东吴证券晨会纪要

2021 年 04 月 13 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：社融遇冷，房贷需求为何居高不下？——2021 年 3 月金融数据点评

社融遇冷，房地产需求为何迟迟无法降温？除了企业中长期贷款的高增以来，今年值得注意的居民中长期贷款增长的强劲，背后对应的多是居民按揭需求居高不下，这与疫情后家庭储蓄水平显著上升、经济复苏下利率水平依旧偏低密切相关。

固收金工

固收季度报告：2021 年二季度固定收益策略——以静制动，以逸待劳

二季度关注点：经济数据的变化和政策的配合。目前债券处于利空钝化，所以存在阶段性下行的机会，但并不会一蹴而就，密切关注中美关系的变化，二季度依旧收益率磨顶阶段，等待数据和政策的边际改变。

从点位来看，二季度 10 年期国债中枢为 3.0%，波动范围在 2.8%-3.5%之间；10 年期国开债中枢为 3.5%，波动范围为 3.3%-3.9%之间。

行业

环保工程及服务行业周报：推进生态环保重大工程项目融资，第二轮第三批中央环保督察全面启动

环境部国开行联合发文推进生态环保重大工程项目融资。4 月 9 日，生态环境部与国家开发银行联合发布《关于深入打好污染防治攻坚战共同推进生态环保重大工程项目融资的通知》，通知要求精准支持深入打好污染防治攻坚战的重点领域。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

推荐个股及其他点评

华阳集团（002906）：2020 年业绩快报点评：芯片短缺+原材料上涨背景下，业绩依然靓丽

我们预计 20-22 年归母净利润 181/300/450 百万元，同比+143.0%/+65.8%/+50.0%，对应 PE 为 76.35/46.12/30.75 倍，维持“买入”评级。

龙马环卫（603686）：2020 年年报点评：新能源装备销量大增 144.44%，环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct

公司 2020 年营收 54.43 亿元，同增 28.75%；归母净利润 4.43 亿元，同增 63.71%，扣非归母净利润 3.99 亿元，同增 61.76%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同升 5.19pct 至 16.43%。

宏观策略

宏观点评：社融遇冷，房贷需求为何居高不下？——2021 年 3 月金融数据点评

事件

央行公布 3 月金融数据，新增信贷 2.73 万亿元，前值 1.36 万亿元；社融增量 3.34 万亿元，前值 1.71 万亿元；社融存量同比 12.3%，前值 13.3%。M2 同比 9.4%，前值 10.1%；M1 同比 7.1%，前值 7.4%。

观点

3 月新增信贷和社融如期回落，但如何合理评估金融数据？此前市场已经普遍预期 3 月金融数据同比会显著回落，但季节性因素叠加部分疫情期间刺激政策的退出导致可观评估 3 月数据存在不少困难。我们可以尝试从以下价格角度来分析：

角度一：第一季度新增信贷同比多增的含义。如果从第一季度信贷增量来看，比去年同期多增加 5741 亿元，其中居民和非金融企业中长期贷款分别同比多增 7200 亿和 1.43 万亿元。如果按照 2020 年或者 2015 年至 2019 年均值情形的节奏来推演，今年信贷总增量均将超过 20 万亿，无疑这是好于市场预期的。

角度二：表内热，“表外冷”。去年 3 月社融大幅上涨的一个重要原因是政府净融资规模增幅超 6000 亿元，如果我们剔除政府融资来和季节性因素来观察，3 月社融同比减少 1.59 万亿。主要负向贡献来自于企业债融资和未贴现承兑汇票，这反映出 3 月信用市场和表外融资渠道萎缩，银行信贷成为金融“输血”的主要途径。

角度三：信贷如何反映不急转弯。从经济周期所处的位置和季节性特征来看，今年和 2010 年十分相似，不同的是两者在宏观政策基调上存在较大的区别，2010 年政策收紧的速度明显快于当前，第一季度新增信贷同比减少 1.98 万亿。

信用压力下融资渠道转移，社融和信贷出现分化。第一季度新增信贷同比多增 5741 亿元，而同期社融同比少增 8730 亿元。主要原因在企业债和政府债券净融资分别少增 9178 亿元和 9197 亿元，而信托贷款同比多减 3440 亿元。这与今年经济、政策的主线相符，信用结构性收紧下信用风险导致企业债融资萎缩，银行信贷成为“输血”的主要渠道；专项债发行节奏拖后和影子银行压降是第一季度政府债券和信托净投资形成拖累的重要因素。

社融遇冷，房地产需求为何迟迟无法降温？除了企业中长期贷款的高增以来，今年值得注意的居民中长期贷款增长的强劲，背后对应的多是居民按揭需求居高不下，这与疫情后家庭储蓄水平显著上升、经济复苏下利率水平依旧偏低密切相关。

M2 增速不及预期，关注银行稳存款压力。3 月尽管财政存款继续下降，但非金融企业和居民存款同比少增 1.46 万亿和 4100 亿，导致 M2 同比增速弱于预期，这主要是因为去年同期企业和居民融资上升但支出大幅下降有关。不过值得注意的是旺盛的贷款“遭遇”一般存款增速放缓，将对银行负债端形成压力，长端资金需求将导致同业存单发行利率居于高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

位，这可能成为央行后续定向降准或超量续作 MLF 的导火索。

风险提示：疫情变异不可控，全球货币继续扩大宽松；中国经济出现过热迹象，输入型通胀失控，央行超预期收紧货币政策。

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔）

固收金工

固收季度报告：2021 年二季度固定收益策略——以静制动，以逸待劳

1. 专题研究：美债抬升风格，大宗商品价格

要点：

（1）名义利率（美债 10Y）=通胀预期（BEI rate 10y）+实际利率（TIPs 10Y）;

（2）通胀预期同大宗商品价格正相关；实际利率短期负相关，中长期正相关；

（3）美债 10Y 未来抬升风格，影响对大宗商品价格走势。

展望：

（1）2021 年美债 10Y“缓”抬升判断不改变；

（2）情景 1：美债 10Y 抬升更多由通胀预期引起，而非实际利率抬升。这一情景下，实际利率在短期对大宗商品价格的压制将比较小，而通胀预期将同大宗商品价格一齐抬升，通胀预期震荡上行至 2.5%，而布油则有望上探至 80-100 美元/桶；情景 2：美债 10Y 抬升更多由实际利率抬升引起，而非通胀预期。这一情景下，实际利率在短期对大宗商品价格的压制将比较大，大宗商品价格将呈现震荡行情；

（3）未来真实的情景，或许将是情景 1 和 2 相互交替，这意味着投资人需要持续在风格 1-3 中做轮替，保持风险敞口的灵活性，时刻关注美债 10Y 抬升风格的变化。

2. 国内宏观分析

我们从经济数据（制造业投资、房地产投资、基建投资、消费）、物价数据、进出口数据、金融数据及债券供给角度进行分析预测，得出 2021 年 GDP 受基数效应影响前高后低的走势，估计 GDP 一季度 18.6%，二季度 8.2%，三季度 6.5%，四季度 5.2%，全年 9%，逐个季度减少对长债的压制。

3. 二季度固定收益策略

二季度关注点：经济数据的变化和政策的配合。

目前债券处于利空钝化，所以存在阶段性下行的机会，但并不会一蹴而就，密切关注中美关系的变化。二季度依旧收益率磨顶阶段，等待数据和政策的边际改变。从点位来看，二季度 10 年期国债中枢为 3.0%，波动

请务必阅读正文之后的免责声明部分

范围在 2.8%-3.5%之间；10 年期国开债中枢为 3.5%，波动范围为 3.3%-3.9%之间。

4. 风险提示

（1）基本面：国内经济恢复节奏不及预期，疫情反复可能性仍存，信用违约风险超预期

（2）政策面：地方债供给量超预期，货币政策受通胀影响超预期收紧

（3）地缘政治：中美关系发展不确定性，民粹情绪反弹超预期

（证券分析师：李勇）

行业

环保工程及服务行业周报：推进生态环保重大工程项目融资，第二轮第三批中央环保督察全面启动

重点推荐：瀚蓝环境，盈峰环境，ST 宏盛，高能环境，龙马环卫，中再资环，北控城市资源，玉禾田，维尔利，深圳燃气

建议关注：洪城水业，海螺创业，上海环境

环境部国开行联合发文推进生态环保重大工程项目融资。4 月 9 日，生态环境部与国家开发银行联合发布《关于深入打好污染防治攻坚战共同推进生态环保重大工程项目融资的通知》，通知要求精准支持深入打好污染防治攻坚战的重点领域，以中央生态环境资金项目储备库为基础，加快推动实施大气、水、土壤等污染防治、重大项目与绿色产业促进、环境科学技术转化等工作。在中央项目库中补充建立金融支持生态环保项目储备库，加强固体废物和危险废物处理处置及资源综合利用、区域环境协同治理等重大项目，以及生态环境导向的开发模式、生态补偿、“无废城市”建设等试点项目的储备与支持。要加大生态保护重点项目政策支持，国家开发银行对项目库与环境部推荐的重点项目优先开展尽职调查与审查审批，优先安排贷款投放、优先给予优惠利率、优先给予延长贷款期限等优惠信贷政策支持。

中央生态环保督察组将进驻 8 省区，严禁“一刀切”“滥问责”。第二轮第三批中央生态环境保护督察全面启动。8 个督察组分别对山西、辽宁、安徽、江西、河南、湖南、广西、云南 8 个省(区)开展为期约 1 个月的督察进驻工作。文件强调，严禁为应付督察采取紧急停工停业停产等简单粗暴行为，以及“一律关停”“先停再说”等敷衍应对做法。

碳中和投资框架及环保产业映射：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架，碳交易提供有效制度支撑。从环保视角来看，1）能源替代：前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2）节能减排：中端推动产业转型，关注节能管理&减排设备应用。3）循环利用：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4）环境咨询：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5）碳交易：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。

十四五政策强化聚焦碳减排，关注付费方式、业务模式、技术驱动积极转变。a)付费模式：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；b)业务模

请务必阅读正文之后的免责声明部分

式：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；c)技术驱动：技术权重增加，技术壁垒提升。推荐优质细分赛道：1）大行业小公司轻资产，物业化、电动化促环卫边界扩张壁垒提升：推荐盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫：电动装备利润释放&环服盈利份额双升的装备龙头；玉禾田、北控城市资源：具备差异化管理优势的环服龙头；碧桂园服务：股东背景加持、环服份额提升的物管龙头。2）垃圾焚烧行业刚性需求持续扩张，推荐瀚蓝环境：具备强整合能力、成长确定性的稀缺优质资产。3）新政扶持强化再生资源行业壁垒，推荐中再资环：废电拆解龙头规模&份额双升。4）聚焦精准治理，环境咨询市场空间广阔：关注南大环境：具备资质、技术、跨区域发展核心竞争力。

最新研究：东吴碳中和系列报告（七）：碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系；碧桂园服务深度：大物业+大社区，物管龙头迎高速成长新格局；东吴碳中和系列报告（五）：环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

华阳集团（002906）：2020 年业绩快报点评：芯片短缺+原材料上涨背景下，业绩依然靓丽

投资要点

公告要点：公司 2020 年营收 33.74 亿元，同比-0.27%；归母净利润 1.81 亿元，同比+143.04%。其中，2020Q4 实现营收 12.56 亿元，同比+32.69%；实现归母净利润 0.92 亿元，同比+1164%。2021Q1 公司预计归母净利润为 5,100 万元~5,800 万元，同比+187.90%~+227.41%；扣非后归母净利润为 5,000 万元~5,700 万元，同比增长+851.71%~+984.95%。

新产品&新客户拓展+疫情有效控制，2021Q1 业绩持续提升

2021Q1 受芯片短缺+原材料成本上涨影响下，公司预计归母净利润为 5,100 万元~5,800 万元，同比+187.90%~+227.41%，略超我们预期，主要原因在于：1）2020 年公司双联屏产品新增配套的长安 Unit 新车型，以及 HUD 产品新增配套长城的第三代哈弗 H6 等多款车型开始放量。2）国内新冠疫情得到有效控制，汽车市场回暖，汽车电子及精密压铸业务持续增长。3）公司持续精益管理下，提质增效，盈利能力持续提升。

展望 2021 年，产品放量&客户结构升级助力业绩向上

中控&仪表产品受益客户持续结构升级：智能座舱产品由以长城等主要客户不断拓展到长安、广汽、长安福特等新客户，其中中控、仪表产品收入受益于长安 Unit 等车型的逐步放量。HUD 产品快速放量：产品受益于东风日产和长城多款车型的放量，并在近阶段新增长城 F7 改款及 WEY 系列 W-HUD、广汽 ARHUD 项目的定点，以及已经进入部分合资车企及国外汽车集团的供应商体系，公司正参与相关项目的竞标。与华为合作打开长期成长空间：与华为合作落地的 Hicar 车机互联产品已配套给众多车型；在 2020 年 9 月北京车展上，华为海思与华阳联合发布 360° AVM

请务必阅读正文之后的免责声明部分

智能环视系统；随着华为在汽车业务的产品逐步落地，华阳作为华为汽车生态的主要合作伙伴可以参与更多的分工合作。随着新产品和新客户逐步放量，叠加 2020 年同期低基数，助力 2021 业绩向上。

盈利预测与投资评级:

核心逻辑在于：1）行业红利正当时，一芯多屏升级，智能座舱量价齐升可期；2）高性价比+快速响应能力的双重优势下，国产替代加速；3）HUD 产品终放量，公司长达 8 年研发储备，受益成本下行，HUD 渗透率加速提升；4）与华为全方面合作开启，打开远期成长空间。我们将 20-22 年净利润预测 179/296/454 百万元调整为 181/300/450 百万元，同比+143.0%/+65.5%/+50.0%，对应 PE 为 76.35/46.12/30.75 倍，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）

龙马环卫（603686）：2020 年年报点评：新能源装备销量大增 144.44%，环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct

投资要点

事件：公司 2020 年营收 54.43 亿元，同增 28.75%；归母净利润 4.43 亿元，同增 63.71%，扣非归母净利润 3.99 亿元，同增 61.76%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同升 5.19pct 至 16.43%。

2020 年归母净利润高增 63.71%，环服剔除补贴毛利率同增 1.31pct。2020 年公司归母净利润高增 63.71%，主要系环服收入增加效率提升/加强应收账款管理贷款回笼/疫情优惠政策贡献，毛利率同增 1.37pct 至 27.10%。1）环卫装备：营收 23.76 亿元，同减 1.06%，毛利率 29.01%，同减 0.98pct。其中新能源装备营收 3.33 亿元，同增 171.88%，毛利率 37.07%，同减 7.98pct。2）环卫服务：营收 30.27 亿元，同增 69.21%，毛利率 25.75%，同增 5.65pct，剔除补贴影响毛利率 21.42%，同增 1.31pct。

2020Q4 营收首破 15 亿元，归母净利润连续三季度破亿元。2020Q4 公司营收创新高达 15.48 亿元，同增 28.57%，归母 1.12 亿元，同增 57.75%。

新能源环卫装备销量大增 144.44%显著高于行业，市占率 8.82%排名第三。2020 年公司环卫装备总销量 6916 辆，同减 15.72%。根据银保监会交强险数据，公司环卫装备销量市占率 5.49%，排名第三。其中，新能源装备销量 352 台，同增 144.44%，高于行业同比下降 2.58%的水平，占公司装备总销量的 5.09%，同增 3.33pct，市占率 8.82%，排名第三。

2021Q1 环服订单新增年化 2.52 亿元，突破新型业务和地域边界。2020 年公司环服新增年化 6.59 亿元，同减 46.29%，排名行业第七，新签合同总额 24.32 亿元，同减 78.15%；截至 2020 年底，在手年化 33.67 亿元，同增 27.78%，在手合同总额 284.24 亿元，同增 12.23%；待履行合同总额 195.18 亿元。2021Q1 公司新增年化金额 2.52 亿元，合同总金额 17.67 亿元。公司横向拓宽存量项目服务范围，尝试物业城市，成功开拓重庆、陕西、吉林等空白省份，实现了业务和地域范畴的双重突破。

费用管控得力，期间费用率下降。2020 年公司期间费用同增 22.37%至 8.15 亿元，若剔除业绩激励基金 7588.18 万元影响，同比仅增加 11.97%，低

请务必阅读正文之后的免责声明部分

于收入增幅。公司期间费用率下降 0.78pct 至 14.97%。

公司新能源装备高增市占率领先，装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升。环卫新能源需求受政策与经济性驱动长周期释放，我们预计 2020-2025 年渗透率从 3.19%提升至 15%，销量年化增速 48%，市场空间年化增速 41%，2025-2030 年渗透率提升至 80%，销量年化增速 47%，市场空间年化增速 47%。2020 年公司新能源环卫装备销量高增显著高于行业水平，市占率有望维持前 3。公司切入环服 5 年，在装备制造、销售渠道、智慧环卫方面具备协同优势，增强拿单能力。

盈利预测：我们维持 2021-2022 年净利润预测 4.92/5.79 亿元，预计 2023 年净利润 6.83 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.18/1.39/1.64 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/12/10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，环卫装备销售不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理）

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