 2021 年新安全业务收入 15 亿，给予 15 倍 PS，对应市值 225 亿元。传统安全产品 35.22 亿元，按照 20%左右的净利率，给予 40 倍 PE，对应市值 281.76 亿元，合计 506.76 亿元，对应目标价 54.28 元，维持“买入”评级。

风险提示：业务进展不及预期，单一行业采购进度不确定

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

通威股份（600438）：20 年报&21 年一季报点评：电池盈利底部确定，硅料盈利加速提升，融资助力再扩张

投资要点

20 年归母净利润同增 36.95%，扣非归母净利润同增 87.7%，超过我们的预期：公司发布 2020 年年报，20 年内实现营业收入 442 亿元，同比增长 17.69%；实现归属母公司净利润 36.08 亿元，同比增长 36.95%。其中 2021Q1，实现营业收入 106.18 亿元，同比增长 35.69%，环比下降 15.21%；实现归属母公司净利润 8.47 亿元，同比增长 145.99%，环比增长 207.73%。

硅料业务盈利环比加速提升，21 年全年看好：20 年硅料销量 8.66 万吨，同比增长 35.79%，其中 Q4 硅料销量 3.1 万吨，环比增长 130.4%，同比增长 17.4%，20 年硅料价格低位震荡，20 年平均出货均价 7 万元/吨左右，生产成本 3.87 万元/吨，同比下降 15%，全年毛利率 35%+。21Q1 公司硅料出货 2.3-2.4 万吨，根据硅业分会报价，硅料报价逐月走高，我们预计公司 Q1 硅料毛利率 50%左右。

Q1 电池盈利底部，看好大尺寸下半年盈利能力：20 年公司电池出货 21.37GW（组件出货 1.2GW），同比增长 59%，位居世界第一，其中多晶 3.05GW，单晶 18.32GW，综合毛利率 14.54%，测算全年平均单瓦净利约 5 分/W。Q1 产业链博弈明显，电池介于硅片与组件环节两头受压，盈利能力处于底部位置，我们预计随着博弈的明朗及下半年行业大尺寸比例的提升，公司凭借行业领先的大尺寸出货占比，盈利能力有望改善。

可转债募资 120 亿，扩产提速：4 月 12 日晚，公司发布 A 股可转换公司债券预案，拟公开发行可转债总额不超过人民币 120 亿元，募集资金用于光伏硅材料制造技改项目（二期高纯晶硅项目）（总投资 40.10 亿元，内部收益率 25.22%，投资回收期 4.91 年）、光伏硅材料制造项目（二期 5 万吨高纯晶硅项目）（总投资 41.35 亿元，内部收益率 23.98%，投资回收期 5.08 年）、15GW 单晶拉棒切方项目（总投资 44.05 亿元，内部收益率 17.76%，投资回收期 5.97 年）以及补流。

硅料+电池加速扩产，龙头地位持续强化：硅料端，截止 20 年末公司设计产能 8 万吨，实际产能 9 万吨+，21 年 Q4 乐山二期 5 万吨、保山 5 万吨项目投产；22 年包头二期 5 万吨、晶科参股项目 5 万吨投产；后续公司乐山三期、保山二期等项目接连投产，未来几年通威在硅料环节有望脱颖而出，成为硅料环节绝对龙头。电池端，21 年眉山二期 7.5GW，金

请务必阅读正文之后的免责声明部分

堂一、二、三期各 7.5GW 大尺寸电池投产，我们预计年底电池产能达到 57.5GW，其中大尺寸产能达到 37.5GW，占比约 2/3，大尺寸产能数量、比例均行业领先。公司硅料+电池加速扩产，龙头地位持续强化。

盈利预测与投资评级：基于硅料价格上涨超预期，我们预计公司 21-23 年归母净利润为：65.29/80.56/90.46 亿元（前值 21 年为 58.24 亿，22 年为 70.34 亿），同比+81.0%、+23.4%、+12.3%，给予目标价 43.5 元，对应 21 年 30X，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

卓胜微（300782）：2021 年一季度业绩预告点评：射频龙头效应凸显，业绩高速增长

事件：公司预计 2021 年第一季度归母净利润为 4.81-4.96 亿元，同比增长 216.85%-226.73%。

投资要点

射频产品布局日趋完善，公司 2021 年 Q1 业绩高速增长：公司预计 2021 年第一季度归母净利润同比增长 216.85%-226.73%，环比增长 35.49%-39.72%。公司业绩高速增长主要得益于 5G 通信技术的发展带动了射频前端市场需求的快速增长，公司抓住 5G 和国产替代发展机遇，不断丰富和优化产品结构，在保持射频分立器件竞争优势的同时，持续推进射频模组产品的市场化进程。

射频技术平台战略持续推进，持续扩大市场份额：公司是国内领先推出适用于 5G 通信制式 sub-6GHz 高频产品及射频模组产品并市场化推进的企业之一，并且不断丰富和优化射频产品矩阵，已基本完成射频开关、低噪声放大器、滤波器（SAW、IPD）、射频功率放大器、射频模组等射频前端产品和低功耗蓝牙微控制器芯片的全面布局，并向射频滤波器/模组的晶圆制造、封测等产业链积极延伸，提升产品工艺技术和规模量产能力，产品应用市场也向智能手机、智能穿戴、智能家居、通信基站、汽车电子、无人飞机、蓝牙耳机和网通组网设备等领域持续拓展。公司天线开关产品对标国际领先水平，获得市场高度认可；多增益 LNA 已在知名手机厂商量产导入，有望进入批量生产和供货；射频模组产品形态丰富（包括 DiFEM/LFEM/LNAbank 等），覆盖接收端的完整应用，目前已在多家智能手机厂商量产出货，成本优势显著，是业内少数能够提供射频模组产品的厂商之一；WifiFEM 产品已在移动智能终端及网通组网设备客户实现量产出货，WiFi6 连接模组产品已开始向客户送样。公司各类射频产品形成了高效协同效应，持续扩大产品的市场份额。

研发创新实力强化竞争优势，把握 5G 和射频芯片国产替代机遇：通过高效推进研发创新，公司加快了新产品的研发和迭代速度，缩短了产品上市时间，提升了产品的差异化水平，能够全面地响应客户的个性化需求，并且产品的成本优势显著，市场竞争优势不断强化。目前，公司客户覆盖三星、HMOV 等全球主要安卓手机厂商，随着 5G 市场加速扩容和射频芯片国产替代进程的推进，公司长期成长动能充足。

盈利预测与投资评级：我们预计随着各类射频产品结构的优化和客户拓展的推进，公司营收规模和盈利能力有望持续提升，我们将 2021-2022 年的归母净利润从 12.72/16.04 上调至 20.18/28.27 亿元，预计 2023 年归母

请务必阅读正文之后的免责声明部分

净利润为 36.13 亿元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 68/48/38 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

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