东吴证券晨会纪要

2021 年 04 月 06 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：行业风火轮

两个 PMI 背离在历史上并不少见。
背离原因主要在于样本差异+季节性因素。
财新 PMI 对市场整体的指导意义可能更强
行业风格表现：中小盘一般更优，行业无明显规律。
风险提示：企业盈利不及预期；历史经验不代表未来。

固收金工

固收周报：周观：4 月流动性前瞻，美债各期限迈入“徘徊期”（2021 年第 11 期）

除 1 月底 DR007 和 R007 短暂冲高外，今年资金面始终保持平稳，4 月份流动性是否会出现明显变化：围绕影响超储率的五个因素，即外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动，对重点债券供给进行分析。（1）外汇占款维持低波动，环比减少 30 亿美元左右，对流动性影响温和。2021 年 2 月份外汇占款为 211634 亿元，环比增加 235 亿元，外汇占款自 2019 年 5 月以来较前值相对稳定，每月环比波动幅度较小，今年 1-2 月的外汇占款环比变动分别为 0.04%和 0.11%，整体并无大幅变化。外汇占款的持续稳定使央行向货币市场释放的资金相对稳定，对流动性影响温和。

固收周报：转债保护力由谁决定？

整体上看，保护力强的转债占比达到了 42.8%，强及较强两组的占比达到了 90.4%，转债确实在此次大回调中提供了应有的保护作用。转债市场保护作用强的主力军为中等评级（AA 及 AA-）、中等规模（30-50 亿）、较高债底（95-100 元）的品种，且估值高低分布均衡，行业集中在顺周期，在正股的带动下转债走势良好。具体地，各评级转债与整体样本分布状况相当一致，难以说明信评对转债保护力的影响；中等规模（30-50 亿）的转债既可以允许机构投资者进入，也更不易受到抱团和踩踏的影响，有其特殊的保护力；债底分布和债券保护力之间有一定的非平衡性，难以解释。

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报

2021 年 4 月最新持仓行业为：轻工制造、房地产、通信、采掘、商业贸易、建筑装饰。

金工定期报告：【东吴金工 CPV 因子月报】价量相关系数的其他计算方式：整月计算 20210331

3 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“CPV 因子”组合的收益率为 1.17%，中证 500 指数收益率为-2.39%，组合对冲指数收益为 3.56%。

金工定期报告：【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20210331

3 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“UID 因子”组合的收益率为 4.73%，中证 500 指数收益率为-2.39%，组合对冲指数收益为 7.12%。

金工定期报告：【东吴金工 “殊途同归”因子月报】“殊途同归”动量因子绩效月报 20210331

3 月份“殊途同归”因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“殊途同归”组合收益为 1.74%，中证 500 指数收益为-2.39%，组合对冲指数收益为 4.13%。

行业

电气设备新能源行业周报：电动车 3 月销量超预期，玻璃降价或提振光伏需求

电气设备 8171 上涨 3.11%,表现强于大盘。光伏涨 5.31%，工控自动化涨 3.51%，发电及电网涨 1.49%，新能源汽车涨 1.34%，发电设备涨 0.09%，锂电池跌 0.43%，核电跌 2.01%，风电跌 3.72%。涨幅前五为中电电机、银星能源、锦浪科技、良信电器、宝光股份；跌幅前五为龙源技术、台海核电、中环装备、光一科技、安科瑞。

通信行业跟踪周报：本周专题：从华为年报看数字化转型的投资机会

本周策略观点：1、外部承压下，华为业绩依旧坚挺，疫情刺激 B 端业务迎来增长

2、5G 与云计算助力数字化转型，“智能体”渗透千行百业

3、生态优势逐步显现，发力全场景智慧生活

首推组合：中国联通、中兴通讯、中科创达、中际旭创、天孚通信、淳中科技。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

计算机应用行业：信创网安板块一季报前瞻

中美博弈愈演愈烈，自主创新时不我待。十四五规划把科技创新提到前所未有的高度，科技自主自强的信创战略不可逆转。在目标已定、情势所趋、安全所需等众多因素发酵与驱动下，信创产业布局、协同发展将会加速落地，成为实现十四五创新发展的重要抓手。2021 年党政信创招标持续开展，央企亦率先进行国产化；今年建党 100 周年和护网行动频次增加推高网安板块景气度，我们首推基本面拐点最大、业绩持续兑现的信创，其次是景气度高、估值便宜的网络安全，4 月份关注一季报业绩高增提升公司业绩确定性的机会。

国防军工：行业将延续高景气，重点关注优质赛道核心标的

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长持续性强的认识，我们维持行业“增持”评级。

机械设备行业跟踪周报：首个 HJT 量产项目超预期利好核心设备商，制造业景气持续建议关注机床行业

【光伏设备】首个 HJT 电池量产项目试产效率超预期，看好核心设备商。

【半导体设备】芯片全面涨价，建议关注近期估值回调的优质设备龙头

【机床行业】制造业复苏背景下产业链需求旺盛，建议关注国产机床和刀具龙头

环保工程及服务行业周报：《碳排放权交易管理暂行条例》加速碳市场落地，四川出台首个省级碳中和推广方案

生态环境部起草《碳排放权交易管理暂行条例(草案修改稿)》，健全交易机制加速全国碳市场落地。近日，生态环境部组织起草了《碳排放权交易管理暂行条例(草案修改稿)》并公开征集意

见。修改稿明确，1）重点排放单位义务：控制排放，如实报告数据及时足额清缴，公开交易信息并接受监管。2）配额分配：实行总量控制，初期以免费分配为主，适时引入有偿分配，逐步扩大有偿分配比例。3）自愿减排核证：鼓励可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目，项目实施单位可申请减排量核证用于交易抵销一定比例的配额清缴。

汽车行业周报：3 月累计批发同比 2019 年-11%，优中选优

优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：长城（A+H）+吉利（H）。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：福耀玻璃+星宇股份+拓普集团+中国汽研+德赛西威+华阳集团

化工行业 2021 年 4 月第一周周报：顺周期白马股反弹，关注业绩高弹性标的

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱、经济好转，推荐顺周期白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技、奥福环保和瑞丰新材。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

教育行业周报（2021 年第 13 期）：港股学校类公司 2020 年业绩高增长，“外延扩张红利期+内生稳定增长”的主逻辑不变

我们仍保持“外延扩张红利期+内生稳定增长”的投资逻辑不变，长期看好港股学校类公司：需求端高等教育毛入学率仍有提升空间，高等教育学费市场化定价趋势不变，中期 3-5 年内仍是并购红利期。从社会价值来看，民办学校对财政相对紧张，优质教育资源相对欠缺的地方有重要意义。建议持续关注：天立教育、中教控股、希望教育、华夏视听教育、中国科培、中国东方教育等。

商业贸易行业跟踪周报：奥园美谷多举措布局医美生态，大医美赛道持续关注

奥园美谷收购浙江连天美 55%股权，布局医美机构。推出股权激励计划绑定核心人员，健全长效机制。通过产学研合作切入胶原蛋白市场。大医美赛道持续关注。

医药生物行业：为何近期医疗服务 、医美大幅上涨？

2021 年重点推荐十支核心资产个股：恒瑞医药、信达生物、智飞生物、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱美客、爱尔眼科、益丰药房、康泰生物；其二关注 Q1 业绩大概率较好、全年业绩高增长、估值相对便宜的个股，重点推荐司太立、九洲药业、信邦制药、普洛药业、美诺华等；其三关注新技术，随着诺辉健康、海泰新光等上市，肿瘤早筛、荧光内窥镜等已进入资本市场视野。

电子：硅片价格看涨，芯片涨价潮延续

目前，全球半导体市场供不应求，供需矛盾沿着半导体产业链逐步蔓延，已从晶圆代工领域传导至上游硅片环节。本轮硅片供需关系趋紧的主要原因在于：全球硅片产能虽有扩张但幅度

有限，而终端产品需求激增带动晶圆制造厂投片量快速增长，导致硅片供需错位。

推荐个股及其他点评

神州数码（000034）：2020 年年报点评：业绩符合市场预期，云和信创加持下的性价比品种

事件：公司 2020 年实现营收 920.60 亿元，同比增长 6.06%；扣非归母净利润为 6.52 亿元，同比增长 11.97%，符合市场预期。

固德威（688390）：首次股权激励实施，逆变器+储能高增长开启

我们预计公司 20-22 年归母净利润为 2.65/4.89/6.65 亿元，同比+158.1%/+84.2%/+36.1%，对应 EPS 为 3.02/5.55/7.56 元。目标价 277.5 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

新洁能（605111）：本土 MOSFET 领军者，卡位高景气功率赛道

公司主营业务为半导体芯片和功率器件的研发、设计及销售，主要产品包括 MOSFET、IGBT 等芯片和功率器件，相关产品广泛应用于消费电子、汽车电子、工业电子、新能源等领域。

ST 宏盛（600817）：2020 年年报点评：宇通重工扣非 2.48 亿远超业绩承诺，环卫装备&服务增长态势良好

事件：公司发布年报，2020 年实现营业收入 34.84 亿元，调整后同比增长 8.62%；归母净利润 2.94 亿元，调整后同比减少 4.94%，接近预告上限，符合我们的预期。加权平均 ROE 调整后同比减少 1.57pct，至 22.24%。

青岛啤酒（600600）：2020 年年报点评：业绩基本符合市场预期，产品结构升级，盈利能力进一步释放

2020 年年报点评：业绩基本符合市场预期，产品结构升级，盈利能力进一步释放

渠道恢复较快，产品结构升级

毛利稳步提升，控本效果明显

消费场景升级，经销网络优化

贵州茅台（600519）：2020 年年报点评：整体均价有望提升，长期增长确定性高

营收利润稳健增长，业绩目标顺利达成。

销售费用有所降低，盈利能力稳步提升。

直销渠道发展迅速，经销收入稳定增长。

终端需求保持旺盛，整体均价有望提升。

瀚蓝环境（600323）：2020 年年报点评：大固废格局逐步成型，三年分红比例规划不低于 30%

事件：公司发布 2020 年年报，实现营收 74.81 亿元，同增 21.45%；归母净利润 10.57 亿元，同增 15.87%；扣非 10.20 亿元，同增 17.57%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同增 0.35pct，至 14.96%。公司拟每 10 股派发 2.2 元现金红利，股息率为 0.85%（按年报披露前一日股价计算）。

东方财富（300059）：可转债发行在即，实力增强继续扩张

公司可转债发行在即，资本实力增强后证券业务进一步扩张，叠加基金上线流量变现第三层级加速启动，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2021、2022 年归母净利润分别为 48.33、60.78 亿元，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：行业风火轮

两个 PMI 背离在历史上并不少见。3 月中采 PMI 51.9%，较 2 月季节性回升 1.3 pct；但财新 PMI 连续 4 个月持续下行。2011 年以来，二者短期走势背离多达 46 次，但此次环比变动偏离幅度超过 1.5pct，2011 年以来仅 2012/3、2016/7、2018/3、2019/2 四次。

背离原因主要在于样本差异+季节性因素。中采与财新 PMI 样本范围不同，中采 PMI 中高工业增加值行业权重更大；财新 PMI 偏向中小企业，与出口同比相关性更高。财新 PMI 每年 2-3 月的季节性效应明显弱于中采 PMI。

财新 PMI 对市场整体的指导意义可能更强。2018 年后，财新 PMI 与上证综指的相关性在多数时间都强于中采 PMI。

行业风格表现：中小盘一般更优，行业无明显规律。两个 PMI 背离期间，一般中证 1000 表现优于沪深 300，主要由于经济趋势尚不明朗，中小盘与宏观经济相关性相对低；行业表现看，两个 PMI 背离期间的领涨行业并无明显规律。

风险提示：企业盈利不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：周观：4 月流动性前瞻，美债各期限迈入“徘徊期”（2021 年第 11 期）

观点

除 1 月底 DR007 和 R007 短暂冲高外，今年资金面始终保持平稳，4 月份流动性是否会出现明显变化：围绕影响超储率的五个因素，即外汇占款、对其他存款性公司债权（主要关注央行公开市场操作）、财政存款、货币发行和法定存款准备金变动，对重点债券供给进行分析。（1）外汇占款维持低波动，环比减少 30 亿美元左右，对流动性影响温和。2021 年 2 月份外汇占款为 211634 亿元，环比增加 235 亿元，外汇占款自 2019 年 5 月以来较前值相对稳定，每月环比波动幅度较小，今年 1-2 月的外汇占款环比变动分别为 0.04%和 0.11%，整体并无大幅变化。外汇占款的持续稳定使央行向货币市场释放的资金相对稳定，对流动性影响温和，我们预计 4 月外汇占款环比减少 30 亿美元左右，对流动性稍有负面影响。（2）公开市场操作 3 月保持稳健操作，4 月货币政策维持中性。央行在公开市场方面连续 3 周完全对冲到期量，央行一季度例会对经济形势判断乐观，伴随着“防风险、稳杠杆”的要求，未来流动性收敛可能性加大，但考虑到 4 月债券供给放量，公开市场操作方面或通过灵活调整来对冲。（3）4 月财政存款净增加 3000 亿左右。根据以往经验 4 月财政存款环比较 3 月财政存款明显上升，我们预计 4 月份财政存款将收缩流动性约 3000 亿。（4）M0 环比减少 340 亿元左右。根据历年 M0 环比变动数据，4 月份

M0 较 3 月会小幅下降。我们预计 4 月 M0 环比约减少 340 亿元，对银行间流动性有一定负面影响。（5）法定存款准备金增加 200 亿元左右。测算缴准对流动性的影响，首先需要预估缴准基数的变动。我们预计 4 月份缴准基数环比增加约 200 亿元。从上述五因素来看，4 月份流动性处于中性偏紧状态，但由于公开市场操作到期量不大，整体压力处于可控状态。

美债 10Y 近期有所震荡、调整，至截稿时至 1.714%，抬升风格有无切换，全年如何来做思考：近期美债 10Y 仍基本延续 3 月份以来的抬升风格，实际利率宽幅震荡寻找方向，通胀预期持续震荡上行至 2.35%，自年初以来进一步逼近近二十年顶部 2.5%。但若比较名义水平两次挑战 1.74%的结构来看，美债 10Y 分别于 3 月 19 日、31 日挑战 1.74%，19 日更依赖实际利率，31 日更依赖通胀预期，美债 10Y 破位似乎对通胀预期的依赖有所增强，这并不是一个美债 10Y 后市可持续抬升的倾向。另外，从另一种拆分法，即期限利差角度做观察。10Y-2Y 分别于 3 月 9 日、19 日以及 4 月 1 日触及 17BPs 阶段性高点，10Y-2Y 未进一步延续前期持续走高的主要原因在于，美债 2Y 自 2 月以来的持续攀升；另一个指标 10Y-3M，由于近期美债 3M 放缓了下跌，10Y-3M 同期也出现了抬升速率放缓的迹象。整体来看，各期限美债收益率都“暂时”中止了前期或上、或下的势头，整体进入“徘徊期”，未来的方向感较不透明。我们认为一方面是前期各期限的波动率整体过大，市场需要消化，预期需要进一步整合，这同我们一直强调的“缓”抬升基线需求相关：联储包括市场并不希望一波无调整地单边快速上升的美债 10Y，当前的“徘徊”是正常的；另一方面，进入二季度，通胀的基数效应究竟会把（核心）通胀推至多高？全球疫情有无第四波？会变得比较重要；相对应地，中美地缘政治冲突，美国劳动力市场收紧进度，市场 price-in 的程度反而看上去相对较高。

风险提示：流动性中性偏紧，疫情反弹可能性仍存，中美关系紧张。

（证券分析师：李勇）

固收周报：转债保护力由谁决定？

报告摘要

转债保护力由谁决定？2021 年 2 月 22 日至 3 月 19 日，权益市场经历了大幅回撤，几大股指在这四周中全面下跌，但几大转债指数逆势回升，走出了数次小“V”字型走势，在 3 月的前三周内略有涨幅。然而，在此次观察期（20 日）中，有 10 日下跌的转债数过半（166 只），有 15 日下跌的转债数过三分之一（110 只），从个券的跌幅来看，转债似乎并未在此次大回调中提供应有的保护作用。为此，我们重新定义了转债保护力，综合四周的表现，将市场上的转债分为强、较强、中/弱三组，观察各组在估值、行业、规模、评级、债底上的分布，探究债券保护性到底与哪些指标密切相关，与哪些指标并无关联。

样本定义：仅将转债下跌且跌幅大于正股的情况定义为无保护力，并赋值为-1。通过比较 2021 年 2 月 22 日-2021 年 3 月 19 日期间转债和正股的周内涨跌幅（每周一至周五），每支转债都得到 4 个分数，我们将总得分为 0 的转债定义为（保护力）强；总得分为-1 的转债定义为较强；得分为-2 的转债定义为中；总得分为-3 的转债定义为弱，总得分为-4 的转债定义为无（保护力）。为了方便比较，最终将样本划分为 3 组：强 142 只，较强 158 只，中/弱 32 只。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

保护力强的转债集中在顺周期行业：从个券占比来看，保护力强及较强组在所有行业内的占比均达到了 66.67%及以上；在钢铁、家用电器、采掘、国防军工、休闲服务、非银金融、交通运输、传媒以及农林牧渔 9 个行业的占比达到了 100%；在电子、公用事业、机械设备、建筑装饰、有色金属、计算机、银行、纺织服装及轻工制造 9 个行业的占比达到了 90%。转债整体保护力不弱，且集中在顺周期行业，一般在正股的带动下转债走势同样良好。

结论：整体上看，保护力强的转债占比达到了 42.8%，强及较强两组的占比达到了 90.4%，转债确实在此次大回调中提供了应有的保护作用。转债市场保护作用强的主力军为中等评级（AA 及 AA-）、中等规模（30-50 亿）、较高债底（95-100 元）的品种，且估值高低分布均衡，行业集中在顺周期，在正股的带动下转债走势良好。具体地，各评级转债与整体样本分布状况相当一致，难以说明信评对转债保护力的影响；中等规模（30-50 亿）的转债既可以允许机构投资者进入，也更不易受到抱团和踩踏的影响，有其特殊的保护力；债底分布和债券保护力之间有一定的非平衡性，难以解释。在上述分析中，对于债券特性的观察是基于评级、规模和债底之间互相独立的假设，但是，在实际情况中这些之间往往有着不可分割的相关性，或许会影响到我们的结论。同时，由于样本数量分布不均衡，我们发现最低评级（A）的转债保护力最强，最高债底（100-110 元）的转债反而保护力最弱。说明上述结论或许需要通过拉长观察期、改换抽样标准等方式来进行进一步的检验。

风险提示：权益市场大幅波动，宏观经济增速不如预期，监管政策超预期。

（证券分析师：李勇）

金工定期报告：行业估值偏离度因子绩效月报

报告要点

因子多空对冲绩效：2009 年 1 月至今，行业估值偏离度因子在 28 个申万一级行业中，5 分组多头对冲空头的年化超额收益为 13.87%，年化波动 10.55%，夏普比率 1.31，历史最大回撤 14.26%，月度胜率 64.63%；多头对冲全市场行业等权组合的年化收益为 7.38%，年化波动 6.66%，夏普比率 1.07，历史最大回撤 6.92%，月度胜率 59.18%。

3 月因子组合收益统计：在申万一级 28 个行业中，选取偏离度因子最小的 6 个行业，等权重构建行业估值因子多头组合，选取偏离度因子最大的一组，等权构建行业估值因子空头组合。2021 年 3 月份多头组合收益率为 2.90%，空头组合收益率为-2.44%，全行业等权组合收益率为-1.36%，多头超额收益为 4.25%，多空对冲收益为 5.34%。

2021 年 4 月最新持仓行业为：轻工制造、房地产、通信、采掘、商业贸易、建筑装饰。

行业估值偏离度因子简介：由于壳溢价与龙头溢价存在，上市公司的市值与公司净利润并非简单的线性关系，通过二次线性拟合能够更加全面地反映行业内的估值结构。通过剔除龙头公司与壳公司，间接计算行业估值偏离度 SVD 指标，该指标越低说明行业中龙头公司与壳公司的相对估值溢价越高，则行业更被看好走出强势行情。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大

请务必阅读正文之后的免责声明部分

变化

（证券分析师：高子剑）

金工定期报告:【东吴金工 CPV 因子月报】价量相关系数的其他计算方式：整月计算 20210331

CPV 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.58%，年化波动为 6.26%，信息比率为 2.81，月度胜率为 83.53%，月度最大回撤为 3.79%。

CPV 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 11.69%，年化波动为 8.48%，信息比率为 1.38，月度胜率为 69.41%，月度最大回撤为 14.75%。

3 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“CPV 因子”组合的收益率为 1.17%，中证 500 指数收益率为-2.39%，组合对冲指数收益为 3.56%。

4 月份“CPV 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

本期 CPV 因子“小贴士”：价量相关系数的其他计算方式——整月计算。每月月底，每只股票将其过去 20 日所有的分钟收盘价、分钟成交量数据分别合并，再计算两个序列的相关系数，得到“整月计算”的价量相关性因子。回测结果显示，整月计算的因子同样有效，与原来每日计算、再取平均得到的因子 PV_corr_avg 效果相差不大，稳定性仍然超过传统反转因子。

CPV 因子选股模型简介：在计算股票每日分钟价量相关系数的基础上，逐步挖掘了价量相关性的平均数、波动性和趋势性因子，最后综合 3 个维度的信息，构建最终的价量相关性因子 CPV。在回测期 2014/01/01-2020/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，CPV 因子的月度 IC 均值为-0.053，年化 ICIR 为-3.77，5 分组多空对冲的年化收益为 19.29%，信息比率为 3.03，月度胜率为 87.32%，最大回撤为 2.90%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 CPV 因子仍然具备良好的选股能力，其 5 分组多空对冲的信息比率甚至有所提升，可达 3.43。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 UID 因子月报】信息分布均匀度 UID 因子绩效月报 20210331

UID 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，UID 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 22.81%，年化波动为 6.64%，信息比率为 3.43，月度胜率为 84.71%，月度最大回撤为 4.20%。

UID 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，UID 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 16.01%，年化波动为 9.17%，信息比率为 1.75，月度胜率为 70.59%，月度最大回撤为 15.13%。

3 月份 UID 因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“UID 因子”组

请务必阅读正文之后的免责声明部分

合的收益率为 4.73%，中证 500 指数收益率为-2.39%，组合对冲指数收益为 7.12%。

4 月份“UID 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UID 因子选股模型简介：受到学术界“股价波动与股票信息流”关系理论的启发，从“信息冲击”的角度提出如下猜想：股价波动率大小的变化幅度，可以衡量信息冲击的剧烈程度。在此基础上，利用个股分钟数据，逐步构建了描述股票“信息分布均匀程度”的 UID 因子（theUniformityofInformationDistribution）。在回测期 2014/01/01-2020/07/31 内，以全体 A 股为研究样本，UID 因子的月度 IC 均值为-0.059，RankIC 均值为-0.074，年化 ICIR 为-4.19，年化 RankICIR 为-4.23；5 分组多空对冲的年化收益为 21.32%，年化波动为 5.84%，信息比率为 3.65，月度胜率为 83.12%，最大回撤为 2.18%。在剔除了市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UID 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 仍可达到-3.17，全市场 5 分组多空对冲的年化收益为 12.96%，信息比率为 2.61，月度胜率为 75.32%，最大回撤仅为 1.22%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

金工定期报告:【东吴金工 “殊途同归”因子月报】“殊途同归”动量因子绩效月报 20210331

“殊途同归”因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.51%，年化波动为 6.70%，信息比率为 2.61，月度胜率为 80.00%，月度最大回撤为 6.33%。

“殊途同归”因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，“殊途同归”因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 12.80%，年化波动为 8.77%，信息比率为 1.46，月度胜率为 68.24%，月度最大回撤为 8.16%。

3 月份“殊途同归”因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“殊途同归”组合收益为 1.74%，中证 500 指数收益为-2.39%，组合对冲指数收益为 4.13%。

4 月份“殊途同归”多头组合最新持仓：详见正文持仓明细。

“殊途同归”因子选股模型简介：基于“成交量能够确认或增强价格涨跌”的理念，本模型在以往“动量因子日与夜切割”研究的基础上，加入“成交量”的信息，进一步挖掘投资者交易行为的差异。研究发现，“日内量”能够对“日内价”起到显著的增强作用，即对应日内换手率越大的局部日内因子，选股能力越强；而隔夜价量关系暗藏在“昨日量”与“今日价”的错配之中，按照昨日换手率的高低对隔夜因子进行切割，昨日换手率较低的局部隔夜因子表现为反转效应，昨日换手率较高的部分为动量。最终，将改进后的日内、隔夜因子重新合成新的动量因子，在回测期 2014/01/01-2019/07/31 内，“殊途同归”新因子全 A 股样本的 5 分组多空对冲年化收益为 18.65%，信息比率为 2.89，月度胜率高达

请务必阅读正文之后的免责声明部分

86.15%，最大回撤为 6.33%。

风险提示：模型所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化；单因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

电气设备新能源行业周报：电动车 3 月销量超预期，玻璃降价或提振光伏需求

投资要点

电气设备 8171 上涨 3.11%,表现强于大盘。光伏涨 5.31%，工控自动化涨 3.51%，发电及电网涨 1.49%，新能源汽车涨 1.34%，发电设备涨 0.09%，锂电池跌 0.43%，核电跌 2.01%，风电跌 3.72%。涨幅前五为中电电机、银星能源、锦浪科技、良信电器、宝光股份；跌幅前五为龙源技术、台海核电、中环装备、光一科技、安科瑞。

行业层面：电动车：拜登宣布约 2 万亿美元大规模基建和经济复苏计划;蔚来 3 月交付 7257 台,季度交付突破 2 万台,同增 423%;小鹏汽车 Q1 交付 1.33 辆,同增 487%，其中 3 月交付 5100 辆;理想汽车 3 月交付 4900 辆,同增 238.6%;宏光 MINIEV 马卡龙订单已突破 2.3 万;传蔚来、小鹏、理想已向港交所递交上市申请;电池级碳酸锂报价 8.85 万/吨，本周+1.2%，六氟最高报价 21 万/吨，本周+6.3%，氢氧化锂 7.59 万/吨，本周+4.1%，镍报价 12.42 万/吨，本周+0.5%，三元 622 型正极报价 17.65 万/吨，本周-2.2%;新能源：美国再向光伏开刀！美参议员提案禁购中国太阳能电池板;再添贸易壁垒！印度对华太阳能涂氟背板发起反倾销立案调查;盖锡咨询发布印度市场组件排名，晶科荣登榜首;日本组件品牌市占最新排名出炉！晶科蝉联第一;固德威正式加入 600W+光伏开放创新生态联盟;本周单晶硅料 128 元/kg，上涨 4.07%；单晶硅片、电池、组件价格持稳；2.0mm/3.2mm 玻璃报价分别为 22.0/28.0 元/平米，下降 32.31%/30.00%；工控&电网：3 月制造业 PMI51.9，环比+1.3pct，其中大型/中型/小型企业 PMI 分别 52.7/51.6/50.4，环比+0.5pct/+2.0pct/+2.1pct；中国电建与广东能源集团签署战略合作协议。

公司层面：通威股份：2020 年营业收入 442 亿，同增 17.69%；归母净利润 36.08 亿，同增 36.95%；2021Q1 业绩预计 8 亿元-9 亿元，同增 132%-161%。比亚迪：1）2020 年营收 1565.98 亿，同增 22.59%，归母净利 42.34 亿元，同增 162.27%；2）21Q1 预计归母净利 2-3 亿，同增 77.56%-166.34%。赣锋锂业：2020 年营业收入 55.24 亿，同增 3.41%；归母净利润 10.25 亿，同增 186.16%。华友钴业：2020 年营业收入 211.87 亿，同增 12.38%；归母净利润 11.65 亿，同增 874.48%。固德威：公司发布股权激励草案，拟向 126 人授予 68.31 万股限制性股票，授予价格为 37.93 元/股（公告日股价 207.07 元）。天合光能：20 年营收 294.18 亿，同增 26.14%;归母净利 12.29 亿,同增 91.90%。晶澳科技:20 年营收 258.47 亿元，同增 22.17%；归母净利润 15.07 亿元，同增 20.34%。亿纬锂能：1）与德方纳米设立合资公司。2）回购股份数量 0.014 亿股，占总股本 0.07%，成交金额约 1 亿。天奈科技：20 年营收 4.72 亿，同增 22.13%；归母净利 1.07 亿，同减 2.58%。福莱特：1）2020 年营业收入 62.60 亿，同增 30.24%；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

归母净利润 16.29 亿，同增 127.09%。2）拟向公司全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.50 元（含税），共计 3.22 亿。3）投资 6 座日熔化量 1200 吨光伏组件玻璃项目，总投资额约 58 亿元。金博股份：1）20 年营收 4.26 亿，同增 78.05%；归母净利 1.69 亿，同增 117.03%；2）计划授予激励对象限制性股票 100 万股，占总股本 1.25%。孚能科技：研发出可达到 330Wh/kg 高能量密度电池，正在进行新国标测试。杉杉股份：1）2020 年营业收入 82.16 亿，同减 5.35%；归母净利润 1.38 亿，同减 48.85%。2）业绩预增：预计 2021Q1 归母净利润 2.5-2.8 亿，同增 3.34-3.64 亿。

投资策略：电动车 2 月国内 11 万辆，同增 585%，新势力和 TeslaQ1 销量超预期，预计 3 月 18-20 预期将贴上限，Q1 销量上修至 48-50 万，21 年 240-260 万，同增 80%+，4 月排产环增 5%好于市场预期，碳酸锂 8.5 万+、六氟到 20 万+，锂电供应链明显紧张，锂电需求极其旺盛；欧洲 3 月已出 6 国注册数据环增 80%大超市场预期，预计欧洲 3 月销量有超 15 万辆，环增 50%以上好于预期，目前看 21 年 200 万+，同增 65%+；美国拜登的 2 万亿美金大基建中鼓励电动车和光伏，21 年电动车中国、欧洲和美国均是爆发之年，均有望超预期高增，前期下跌估值回落到 30-45 倍 PE 为买入良机，Q1 龙头业绩同增 200%左右，强烈推荐电动车全球龙头和价格弹性龙头。中国 2060 年碳中和，2030 年碳达峰，欧盟碳排放目标提升到 55%，美国拜登 2 万亿美金新基建鼓励发展光伏，都将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，但春节后硅料超预期涨价超 30%，3 月组件减产 30%来应对下游投资商的观望，4 月目前看维持 3 月低迷状态，3 月末玻璃大降 12 块至 28 元/平超预期对产业链利好，产业链博弈或接近尾声，5 月需求有望好转，全年看国内和海外项目多，21 年装机预计 160-180GW+，同增 30%+，低位建议逐步布局光伏龙头。工控 20 年 Q2/Q3/Q4 增长 6.4%/6.7%/6.3%，其中 Q4 来看 OEM 同比提速到 15%，项目型下降 4%，Q1 史上最强旺季，继续看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网龙头相对表现好，风电 20 年出货超 50GW 超预期，21 年有担忧，海上风电增长。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、汇川技术（通用自动化持续超预期、动力总成全面突破）、隆基股份（单晶硅片和组件全球绝对龙头、高增长低估值）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料涨价超预期 Q1 预增）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟超预期）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强）、新宙邦(电解液龙头、氟化工超预期)、中伟股份（前聚体全球龙头、业绩超预期）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、当升科技（正极龙头&SK 供应链龙头、海外占比高）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、固德威（组串式逆变器龙头、储能逆变器新秀）、福斯特（EVA 和 POE 绝对龙头、感光干膜等上量）、天合光能（210 组件龙头、估值低）、中信博（跟踪支架渗透率向好、唯一中国跟踪支架龙头）、九号公司（电动平衡车和滑板车龙头、电动两轮车新秀）、晶澳科技（组件一线品牌、技术品牌口碑好）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：比亚迪、赣锋锂业、天齐锂业、三花智控、嘉元科技、诺德股份、良信电器、雷赛智能、海优新材、欣旺达、星源材质、多氟多、天奈科技、思源电气、爱旭股份、福莱特、金博股份、孚能科技、国轩高科、正泰电器、麦格米特、八方股份、林

请务必阅读正文之后的免责声明部分

洋能源、特变电工、金风科技、日月股份、东方日升、许继电气、平高电气、国网信通、思源电气、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶）

通信行业跟踪周报：本周专题：从华为年报看数字化转型的投资机会

投资要点

本周策略观点：1、外部承压下，华为业绩依旧坚挺，疫情刺激 B 端业务迎来增长：2020 年华为实现销售收入 8913.68 亿元，同比+3.79%;实现净利润 646.49 亿元，同比+3.18%。在新冠疫情、边缘政治压力下，华为依旧保持业绩增长，其中企业业务营收达到 1003.39 亿元，同比+23.0%，表现亮眼。2、5G 与云计算助力数字化转型，“智能体”渗透千行百业：2020 年，华为提出面向行业智能升级的“智能体”架构，联合伙伴推动 5GtoB，并推进智慧城市、智慧金融、智慧教育、智慧医疗、智慧交通、智慧能源等解决方案的落地，为政企注入数字化动能。截至 2020 年底，全球 700 多个城市、253 家世界 500 强企业选择华为作为数字化转型的合作伙伴。3、生态优势逐步显现，发力全场景智慧生活：无法使用 GMS 倒逼华为加大了对 HarmonyOS、HMS 的投入。目前，HarmonyOS 已全面升级至 2.0 版本，已有 120 多家应用厂商、20 多家硬件厂商加入 HarmonyOS 生态建设；HMS 生态已成为全球第三大移动应用生态，全球集成超 12 万个 HMSCore 应用。生态优势将有助于华为卡位车联网核心环节，以操作系统为核心、手机为接口，实现全场景智慧生活体验。

行业前瞻：2021 年首届 NEPCON 峰会（2021.4.21），2021 年第二届信息通信技术国际会议（2021.5.7-5.9）

首推组合：中国联通、中兴通讯、中科创达、中际旭创、天孚通信、淳中科技。

建议关注组合：港股运营商：中国电信、中国移动、中国联通；物联网/车联网：美格智能、移远通信、广和通、移为通信、道通科技、锐明技术、鸿泉物联；城市数字化转型相关：海康威视、大华股份、科大讯飞、万集科技、佳都科技、万通发展、中电兴发；5G 主设备：烽火通信；碳中和：中天科技、科信技术、英维克、科士达；低轨卫星：中国卫星、中国卫通、海格通信、和而泰、华力创通、欧比特、杰赛科技、康拓红外、天银机电、亚光科技、上海沪工、星宇网达；光模块：新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；IDC：宝信软件、奥飞数据、光环新网、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、城地股份、立昂技术、世纪互联、万国数据；高清视频：兴图新科；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；量子信息产业：国盾量子；小基站：上海瀚讯、震有科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；运营商/铁塔：中国移动、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：烽火通信、兴森科技、浪潮信息；UWB：浩云科技；全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；产业互联网：恒华科技、朗新科技；工业互联网：工业富联、威胜信息；大数据：每日互动、慧辰资讯、东方国信；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 0.43%；沪深 300 指数上涨 2.45%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业跑输大盘 2.02pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 0.52%，年初至今下跌 5.11%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

计算机应用行业：信创网安板块一季报前瞻

投资要点

行情回顾：本周（3.29-4.2）计算机行业(中信)指数上涨 0.53%，沪深 300 指数上涨 2.45%，创业板指数上涨 3.89%。中美博弈愈演愈烈，自主创新时不我待。十四五规划把科技创新提到前所未有的高度，科技自主自强的信创战略不可逆转。在目标已定、情势所趋、安全所需等众多因素发酵与驱动下，信创产业布局、协同发展将会加速落地，成为实现十四五创新发展的重要抓手。2021 年党政信创招标持续开展，央企亦率先进行国产化；今年建党 100 周年和护网行动频次增加推高网安板块景气度，我们首推基本面拐点最大、业绩持续兑现的信创，其次是景气度高、估值便宜的网络安全，4 月份关注一季报业绩高增提升公司业绩确定性的机会。当前位置继续推荐业绩增速较高、估值处在相对底部的公司：东方通、用友网络、绿盟科技、中国长城、中国软件、启明星辰、神州数码、奇安信、卫宁健康等。热门白马股继续推荐：金山办公、广联达、恒生电子，关注深信服。

随着疫情对公司经营影响几乎消除，2021 年一季度招投标和验收工作推进相对顺利，同时由于 2020 年一季度的低基数和部分 2020Q4 的订单递延到 2021Q1 确认，当前重点推荐的信创和网安板块一季度收入有望取得高速增长。临近一季报发布，参照行业发展与行业研究，我们对信创和网安板块部分重点公司做出大致预测。信创板块同比增速：东方通（350%）、中国长城（120%）、太极股份（50%）、金山办公（45%）、神州数码（25%）。网安板块同比增速：奇安信（100%以上）、启明星辰（80%）、绿盟科技（50%）、安恒信息（40%）。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

国防军工：行业将延续高景气，重点关注优质赛道核心标的

核心组合推荐：【火炬电子】【鸿远电子】【西部超导】【中航沈飞】【光威复材】

最新行业观点：

板块进入年报披露密集期，2020 年报数据验证行业的高景气。截止 2021 年 4 月 2 日，申万国防军工板块共有 43 家企业披露 2020 年年度报告或业绩快报，其中 34 家企业 2020 年归母净利润实现不同程度的增长，占比约 79.07%。上述 43 家企业中共有 16 家 2020 年归母净利润增幅超过 30%，其中鸿远电子归母净利润同比增长 74.43%，中航沈飞、洪都航空、北摩高科、中航光电等航空产业链核心企业归母净利润分别增长 68.63%、60.03%、49.08%和 34.36%。受益于产品配套需求快速扩张，产业链核心配套企业 2020 年业绩大幅增长，验证了下游航空航天市场的高景气。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

强军目标预示行业将长期稳健发展，关联交易数据表明 2021 年行业将延续高景气。2020 年解放军已基本实现机械化，中长期建设目标为“2035 年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队”，国防和军队现代化建设投入的持续增加，将带动军工行业长期稳健发展。主机厂和核心配套企业 2020 年经营数据大幅改善，反映新型装备采购有所加速。中航沈飞、洪都航空等主机厂预计 2021 年向关联方采购的金额分别增长 41.65%和 68.96%，中航光电、中航电子、中航高科、中航重机等产业链中上游核心配套企业预计 2021 年向关联方销售商品的金额均有 30%以上的增幅，航发动力预计 2021 年向中航工业系统销售商品的金额同比增加 29.03%。上述主机厂及核心配套企业的关联数据大幅增长，表明航空产业链在 2021 年将延续 2020 年的高景气，产业链核心配套企业业绩有望持续释放。

估值回落后板块配置性价比凸显，建议重点布局高景气赛道的优质标的。自年初以来，在流动性收紧预期以及市场风险偏好变化等因素影响下，申万国防军工指数自 1 月 7 日的 1973 点回落至 3 月 11 日的 1378 点，最大跌幅达到 30.16%，板块内个股估值随板块调整快速回落。截止 4 月 2 日收盘，申万国防军工指数动态估值位于 44%的历史百分位，我们观察的 97 只军工股中的 65 只动态估值处于 60%以下的正常偏低历史百分位，上游新材料、元器件核心标的 2021 年对应 PE 分别位于 40~55X 和 30~45X 附近。在下游市场景气度持续提升的背景下，产业链核心企业业绩有望持续释放，军工板块及核心标的估值正处于较低水平，当前时点建议重点布局高景气赛道优质标的。

投资主线:

2021 年航空航天等领域将继续保持高景气，产业链核心企业业绩有望保持较高增速，在估值大幅回落的背景下配置性价比凸显，建议重点布局上游高成长优质标的和作为行业高景气直接受益环节的下游主机厂:

（1）军用元器件和新材料：重点推荐火炬电子、鸿远电子、宏达电子、西部超导、光威复材，关注振华科技、中航光电、航天电器、中航高科、菲利华、三角防务。

（2）下游主机厂及分系统配套企业：重点推荐中航沈飞，建议关注航发动力、洪都航空、中航机电。

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长持续性强的认识，我们维持行业“增持”评级。

风险提示：军品交付及收入确认进度不及预期；行业改革不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

机械设备行业跟踪周报：首个 HJT 量产项目超预期利好核心设备商，制造业景气持续建议关注机床行业

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【杰瑞股份】

【晶盛机电】【先惠技术】【恒立液压】【浙江鼎力】【华测检测】

2.投资要点

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【光伏设备】首个 HJT 电池量产项目试产效率超预期，看好核心设备商。

3 月 18 日安徽华晟 500MWHJT 电池量产项目正式流片，首周试产 HJT 电池片平均转换效率达到 23.8%，最高效率达到 24.39%超预期，此次试产效率超预期也意味着核心设备商迈为股份、理想万里晖的 HJT 设备能力得到验证。该项目尚处于产能爬坡阶段，使用了最新的高精度串焊，导入银包铜浆料，使得 HJT 与 PERC 电池单位银耗量之间的差距将从 2020 年的 100%收窄至 20%以内，后续仍有进一步下降空间。一方面，高精度串焊和银包铜技术在华晟 500MW 项目得到验证后，将提升 HJT 市场扩产预期。另一方面，根据 Solarzoom 的详细测算，到 2022 年 HJT 生产成本将降低到和 PERC 同一水平，均为 0.52 元/W 左右，进一步提升 HJT 市场需求。根据我们测算，2020-2022 年 HJT 设备的市场需求约 310 亿。

重点推荐：（1）【迈为股份】HJT 电池片设备整线龙头，从丝网印刷设备向前段设备延伸。受益于 PERC 扩产高峰在手订单充裕，现提前布局 HJT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 95%，看好后续验证通过后订单落地。建议关注；（2）【捷佳伟创】：产品线广、协同性强的电池设备龙头；（3）【金辰股份】国内光伏组件设备龙头，电池片设备新进入者。

【半导体设备】芯片全面涨价，建议关注近期估值回调的优质设备龙头

芯片行业产能紧张引全面涨价。4 月 1 日，全球最大晶圆代工厂，台积电宣布将从 2021 年底的订单开始取消对客户的优惠，这相当于变相涨价数个百分点。此外，中芯国际也通过邮件告知其客户，4 月 1 日起将全线涨价，已下单而未上线的订单，不论下单时间和付款比例，都将按新价格执行，涨价幅度大约在 15%-30%之间。目前芯片市场完全是卖方市场，我们预计芯片产能紧张现状可能要到 2022 年才能缓解。

芯片产能紧张驱动国内设备行业景气上行。重点推荐半导体设备龙头【中微公司】，进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；【至纯科技】，国内清洗设备龙头，20 年二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；【晶盛机电】大硅片设备龙头；关注【华峰测控】已进入台积电供应链的测试设备龙头。

【机床行业】制造业复苏背景下产业链需求旺盛，建议关注国产机床和刀具龙头

3 月 PMI 显示制造业景气持续回升，机床行业进入十年更新大周期。3 月制造业 PMI 较前月反弹 1.3pct 至 51.9%，表明制造业仍在扩张通道，打消市场前期对于滞胀的担忧。其中，生产指数 PMI 上升 2.0pct 至 53.9%，新订单指数上升 2.1pct 至 53.6%，供需两端同步扩张，产需缺口有所收敛。机床作为最典型的通用设备之一，显著受益制造业景气，当前民营上市公司订单均已排产至 6-7 月份。中长期来看，按照 8-10 年更新周期，十年周期拐点已至，我们预计 2021-2025 年国产数控金属切削机床市场规模 CAGR=23%，年均更新需求达千亿元。当前机床格局剧变，国企退场、民营企业崛起在即，创世纪、海天精工等国产厂商已跻身市场前列，有望在这一轮周期中脱颖而出；同时产能利用率提升+顺势扩张，规模效应下龙头业绩弹性高。建议关注有竞争力的民营企业龙头【创世纪】【海天

请务必阅读正文之后的免责声明部分

精工】【国盛智科】。

机床刀具供不应求迎来涨价潮，建议关注正在加速放量的国产刀具龙头。短期来看，供需缺口较大，各大品牌纷纷涨价。①需求端：制造业复苏势头强劲+行业低库存+刀具更换频率以小时计算，需求确定性较强。②供给端：疫情影响海外产能，供给紧张。长期来看，刀具增长延续性较强。我国机床数控化率持续提升、刀具市场消费升级，我们预测国内刀具行业 5 年内市场规模有望超 600 亿元。疫情催化，国产刀具企业有望迎来业绩兑现期。近年来国产品牌性价比逐渐赶超日本厂商+疫情制约海外产能，刀具国产渗透将进一步加速。华锐精密、欧科亿等品牌已在部分领域接近欧美、日韩刀具的性能，IPO 融资扩产也将进入扩张周期，建议关注业绩有望加速放量的细分领域刀具龙头【华锐精密】【欧科亿】【恒锋工具】。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

环保工程及服务行业周报：《碳排放权交易管理暂行条例》加速碳市场落地，四川出台首个省级碳中和推广方案

建议关注：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，洪城水业，维尔利，深圳燃气，海螺创业，上海环境

生态环境部起草《碳排放权交易管理暂行条例(草案修改稿)》，健全交易机制加速全国碳市场落地。近日，生态环境部组织起草了《碳排放权交易管理暂行条例(草案修改稿)》并公开征集意见。修改稿明确，1）重点排放单位义务：控制排放，如实报告数据及时足额清缴，公开交易信息并接受监管。2）配额分配：实行总量控制，初期以免费分配为主，适时引入有偿分配，逐步扩大有偿分配比例。3）自愿减排核证：鼓励可再生能源、林业碳汇、甲烷利用等项目，项目实施单位可申请减排量核证用于交易抵销一定比例的配额清缴。4）交易产品：碳排放配额，经国务院批准可以适时增加其他交易产品。5）交易主体：重点排放单位及符合交易规则的其他机构和个人。6）交易方式：通过全国碳排放权交易系统进行协议转让、单向竞价或者其他符合规定的交易方式。7）碳排放政府基金：有偿分配产生的收入纳入国家碳排放交易基金管理，用于支持全国碳交易市场建设和温室气体削减重点项目。全国碳排放权交易市场是实现“30·60”目标的重要抓手，草案修改稿明确了实施细则和各方权责，加速了碳市场落地。

四川出台全国首个省级碳中和推广方案，推动社会活动层面参与和实施碳中和。近日，四川省生态环境厅等五部门联合印发《四川省积极有序推广和规范碳中和方案》。方案明确 1）工作目标：到 2022 年建成四川省碳中和创新服务平台，实施一批国际性、全国性大型活动碳中和示范项目。到 2025 年，初步构建起对接国际标准、符合国家要求、具有四川特色的碳中和政策标准体系和支撑服务体系，大型活动碳中和有序推行。2）重点任务：制定碳中和政策规范；搭建碳中和服务平台；封堵碳减排信用产品；扩大碳中和实施范围；实施碳中和示范项目。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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 0 模式：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。建议关注优质细分赛道：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：关注盈峰环境、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，关注瀚蓝环境：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，关注中再资环：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）

汽车行业周报：3 月累计批发同比 2019 年-11%，优中选优

投资要点

每周复盘：本周涨跌幅排名第 13，SW 乘用车 PE 处于 97%历史分位。SW 汽车上涨 1.6%，跑输大盘 0.3pct。汽车子板块呈上升形态，SW 商用载货车上升幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 13 名，排名居中。估值上，自 2011 年以来，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 97%/87%分位，分位数环比上周 1%/0%；SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 69%/51%分位，分位数环比上周 0%/-1%。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒；汽车零部件板块估值在 PE 方面低于传媒和计算机，PB 方面也均低于计算机和传媒。

景气跟踪：需求继续复苏，折扣微幅增加。销量：3 月 22-28 日乘用车零售日均销量同比 2019 年大幅缩减，乘用车批发日均销量同比 2019 年同样大幅缩减。3 月 22-28 日乘用车零售销量日均 52326 辆，较 2019 年同期相比下滑 21%。3 月 22-28 日乘用车批发销量日均 57310 辆，较 2019 年同期相比减少 26%。库存：2 月乘用车企业库存-0.3 万辆，企业累计库存为-63 万辆，渠道库存-26.9 万辆，渠道累计库存为 336 万辆，渠道库存系数为 1.8 月。价格：3 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率微幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.52%，环比 2 月下旬+0.06pct，热门车型中价格变动幅度前五车型是传祺 GS82021+奥迪 Q5L2020+GLC 级

请务必阅读正文之后的免责声明部分

L2021+5 系 L2021+奥迪 A6L2021，豪华车型折扣率持续下降。2）多数车企 3 月上旬折扣率增加，幅度较大的是一汽捷达+长城汽车+广汽乘用，豪华品牌折扣率继续回收。

重点关注：芯片短缺负面影响延续，原材料价格继续上涨。芯片短缺负面影响状况持续，乘用车原材料价格继续上涨。截至 4 月 3 日，本周 MCU 工厂暂时没有新增停/减产；因巴西疫情恶化，当地大众、奔驰、日产、丰田车厂新增停产。美加分别新增福特和通用车厂停产。根据我们自建乘用车原材料价格指数模型，以玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材等五大原料价格指数加权，乘用车总体原材料价格指数日均值环比 2 月均值+4.95%（截至 2021/4/3）。

投资建议：优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：长城（A+H）+吉利（H）。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：福耀玻璃+星宇股份+拓普集团+中国汽研+德赛西威+华阳集团。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

化工行业 2021 年 4 月第一周周报：顺周期白马股反弹，关注业绩高弹性标的

投资要点

本周板块表现:本周市场指数普遍上涨，上证综指报收 3,484.39，本周累计上涨 1.93%，深证成指本周上涨 2.56%，化工板块（申万）上涨 2.00%。

本周化工个股表现：本周化工板块涨幅居前的个股有云天化、江化微、艾艾精工、中油工程、东方盛虹、澳洋健康、华昌化工、山东赫达、红太阳、扬农化工。其中，部分个股业绩大增推升股价，其中云天化公告预计 21Q1 净利润 5.2~5.8 亿元，同比增加 45~50 倍，江化微公告 2020 年净利同比大增 68.58%; 此外，近期央视报道的红火蚁入侵我国 12 个省份，虫害防治概念股红太阳、扬农化工等取得大幅上涨。大盘回暖，以万华化学为代表的顺周期白马股出现反弹。

本周原油市场动态：本周苏伊士运河恢复通航，原油价格弱势震荡，ICE 布油报收 63.54 美元/桶(-1.60%); WTI 原油报收 61.45 美元/桶(+0.79%)。

重点化学品跟踪：本周对于我们监测的化学品涨幅前五的产品为甲醛（+7.06%）、纯苯（+5.13%）、液体烧碱（+3.87%）、苯酐（+3.86%）、甲醇（+3.46%）。本周甲醇市场受供应减少影响，整体震荡走高；成本支撑，叠加同时下游板材厂需求量近期也是稳中有涨，本周甲醛价格宽幅上扬。纯苯装置集中检修季来临，供需趋紧，同时苯乙烯走势偏强，提振国内

请务必阅读正文之后的免责声明部分

纯苯市场震荡走强。

化工行业年度投资主线：周期主线中，新冠疫苗上市推动全球经济复苏，美元放水推动大宗商品涨价，顺周期化工股业绩迎来兑现期；成长主线中，面对美国制裁和全球贸易的不确定性，高科技产业配套材料的自控可控将持续细分赛道化工品的国产化率提升，此外，可降解塑料、尾气催化材料等行业扩容也为行业龙头带来成长性。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱、经济好转，推荐顺周期白马股万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技、奥福环保和瑞丰新材。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎）

教育行业周报（2021 年第 13 期）：港股学校类公司 2020 年业绩高增长，“外延扩张红利期+内生稳定增长”的主逻辑不变

本周观点

港股学校类公司 2020 年在内生增长和外延扩张方面均有突出的表现：近两周主要的港股学校类公司均公布了 2020 年年报，虽然 2020 年有疫情的影响，但大多学校仍保持了高扩张速度和高内生增长。外延扩张方面：天立教育 2020 年新开学校 8 所学校，异地扩张出具规模，带动收入和经调整净利润同比+41.5%和+43.7%，分别达到 12.98 亿元和 3.81 亿元。内生增长方面：中国科培收入和经调整净利润分别实现同比+21.4%和+35.3%的高增长，主要得益于广理工学院和肇庆中职在校生总人数 41.6%的高增速。华夏视听教育的教育板块 2020 年实现收入 3.6 亿元，同比+16%，其在校生人数同比+约 23%至 2020 年末的 1.76 万人。

高教板块：内生量价齐升+外延并购加速落地：1）需求端长期入学人数有保证：2020 年高等教育毛入学率达到 54.5%，而“十四五”期间毛入学率目标须达到 60%，近 5 年内高等教育的生源供应仍处于上升趋势，2）学费市场化定价，提价有空间：高教逐步实现市场调节价，对于非营利性民办学校收费，具体政策由省级人民政府根据办学成本以及本地公办教育保障程度、民办学校发展情况等因素确定。对于营利性民办学校，具体收费标准由民办学校自主确定。目前广东，四川等地学费已逐步开放，江苏省民办学校学费也将在 21 年开放，长期各省民办高校学费提价空间可期。3）中期 3-5 年处于并购红利期：民办高校行业集中度低，并购能够更快实现规模扩张，叠加独立学院转设加速增加了与大集团绑定发展的需求，目前是高校并购的黄金窗口期未来 3-5 年行业集中度将进一步提升，龙头企业进一步受益。

K12 板块：民办学校缓解低线城市优质教育资源稀缺的问题，长期稳定扩张可期：目前我国教育经费中 80%以上来源于国家财政性教育经费，国家财政性教育经费中地方财政性教育经费占比超 90%，地方财政承担的教育投入压力较大，多地面临因无法提供优质教育而导致生源流失的问题，地方引入有丰富办学经验，强师资力量的民办学校与其教育发展建设的初衷有目标一致性。正是基于这一点，天立教育在低线城市自建

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高质量 K12 学校，对当地政府的教育建设有重要意义。

我们仍保持“外延扩张红利期+内生稳定增长”的投资逻辑不变，长期看好港股学校类公司：需求端高等教育毛入学率仍有提升空间，高等教育学费市场化定价趋势不变，中期 3-5 年内仍是并购红利期。从社会价值来看，民办学校对财政相对紧张，优质教育资源相对欠缺的地方有重要意义。建议持续关注：天立教育、中教控股、希望教育、华夏视听教育、中国科培、中国东方教育等。

风险提示：并购落地不及预期，新建学校落地不及预期，政策风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

商业贸易行业跟踪周报：奥园美谷多举措布局医美生态，大医美赛道持续关注

行业观点：

奥园美谷收购浙江连天美 55%股权,布局医美机构。3 月 18 日，奥园美谷公告拟以现金收购盛妆医美持有的浙江连天美 55%股权，交易价格为 6.97 亿元。浙江连天美下设两家医疗美容机构，分别为杭州连天美医疗美容医院和杭州维多利亚医疗美容医院，两者均为国家 5A 级医疗美容机构，总营运面积约 2 万平方米，设有整形美容科、微整形科、皮肤美容科、口腔美容科等业务科室。连天美拥有整形相关专利 20 余项，其中杭州连天美医疗美容医院取得了浙江省卫生厅认证的四级（高难度）手术资质。2020 年浙江连天美的营收/净利润分别为 4.86/0.81 亿元，净利率高达 16.6%。未来公司有望持续聚焦医疗美容领域，完善丰富医美布局。

奥园美谷推出股权激励计划绑定核心人员，健全长效机制。3 月 18 日，奥园美谷发布股权激励草案，拟向 14 位核心管理人员授予股票期权共计 1820 万份（约占草案公告日股本总额 2.33%）。本次激励行权考核年度为 2021 年、2022 年，以 2020 年为基年，分别设定了净利润 390%/1390%的高增幅目标，2021 年净利润增幅在 310%-390%、200%-310%激励对象分别可获授 80%、50%的激励股权，2022 年净利润增幅在 1290%-1390%、1190%-1290%分别可获授 80%、50%的激励股权。较高的行权考核目标，有利于健全公司长效机制，激发核心管理人员的积极性。

奥园美谷通过产学研合作切入胶原蛋白市场。3 月 31 日公告，公司全资子公司广州奥美产业研究有限公司与暨南大学医药生物中心、暨源生物签署《战略合作协议》。未来三方作为发起方共同推动重组类人胶原蛋白申请三类医疗器械，将其推向市场。胶原蛋白是医美产品的重要细分竞争赛道，此次布局是继公司布局中游医美机构后，向上游医美科技的进一步拓展。

投资建议：

建议关注：奥园美谷，爱美客，华熙生物，朗姿股份，贝泰妮，上海家化，珀莱雅等。

风险提示：行业竞争加剧，产品质量问题，宏观经济波动风险等。

（证券分析师：吴劲草　研究助理：阳靖　证券分析师：张家璇）

医药生物行业：为何近期医疗服务 、医美大幅上涨？

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

本周、年初至今生物医药指数涨幅分别为 2.8%、-1.8%。本周医药板块算术平均指数涨幅明显小于总市值加权平均指数，说明大市值个股见底迹象明显。机构重仓核心资产将会怎么走？风险充分释放、关键看一季报。我们认为：其单边快速下跌阶段结束风险得到比较充分释放，Q1 季报将会导致明显差异化走势。原因一估值底现象明显，恒瑞医药、迈瑞医疗、智飞生物等 21 年 50 余倍 PE 估值、长春高新等 40 倍 PE 估值将比较具有吸引力，底部迹象明显；原因二：部分龙头 21 年 Q1 业绩很可能高增长。三种应对策略：其一长线资金底部重配产业景气度高、业绩好核心资产。2021 年重点推荐十支核心资产个股：恒瑞医药、信达生物、智飞生物、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱美客、爱尔眼科、益丰药房、康泰生物；其二关注 Q1 业绩大概率较好、全年业绩高增长、估值相对便宜的个股，重点推荐司太立、九洲药业、信邦制药、普洛药业、美诺华等；其三关注新技术，随着诺辉健康、海泰新光等上市，肿瘤早筛、荧光内窥镜等已进入资本市场视野。

近期医疗服务、医美板块大幅上涨。医疗服务板块本周涨幅 6.51%，年初以来涨幅 3.18%；医美产业上下游企业均呈现不同程度涨幅，爱美客本周上涨 21%，朗姿股份、华韩整形本周分别上涨 9%。我们认为 Q1 业绩超预期很可能是一大重要原因。2020 年 Q1，医疗服务、医美终端在疫情影响下实行歇业、延迟开业等，受疫情影响较大。2021 年 Q1，医疗服务、医美全面恢复，在疫情期间压抑的需求释放、习惯和观念变化催生的需求增加等，带来医疗服务、医美消费的快速增长。此外医美产业作为消费升级新赛道，备受资本市场青睐。整体来看，2020 年 Q1 医药行业受疫情影响较大，我们预计 2021 年 Q1 许多医药细分板块业绩将出现显著反弹，如医疗服务、医美、CXO、生长激素等细分赛道有望达到较高水平。

基石药业阿法替尼中国获批，恒瑞医药注射用卡莫司汀 FDA 获批：NMPA 文件信息显示，基石药业申报的 KIT 和 PDGFRA 突变激酶抑制剂阿伐替尼已在中国获批，阿伐替尼本次获批适应症为：用于治疗携带 PDGFRA 外显子 18 突变的不可切除性或转移性胃肠道间质瘤成人患者；3 月 22 日，恒瑞医药宣布，其向 FDA 递交的注射用卡莫司汀简略新药申请已获 FDA 批准。注射用卡莫司汀最早由 EMCUREPHARMACEUTICALSLTD 开发，目前国外已有 4 家企业的注射用卡莫司汀仿制药获批上市，国内已有天津金耀药业、河北美图制药的卡莫司汀注射液获批，目前暂无国外注射用卡莫司汀进入中国。

具体配置思路。1）创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药等；2)BIOTECH 类创新药：康方生物、信达生物、亚盛医药、荣昌生物、君实生物等；3)原料药领域：普洛药业、华海药业、司太立、九洲药业等；4)疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；5)生长激素领域：长春高新、安科生物等；6)医疗服务领域：通策医疗、爱尔眼科、信邦制药等；7)药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；8)医美领域：爱美客、华熙生物等；9)医疗器械领域：肿瘤早筛，诺辉健康等；眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

风险提示：研发进展或不及预期；药品降价幅度超预期；医保政策进一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

步严厉等。

（证券分析师：朱国广）

电子：硅片价格看涨，芯片涨价潮延续

投资要点

硅片是半导体产业基石，具备稳定且广泛的应用需求；大尺寸升级趋势推动硅片市场不断发展，硅片涵盖了 50mm-300mm（直径）等规格，其中，≤200mm 硅片的生产工艺较为成熟，且相关半导体制造产线的多数设备已完成折旧，制造成本优势明显。同时，为了进一步降低生产成本和提升生产效率，硅片朝≥300mm 的方向不断发展；全球特别是中国半导体制造规模的不断扩张，显著提升硅片市场需求：当前，国内晶圆建厂潮愈演愈烈，半导体制造产线规模加速扩张，未来，我国在半导体制造环节有望保持高强度投入，有望带动半导体制造产能持续提升，随着下游半导体制造环节陆续投产，配套的硅片市场需求有望同步提升。

2019 年，全球硅片市场规模约 112 亿美元，市场空间十分广阔，2018 年，300mm/200mm 硅片市场份额分别为 63.83%/26.14%，两种硅片合计占比接近 90%。目前，全球硅片市场主要由海外和台湾厂商占据，市场集中度较高，国产替代空间广阔。2020 年，日本信越化学、日本 SUMCO、德国 Siltronic、中国台湾环球晶圆、韩国 SKSiltron 的合计市场份额达 87%。其中，沪硅产业的市场份额为 2.2%，位居全球第七位。

目前，全球半导体市场供不应求，供需矛盾沿着半导体产业链逐步蔓延，已从晶圆代工领域传导至上游硅片环节。本轮硅片供需关系趋紧的主要原因在于：全球硅片产能虽有扩张但幅度有限，而终端产品需求激增带动晶圆制造厂投片量快速增长，导致硅片供需错位：

供给端：近年来，全球硅片产能规模虽有扩张，但扩产速度平缓，且扩产主要集中于 300mm 硅片，在 2020 年以后，即使基于现有厂房进行快速扩产，全球 300mm 硅片的扩产空间也相对有限，其原因主要在于：在半导体供应链中，硅片生产环节直接与晶圆制造环节对接，2020 年以来，全球晶圆制造产能整体规模稳定，虽有扩产，但主要是 300mm 晶圆产能的扩张。

需求端：但从终端市场来看，2020 年以来，以 5G 手机、PC、平板电脑、笔记本电脑为代表的电子产品出货量较往年显著增长。在终端产品出货量的快速提升，相关半导体产品的需求量激增，带动产品在晶圆的制造环节的投片量快速增长，但受制于有限的晶圆制造产能，半导体市场开始出现供不应求，并且，伴随着晶圆制造厂加紧流片和推进扩产，与之配套的硅片原材料需求持续提升，推动硅片供需关系趋紧。

目前，以沪硅产业为代表的本土硅片厂商已陆续开启扩产规划。随着全球硅片市场的不断发展、硅片的供需关系趋紧以及国内硅片厂商在技术和产能上的突破，本土硅片产业链环节有望充分受益，建议关注：沪硅产业-U、立昂微、中环股份等标的。

硅片是半导体制造材料的最大细分市场，在芯片原材料成本中占比较大。对晶圆代工厂而言，硅片是其原材料采购占比的最大的品种，而对芯片设计厂商而言，晶圆在公司采购金额中的占比最大，由此可见，上游硅片的价格变动对于下游芯片设计的成本具有较大影响，因此，随着硅片价格的提升，有望进一步助推芯片价格的上涨。目前，新洁能、富满电

请务必阅读正文之后的免责声明部分

子、士兰微、芯朋微、瑞芯微等一众芯片设计厂商已陆续宣布涨价，在当前全球半导体市场供不应求的情况下，本土芯片设计产业链有望加速产品的市场拓展，提升产品的价值量或出货量，从而充分受益于半导体市场的高景气行情，建议关注：新洁能、圣邦股份、富满电子、芯朋微、斯达半导、思瑞浦、瑞芯微、士兰微等标的。

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）

推荐个股及其他点评

神州数码（000034）：2020 年年报点评：业绩符合市场预期，云和信创加持下的性价比品种

事件：公司 2020 年实现营收 920.60 亿元，同比增长 6.06%；扣非归母净利润为 6.52 亿元，同比增长 11.97%，符合市场预期。

投资要点

云业务高速增长，研发投入持续提升：2020 年，在疫情的严重影响下，公司云业务依然实现了 74%的高速增长，收购了 GoPomelo 成为国内唯一拥有覆盖全球五大公有云服务能力的多云技术公司，并且在 IDC《中国第三方云管理服务市场份额报告 2019》中，基于销售额口径，公司获得了市占率第一的骄人成绩。Q4 公司实现营收 283.73 亿元，同比增长 19.08%，增速环比持续改善；实现扣非归母净利润 2.04 亿元，同比增长 16.29%，公司业务基本上摆脱了疫情的不利影响。公司自开启云业务及信创业务转型以来，研发投入持续增加，2020 年累计研发投入 1.82 亿，同比增长近 23.11%，研发人员数量占比亦从 7.74%提升至 9.96%，助力公司云及信创业务不断取得长足进展。

云转售业务贡献更多增长，2021 年 MSP 有望恢复高增：2020 年，公司云计算及数字化转型业务成绩突出，实现营业收入 26.66 亿元，其中云转售业务收入 23.76 亿元，同比增长 89.57%，毛利率 7.64%；云管理服务（MSP）收入 2.09 亿元，同比增长 10.64%，毛利率 46.63%；数字化转型解决方案（ISV）收入 0.81 亿元，同比减少 7.88%，毛利率 79.22%。IDC 预期 2019-2023 年中国 MSP 复合增长率将达到 54.7%，2023 年市场规模预计达到 32.1 亿美元，中国公有云、私有云、多云/混合云的并行快速发展正在持续催生并壮大第三方云管理服务市场。神州数码作为 2019 年国内排名第一的云管理服务厂商将更多受益。

信创进入快车道，公司产品蓄势待发：2020 年是中国信创产业元年，公司实现了鲲鹏架构从 0 到 1 的突破，生产基地落成投产，公司自有品牌神州鲲泰服务器已在厦门鲲鹏超算中心上架使用，入围中标中国联通、中国移动等运营商的服务器集采，并在互联网、金融、运营商等行业成功实现营销。2020 年底合肥市政府以投后 100 亿的估值，向公司信创总部投资 20 亿现金。随着 2021 年党政和行业信创产业持续推进，神州数码有望实现 3 万台以上服务器的交付。

盈利预测与投资评级：考虑到公司未来会加大对云和信创产业投入，我们调整 2021-2022 年 EPS 至 1.20（-0.41）/1.55（-0.81）元，预计 2023 年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

EPS 为 2.02 元，分别对应 15/12/9 倍 PE。公司是国内 MSP 行业龙头，是华为的核心合作伙伴，有望在 2021 年行业信创中持续放量；分销业务每年贡献稳定业绩，目前公司估值较低，是云和信创加持下的性价比品种，维持“买入”评级。

风险提示：鲲鹏产业链推进不及预期、云业务进展不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

固德威（688390）：首次股权激励实施，逆变器+储能高增长开启

投资要点

首次股权激励实施，逆变器+储能高增长开启：2021 年激励计划首次实施，拟授予 68.31 万股，授予价格为 37.93 元/股，激励对象 126 人，占公司 2020 年底员工总数 1567 人的 8.04%，其中 CFO 兼董秘都进利获授 1.5 万股，占限制性股票总数的 2.2%。公司设置了两个解锁条件：1）公司层面：满足营收或净利润二选一考核目标。激励目标为：2021-2022、2021-2023、2021-2024 年营收累计不低于 40.5/65.8/95.1 亿元，净利润累计不低于 6.1/9.7/13.7 亿元。计算若达成所有目标，需于 2021+2022、2023、2024 年营收分别达到 40.5/25.3/29.3 亿元，净利润分别达到 6.1/3.6/4 亿元；2）个人层面：激励对象的绩效考核结果划分为 A、B+、B、C、D（激励对象考核期内离职的当年个人绩效考核视为 D）五个档次，分别对应实际归属比例 100%/100%/80%/50%/0%，所有激励对象当期实际归属的限制性股票数量=个人当期计划归属的数量 × 个人层面归属比例。本次设置双考核方案，能够对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价，考核体系具有全面性、综合性及可操作性，考核指标设定具有良好的科学性和合理性，同时对激励对象具有约束效果，能更好的达到激励计划的目的。

20 年受益出货高增公司市占率提升，我们预计 21 年海外持续高增，公司市占率持续提升：20 年疫情加速行业集中，根据 GTM 和伍德麦肯锡，公司逆变器加速出海抢占市场份额，逆变器出货量同比增长 131%至约 4.8GW，公司全球销量市占率快速增长约 2.1pct 至 3.7%。据海关总署，21 年 1-2 月逆变器出口金额 6.91 亿美元，同增 114.81%，21 年 1-2 月组件出口金额 30.83 亿美元，同增 72.91%，出口数据同比均大增，印证海外需求向好，同时逆变器出口金额增速显著快于组件，国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，我们预计 21 年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器经销为主，全球化布局，海外销售国家 37 个、销售商 144 家及安装实例 489 例，均为行业顶尖水平，将充分受益于国内逆变器出海的大趋势；明年看重点突破美国、日本等增量市场，同时逆变器业务向大型地面电站拓展；我们预计 21 年市占率有望持续提升。

储能优质赛道，公司领先抢跑：随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，据 BNEF 预计，21 年储能装机达到 9.7GW/19.9GWH，同比增长 83%，储能行业高增长开启。公司储能业务率先布局，2019 年户用储能销量市占率 15%位列世界第一，同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能，具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量（贵 0.2-0.3 元/W）和毛利率（50%+）更高，同时 21 年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务，整个业务体量有很大提升，未来有望进一步提升公司盈利能力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年归母净利润为 2.65/4.89/6.65 亿元，同比+158.1%/+84.2%/+36.1%，对应 EPS 为 3.02/5.55/7.56 元。目标价 277.5 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

新洁能（605111）：本土 MOSFET 领军者，卡位高景气功率赛道

投资要点

本土功率半导体领军厂商，充分受益市场高景气行情：公司主营业务为半导体芯片和功率器件的研发、设计及销售，主要产品包括 MOSFET、IGBT 等芯片和功率器件，相关产品广泛应用于消费电子、汽车电子、工业电子、新能源等领域。

功率半导体市场高景气，国产替代空间广阔：消费电子市场体量可观，为 MOSFET 等功率半导体带来稳定且广泛的应用需求；新能源发电市场持续扩容，已成为 MOSFET、IGBT 等功率半导体市场的重要驱动力；新能源汽车市场快速发展，有望推动 MOSFET、IGBT 等功率半导体市场持续增长。同时，MOSFET、IGBT 等功率半导体的技术创新不断，技术更新的内生驱动力不断释放功率半导体的应用潜力、拓展相关应用场景，带动了功率半导体市场的快速发展，MOSFET、IGBT 市场规模稳步增长。MOSFET、IGBT 市场的主要份额仍被英飞凌等海外厂商占据，国产替代空间广阔。目前，国内越来越多的电子产品企业为保证供应链安全和降低产品成本，开始向本土半导体企业采购技术水平和性价比较高的 MOSFET、IGBT 等功率半导体产品。未来，随着国内功率半导体逐步突破高端产品的技术瓶颈，我国功率半导体对进口的依赖将会进一步减弱，国产替代效应将持续显现。

产品布局齐全，率先卡位高成长功率赛道：公司不断丰富功率半导体产品类别，MOSFET、IGBT 和功率模块等产品系列齐全，是国内最早同时拥有沟槽型、超结、屏蔽栅功率 MOSFET 及 IGBT 四大产品平台的本土企业之一；公司掌握 MOSFET、IGBT 核心技术，是国内率先掌握超结理论技术，并量产屏蔽栅和超结功率 MOSFET 的企业之一，形成了具有自主知识产权的核心技术体系，产品市场竞争优势不断强化；公司通过自主创新构筑竞争壁垒，不断缩小与国际一流功率半导体厂商的差距，已成为国内市场地位和份额领先的功率半导体设计企业；公司不断对产品系列更新升级，积极延伸所处产业链，逐步进入半导体功率器件的封装测试领域；依托领先的产品和技术优势，公司产品的应用市场不断拓展，积累了众多优质客户资源；公司技术紧跟市场最先进的技术梯队，公司稳步推进功率半导体国产替代进程，未来成长空间广阔。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入为 14.94/20.55/26.96 亿元，YoY+56.4%/37.6%/31.2%，归母净利润为 285/393/518 亿元，YoY+104.3%/38.1%/31.7%，实现 EPS 为 2.82/3.88/5.12 元，对应 PE 为 65/47/36 倍。根据业务和市场地位的相似性选择可比公司，并参考可比公司 2022 年平均估值（53 倍），考虑到公司作为本土功率半导体领军企业，MOSFET、IGBT 产品布局和客户拓展方面的领先优势显著，相关产能配套充足，布局的高端功率半导体产品具备市场稀缺性，首次覆盖，给予“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

ST 宏盛（600817）：2020 年年报点评：宇通重工扣非 2.48 亿远超业绩承诺，环卫装备&服务增长态势良好

投资要点

事件：公司发布年报，2020 年实现营业收入 34.84 亿元，调整后同比增长 8.62%；归母净利润 2.94 亿元，调整后同比减少 4.94%，接近预告上限，符合我们的预期。加权平均 ROE 调整后同比减少 1.57pct，至 22.24%。

宇通重工扣非归母净利润同增 7.35%至 2.48 亿元，远超业绩承诺。宇通重工 2020 年实现营业收入 33.84 亿元，同增 7.41%，实现归母净利润 3.08 亿元，同增 0.19%。1）环卫装备：2020 年环卫装备收入 12 亿元，同增 13.30%，毛利率同降 7.73pct 至 31.92%，我们预计主要系疫情影响及市场开拓时部分区域竞争较为激烈所致。2）环卫服务：2020 年环卫服务收入 4.94 亿元，同增 43.15%，毛利率同升 1.46pct 至 23.69%。3）工程机械：2020 年工程机械收入 14.65 亿元，同降 9.35%，毛利率同降 1.08pct 至 31.36%，主要系 2019 年承接军品大单导致基数较高所影响。

电动环卫装备销量高增 44.39%至 901 台，电/油车齐发力冲击龙头地位。公司 2020 年环卫设备销量 2711 台，其中新能源车 901 台，同增 44.39%，传统车 1810 台，同增 20.99%，省外销量同增 61%。据银保监会交强险数据显示，2021 年 1-2 月，公司环卫装备销量 476 台，同比高增 238%，市占率首次进入行业前四。其中环卫电动装备销量达 95 台，同比高增 692%，市占率达 24%排名第一，公司持续发力稳固电动装备龙头地位，亦在传统环卫装备领域快速拓展，提升整体市场份额。

环卫服务市场开拓顺利，在手年化同增 28.4%达 6.3 亿元。2020 年公司立足河南，重点开发郑州市场打造河南第一品牌，同时成功开拓江苏市场。截至 2020 年底公司在手环服年化额 6.3 亿，较 2019 年底增长 28.4%。

净现比达 1.36，现金流水平良好。1）2020 年公司经营活动现金流净额 4.65 亿元，同减 49.02%，净现比 1.36，收现比 102.46%；2）投资活动现金流净额 0.34 亿元，由去年同期-4.51 亿元大幅转正；3）筹资活动现金流净额-12.53 亿元，去年同期为-9.56 亿元。

环卫新能源十年五十倍成长，制造及服务优势铸就环卫蓝海中新宇通。碳中和政策推动叠加中央生态环保督察，环卫新能源替代逻辑加强，2020 年渗透率仅 3%成长潜力大，我们预计环卫新能源销量 10 年 50 倍成长，10 年 GAGR 达 44%。公司依托集团制造能力&服务优势突出：1）制造端：底盘一体化&电池集采降成本，定制底盘&产品迭代彰显技术实力。2）服务端：全国深层覆盖 1900+服务网点数倍于同行。3）电动化弹性最大：2020 年新能源环卫装备市占率 21%行业前 2，新能源装备收入占装备比过半居同业首位，未来电动化趋势下业绩弹性最大。

盈利预测：我们维持 2021-2022 年 EPS 预测 0.69/0.87 元，预计 2023 年 EPS 为 1.09 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE24/20/16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新能源渗透率不及预期，市场化率不及预期，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

青岛啤酒（600600）：2020 年年报点评：业绩基本符合市场预期，产品结构升级，盈利能力进一步释放

事件：

公司发布 2020 年年度报告，全年营业收入 277.6 亿元，同比下降 0.8%；归母净利润 22.01 亿元，同比增长 18.86%；全年总销量 782 万千升，同比下降 2.84%。Q4 营收 33.38 亿元，同比增长 8.12%，归母净利润-7.77 亿元。

投资要点

业绩基本符合预期，产品结构升级：受到疫情影响，公司 2020 年 Q1 营同比下降 20.86%，Q2、Q3、Q4 三个季度营收分别同比增长 9.15%、4.76%、8.12%。公司 2020 年主品牌青岛的销量为 387.9 万千升，占总销量的 49.6%，同比下降 4.25%；其中奥古特、鸿运当头、纯生等高端品牌销量为 179.2 万升，占总销量的 22.9%。其他品牌销量为 394 万千升，同比下降 1.41%。公司 2020 产品均价同比上涨 2.12%，未来高端产品占比提升有望带动产品均价继续上行。说明公司在疫情过后渠道恢复较快，产品结构优化升级。公司加快数字化转型和智能制造以及工业互联网的推进，启动 100 万千升啤酒扩建项目，提高高端产品供应能力

毛利稳步提升，控本效果明显：公司在 2020 年毛利率上升至 40.4%，增加了 2pct。分地区来看，华东地区与东南地区的毛利率均上升超过 5pct，分别达到 30.9%与 29.6%；华北地区与华南地区毛利率增幅分别为 1.4pct 与 1.7pct，达到 34.9%与 35.1%；在最重要的山东地区毛利增幅为 0.6pct，达到 35.2%。各地区毛利全方位增加说明公司成本管控取得一定成效。受到新冠疫情影响，政府减免社保费用，公司产品运输费用减少，2020 年销售费用同比下降 2.33%，管理费用同比下降 10.79%。公司在啤酒行业整体产能过剩的情况下，通过关厂降本增效的方式，在未来关闭 10 家工厂提升产能利用率。2021 年，包材面临价格上涨压力，公司为维持利润水平不排除涨价的可能。

消费场景升级，经销网络优化：公司在 2020 年投入“百年之旅，琥珀拉格”等超高端新型产品，向高端市场持续发力。通过在全国布局 200 多家“TSINGTAO1903 青岛啤酒吧”，公司以高端化、个性化、时尚化的方式与消费者互动交流，给消费者带来沉浸式体验。公司品牌价值在 2020 年达到 1792.85 亿元，保持中国啤酒行业第一的品牌地位。通过遍布在全球一百多个国家的经销商网络，公司提高对客户的掌握能力，巩固基础市场开拓新兴市场，推动公司市场运营能力和盈利能力的提升。

盈利预测与投资评级：我们预计在公司在智能化建设以及精细化管理的驱动下，产品结构持续优化，均价有望进一步提升。我们将 2021 年-2022 年的 EPS 上调为 1.92 元(+0.1)、2.40 元(+0.31)，2023 年 EPS 为 3.18 元，预计 2021 年-2023 年公司营收同比增速为 10%、5.3%、7.5%，归母净利润同比增速为 19.2%、24.6%、32.8%，对应 PE 为 43.55、34.95、26.33，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情不稳定风险；宏观经济下行压力风险；食品安全风险

（证券分析师：何长天）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贵州茅台（600519）：2020 年年报点评：整体均价有望提升，长期增长确定性高

事件

公司发布 2020 年年度报告，全年营业收入 949.15 亿元(+11.1%)；归母净利润 466.97 亿元(+13.33%)；全年总销量 6.4 万吨(-0.91%)。

投资要点

营收利润稳健增长，业绩目标顺利达成。20Q4 公司营收 277 亿元(同比+1.13%)，归母净利润 129 亿元（同比+19.7%）。茅台酒全年营收 848.31 亿元（+11.91%），其他系列酒营收 99.91 亿元（+4.70%）。全年茅台酒产量 5.02 万吨（+0.63%），销量 3.43 万吨（-0.72%）；其他系列酒产量 2.49 万吨（-0.78%），销量 2.97 万吨（-1.13%）。

销售费用有所降低，盈利能力稳步提升。20 年酒类销售毛利率 91.4%（+0.11%），茅台酒销售毛利率 93.99%（+0.21%）；净利率 47.65%（+1.27%）。销售费用 25.5 亿元（-22.3%），主要是由于新收入准则下运输费由销售费用调整至营业成本核算所致。

直销渠道发展迅速，经销收入稳定增长。直销渠道发展迅速，全年直销渠道销售收入 132.40 亿元（+82.66%），销量 3932.08 吨（+48.28%），平均出厂价 1684 元/瓶（+23.21%）；批发代理渠道销售收入 815.82 亿元（+4.46%），销量 60123.8 吨（-3.02%），平均出厂价 678 元/瓶（+7.64%）。20 年国内经销商净减少 331 家（-14.6%），渠道结构逐步改善。

终端需求保持旺盛，整体均价有望提升。茅台批价坚挺，终端需求旺盛。年初以来公司逐步提价，精品茅台提价 17%，生肖酒 54%，系列酒 10-20%，定制酒 50%以上。随着茅台酒技改项目投产和系列酒技改项目推进，新增茅台酒基酒产能 4,032 吨、系列酒基酒产能 4,015 吨。依靠渠道以及产品结构改善，整体均价有望提升，价量齐升逻辑顺畅。

盈利预测与投资评级：受疫情影响，但随产能释放、渠道结构改善和整体均价提升，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 44.97/52.8 元下调至 42.18/47.66 元，预计 2023 年 EPS 为 54.58 元。我们预计 21-23 年公司营收增速 12.5/12.5/13.5%；归母净利增速 13.5/13/14.5%，对应 PE 为 49/43/38X，维持“买入”评级。

风险提示：产能释放不及预期，提价情况不如预期，经济恢复不及预期。

（证券分析师：何长天）

瀚蓝环境（600323）：2020 年年报点评：大固废格局逐步成型，三年分红比例规划不低于 30%

投资要点

事件：公司发布 2020 年年报，实现营收 74.81 亿元，同增 21.45%；归母净利润 10.57 亿元，同增 15.87%；扣非 10.20 亿元，同增 17.57%，符合我们的预期；加权平均 ROE 同增 0.35pct，至 14.96%。公司拟每 10 股派发 2.2 元现金红利，股息率为 0.85%（按年报披露前一日股价计算）。

项目投产&深圳国源股权合并催化固废收入高增 52.39%，燃气供水板块受疫情影响盈利水平微降。2020 年公司毛利率同比提升 1.57pct 至 29.58%。扣非净利润增幅低于营收主要系疫情影响部分固废项目产能利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

用率不足及能源业务盈利水平有所下降所致。1）固废业务：2020 年固废收入 40.39 亿元，同增 52.39%，毛利率同升 0.57pct 至 32.08%。主要系新增 5450 吨/日垃圾焚烧项目及合并深圳国源 100%股权所贡献。2）能源业务：2020 年能源收入 18.74 亿元，同降 3.43%，毛利率同降 1.84pct 至 17.69%。全年天然气销量同增 9.58%至 6.28 亿方创新高，但天然气配气价格限价、疫情政策影响使盈利能力有所下降，长期有望反弹。3）供水业务：2020 年供水收入 9.13 亿元，同降 1.92%，毛利率同升 0.84pct 至 28.58%。4）排水业务：2020 年排水收入 4.10 亿元，同增 14.22%，毛利率同升 5.11pct 至 49.33%。

“大固废”战略稳步推行，横纵一体化格局成型可期。报告期内公司新增传统垃圾焚烧项目，同时拓展多个餐厨、环卫、垃圾转运、医废等项目，持续完善固废产业链拓展。截至年报披露日，公司已投产生活垃圾焚烧发电规模为 22,350 吨/日（不含顺德项目），在建项目中垃圾焚烧发电项目规模达 4550 吨/日，生活垃圾转运规模达 2920 吨/日，餐厨垃圾处理规模达 750 吨/日，农业垃圾处理项目规模达 105 吨/日。

2020 年拟每 10 股派发 2.2 元现金红利，三年分红比例规划不低于 30%。公司发布 3 年股东分红回报规划(2021-2023)，计划以现金方式累计分配利润原则上不少于当年年均可分配利润的 30%，我们认为国内优质稳定运营标的随着分红能力及盈利能力的增强有望迎来估值提升。

2020 年经营现金流净额大幅改善 47.68%至 19.56 亿元，投资现金流净额-37.09 亿元，同增 6.21%；筹资现金流净额 17.67 亿元，同减 26.15%。

碳中和价值增量&行业刚性扩容模式改善，优秀整合能力助力份额扩张。碳中和助力大国崛起，我们测算垃圾焚烧项目受益 CCER30 元碳价项目利润弹性 12%，零填埋预期提升加速行业刚性扩容增速保持 15%，长期商业模式有望向 C 端理顺，现金流改善估值修复。我们认为公司凭借其优秀的横向扩张&整合能力，长期盈利份额提升可期。

盈利预测：我们维持 2021-2022 年归母净利润预测 12.84/15.30 亿元，预计 2023 年归母净利润 17.61 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 1.65/1.97/2.26 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE17/14/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策推广项目进展不及预期，行业竞争加剧，政策风险

（证券分析师：袁理）

东方财富（300059）：可转债发行在即，实力增强继续扩张

事件：公司公告可转债募集说明书，募资 158 亿，初始转股价为 28.08 元/股，可转债期限为发行之日起六年，承销期自 2021 年 4 月 7 日至 2027 年 4 月 7 日。

投资要点

面值总额 158 亿元可转债发行在即，证券运营资本进一步充实：1）公司公告可转债募集说明书，发行总额为人民币 158 亿元，发行期限为六年，票面利率递进式（0.2%、0.3%、0.4%、0.8%、1.8%、2.0%）,到期赎回价 107 元（含最后一期利息）。2）发行 6 个月后进入转股期，初始转股价为 28.08 元/股，转股价有 15/30+85%的下修条款，另有 15/30+130%的有条件赎回条款、30/30+70%+（100+当期利息）的有条件回售条款。3）募集

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资金将用于补充东方财富证券的营运资金，支持其业务发展，增强其抗风险能力，拟投入项目包括：投入信用业务，扩大两融规模，（不超过 140 亿元）；扩大证券投资业务规模（不超过 18 亿元）。

证券业务持续演绎高增长，互联网金融平台发展向好，看好财富管理新时代。1）公司证券业务业绩在市场回暖+市占率提升的双驱动下持续高增，经纪业务市占率从 2018 年 3 月的 2.20%提升至 2020 年 9 月的 3.22%，两融业务市占率从 2018 年的 1.03%提升至 2020 年末的 1.83%，证券业务成为公司主要收入来源之一（截至 2020 年上半年贡献收入占比达 62%）。2）互联网金融平台效率持续提升，基金代销业务收入结构进一步优化，截至 2020 年 Q3，尾佣及销售服务费的收入占金融电子商务服务业务收入的比例达 54.75%，是公司目前金融电子商务服务业务中最主要的收入来源。3）公司以高流量+低成本+优服务构筑核心竞争力，流量变现第三层级加速启动，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将大有可为，看好财富管理长期空间。

公司基本面良好，可转债投资价值显著且对正股有积极影响。1）东财转 2（123041）发行于 2020 年 1 月 9 日，上市于 2020 年 2 月 14 日，上市首日收盘价为 129.30 元，截止 2020 年 8 月 27 日退市的收盘价为 194 元，期间最低下跌到 125 元，最高上涨到 224.505 元。若投资者于上市首日买入并持有至 2020 年 8 月 26 日（192.01 元），收益率为 48.5%（参与发行认购的投资者收益率达 92%），大幅超越同期上证指数+14.58%的涨幅。2）公司处于客户数量、业务规模快速增长阶段，随可转债发行增强资本实力，证券业务将进一步提升综合竞争力，持续演绎高成长性。我们认为，公司基本面良好，发行可转债补充资本实力，对正股有积极影响，可转债及正股均具有投资价值。

盈利预测与投资评级：公司可转债发行在即，资本实力增强后证券业务进一步扩张，叠加基金上线流量变现第三层级加速启动，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2021、2022 年归母净利润分别为 48.33、60.78 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

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