# 东吴证券晨会纪要

2021 年 04 月 02 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

## 宏观策略

**策略月评：震荡仍将持续**

以业绩的大幅增长克服市盈率的下跌，选择高增长的顺周期行业：202 年美国住宅补库存和中国制造业投资的复苏，这将会带来越来越强烈的经济复苏和企业业绩大幅增长的预期。因此看好大制造业和上游原材料板块包括机械、化工、有色等行业。对于业绩稳健增长的消费品、食品饮料和部分医药行业，由于业绩增速稳定，较难消化高估值的风险，因此持谨慎的态度。

## 固收金工

**金工定期报告：【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20210331**

3 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“UBL 因子”组合的收益率为-0.89%，中证 500 指数收益率为-2.39%，组合对冲指数收益为 1.50%。

## 行业

**零售金融追踪：重要政策：央行全面规范个人贷款利率展示**

投资建议：当前继续看好银行股上涨行情，贷款利率上行逻辑下，推荐国有大行和头部零售银行。

我们年初以来一直强调“贷款利率回升”的行业主线逻辑，微观层面广泛调研反馈，一季度中下旬以来部分信贷产品定价已经回升，今年商业银行净息差有望先企稳、后回升，看好银行股估值继续上涨。当前时点，重点推荐受益于利率回升的国有大行建设银行，同时推荐负债端优势显著的头部零售银行，即招商银行、宁波银行、平安银行。

## 推荐个股及其他点评

**云天化（600096）：经营拐点已至，磷肥高弹性标的**

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 16.92 亿元、20.42 亿元和 23.53 亿元，每股收益分别为 0.92 元、1.11 元和 1.28 元，当前股价对应 PE 分别为 9X、7X 和 6X。公司经营管理进入拐点，费用改善显著，叠加到磷肥价格的高弹性和可持续性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：磷肥价格公司诉讼不能得到有效解决的风险；磷肥市场景气度不达预期；公司费用结构改善遇挫。

**比亚迪（002594）2020 年年报点评：业绩符合市场预期，新车型周期开启**

2020 年归母净利润 42.34 亿元，同比增长 162.3%，符合市场预期。2020 年公司营收 1565.98 亿元，同比增长 22.6%，电动车业务贡献主要增长；归母净利润 42.34 亿元，同比增长 162.3%；扣非净利润 29.54 亿元，同比增长 1181.5%；20 年毛利率为 19.38%，同比增加 3.08pct；净利率为 3.84%，同比增加 2.18pct。

**广电计量：2020 年报点评：业绩超预期，净利率上行贡献业绩弹性**

事件：公司 2020 年营收 18.40 亿，同比+15.88%；归母净利润 2.35 亿，同比+38.92%，高于我们此前预期（净利润 1.88 亿），主要系非经常性损益增加（如中安广源并表增加投资收益 0.50 亿元）；扣非后归母净利润为 1.48 亿，同比+14.93%。Q4 单季收入达 8.06 亿，同比+36.18%；归母净利润达 1.56 亿，同比+57.46%。公司拟不派发现金红利，不送红股，不以资本公积金转增股本。

我们将 2021-2022 年 EPS 由 0.47/0.72 元上调至 0.63/0.88 元，预计 2023 年 EPS 为 1.15 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 54/39/30 倍，维持“增持”评级。

**天合光能（688599）：2020 年年报点评：20 年 Q4 盈利突出，龙头优势显著**

20 年归母净利润 12.29 亿元，同增 91.90%，超预期：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 294.18 亿元，同比增长 26.14%；实现归属母公司净利润 12.29 亿元，同比增长 91.90%。其中 2020Q4，实现营业收入 94.92 亿元，同比增长 45.38%，环比增长 28.60%；实现归属母公司净利润 3.98 亿元，同比增长 52.50%，环比增长 17.43%。Q4 在辅材快速涨价的背景下，公司盈利能力超预期。

**复星医药（600196）：2020 年年报点评：创新产品加速转化落地，医疗器械板块迎来新机遇**

集团实现收入 303.07 亿元，同比增长 6.02%；实现归母净利润 36.63 亿元，同比增长 10.27%；实现扣非归母净利润 27.18 亿元，同比增长 21.65%；实现经营性现金流净额 25.80 亿元，同比下降 19.94%，剔除 2020 年末向 BioNTech 支付 1.25 亿欧元 mRNA 新冠疫苗首付款影响后，同口径增长 11.19%。疫情影响下，医疗器械与诊断增速明显，制药与医疗服务保持稳定：2020 年，公司医疗器械和诊断业务增速明显，收入占比 72.19%，同比增速 39.64%。

## 宏观策略

**策略月评：震荡仍将持续**

投资要点：

国内经济情况中规中矩：1）出口方面，由于全球经济复苏的趋势明确，表现依然强劲。尽管美国的主要工业品产能恢复到了 2020 年 2 月产能的 90%，中国对美出口并没有下滑，充分说明只要总需求在膨胀，海外的供给产能恢复是不会干扰和影响出口。2）中国制造业投资和房地产投资也相对比较强劲，企业的融资需求依然很旺盛，企业还有很强的动力进行制造业投资和房地产投资。

国内在收紧货币，但收紧的速度较慢：社融增速不会很快下降的原因是经济发展的严重不平衡。以地方财政为例，在 2020 年新冠疫情冲击下，中国西部地区财政受到较大冲击，出现了一系列的信用违约事件，不仅中西部地区，东南沿海地区也有地方财政紧缩的情况，如果信用过

快收缩，会引发较大的风险，甚至不排除出现第二次永煤事件。为了缓解和疏困这些财政问题，我们认为央行的社融增速不能快速下降，因为央行不能允许出现系统性的金融风险，所以市场需要纠正流动性会快速紧缩的偏见。

股票市场可能在慢慢筑底，反弹可能需要比较大的反转的理由：在当前位置上，对股市的约束主要体现在方向性判断上，大家都认为货币会收紧，估值会下降，目前股票的估值仍然太高，没有太大的吸引力。而机构投资者的调仓没有结束，对于公募基金来说，配置要做一个比较大的转换需要较长的时间，目前结构还不够均衡，没有达到比较满意的地步。因此我们预计在短时间内市场依然会震荡。

以业绩的大幅增长克服市盈率的下跌，选择高增长的顺周期行业：2021年美国住宅补库存和中国制造业投资的复苏，这将会带来越来越强烈的经济复苏和企业业绩大幅增长的市场预期。因此看好大制造业和上游原材料板块包括机械、化工、有色等行业。对于业绩稳健增长的消费品、食品饮料和部分医药行业，由于业绩增速稳定，较难消化高估值的风险，因此持谨慎的态度。

风险提示：通胀上行超市场预期造成流动性收紧。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

## 固收金工

**金工定期报告:【东吴金工 UBL 因子月报】上下影线 UBL 因子绩效月报 20210331**

UBL 因子多空对冲绩效（全市场）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 14.76%，年化波动为 6.96%，信息比率为 2.12，月度胜率为 72.11%，最大回撤为 3.99%。

UBL 因子多空对冲绩效（中证 500）：2009 年 1 月至今，UBL 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 10.37%，年化波动为 8.38%，信息比率为 1.24，月度胜率为 65.99%，最大回撤为 9.67%。

3 月份 UBL 因子收益统计：在中证 500 成分股中，3 月份“UBL 因子”组合的收益率为-0.89%，中证 500 指数收益率为-2.39%，组合对冲指数收益为 1.50%。

4 月份“UBL 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

UBL 因子选股模型简介：蜡烛图上下影线、威廉指标，都可以用来衡量市场的超买超卖现象，但两者对市场买卖力量的理解存在差异，各有优劣。结合两者各自的优势，构建综合选股因子 UBL（UpandBottomShadowLine）。在回测期 2009/01/01-2020/04/30 内，以全体 A 股为研究样本，UBL 因子的月度 IC 均值为-0.034，年化 ICIR 为-2.47，5 分组多空对冲的年化收益为 15.86%，信息比率为 2.29，月度胜率为 73.53%，最大回撤仅为 3.68%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 UBL 因子仍然具备不错的选股能力，其年化 ICIR 为-2.75，全市场 5 分组多空对冲的信息比率为 1.96，月度胜率为 77.94%。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

**零售金融追踪：重要政策：央行全面规范个人贷款利率展示**

事件：3 月 31 日，中国人民银行公告，为维护贷款市场竞争秩序，所有贷款产品均应明示贷款年化利率，可采用复利或单利方法计算，复利计算方法即内部收益率法，同时详细明确了具体的利率计算方式。

投资要点

央行为何要出台“明示贷款年化利率”的监管政策？

长期以来，金融或非金融机构向个人发放各类贷款时，利率展示普遍存在“不明示、不易懂”现象，客观上形成信息不对称。常见的情形包括（表 1）：①信用卡透支部分，以日利率展示，普通人难以直观形成“年化利率”概念；②信用卡分期部分，以每月手续费率展示，普通人几乎无法计算“年化利率”；③消费贷业务，设计成每月“等额本息”还款方式，非专业人士不可能计算真实利率，甚至容易形成“利率低”的直观印象，实际上却承担着非常高的 IRR 利率成本；④将各类贷款费用不计入利息，引导消费者“忽略费用、只看利息”，对贷款的综合高成本没有正确感知。

本次政策的宏观背景，是去年以来出台了一系列规范零售贷款的监管政策，重点针对互联网贷款，同时也包括信用卡等银行传统业务（表 2）。其中，与贷款利率最相关的政策，是最高法院 8 月提出的“民间借贷利率不得高于 LPR 四倍”。虽然该政策并不适用于持牌金融机构，但也一度引起了社会各界广泛争议，焦点在于“如何准确计算利率”？例如，名义利率为 LPR 四倍，即 15.4%，实际利率 IRR 却能高达 31.0%，定义不清导致商业银行、消费金融公司、互联网平台等各类机构难以统一准绳。

因此，本次政策也是全面规范零售贷款的系列政策之一，对所有涉及发放零售贷款的金融机构都有影响，包括商业银行、消费或汽车金融公司、小贷公司、为贷款提供广告或展示服务的互联网平台等。同时鼓励民间借贷也参照执行，预计不执行的民间借贷在发生法律纠纷时会面临不利影响。

如何完全规范化地展示“贷款年化利率”？

首先，央行要求所有贷款机构要“以明显的方式”展示“年化利率”，可以根据需要展示“日利率、月利率”等信息，但不应比“年化利率”更明显。对于这一点，许多银行和互联网贷款平台已经开始执行，因为 2020 年 7 月正式出台的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》明确规定了“商业银行或合作机构向客户推介时应当在醒目位置充分披露实际年利率等信息”。目前，部分银行信用卡、微众银行微粒贷等产品都已满足“明示年化利率”的要求，但仍然存在大量互联网贷款产品的展示方



请务必阅读正文之后的免责声明部分

式不合规。

其次，计算利率应以借款人支付的“所有贷款成本”为基准，包括利息以及直接相关的各类费用。这一点对商业银行直接发放的个人贷款基本没有影响，因为银行个人贷款基本没有额外费用。但对于很多互联网助贷平台影响显著，因为互联网助贷模式复杂，贷款成本可能包括出资机构利息、引流机构收费、担保或保险机构收费等。此类机构面临整改压力。

最关键的是，政策要求贷款年化利率可采用复利或单利方法计算。单利计算应说明是单利，复利计算即内部收益率法（IRR），同时央行给出具体的计算过程。可以看到，IRR 计算方式确实非常复杂（图 1），非专业人士难以理解，但这却是最真实的贷款利率，所以存在“明示”的必要性。

规范化展示年化贷款利率，对行业格局有什么影响？

从消费者角度来看，合规、清晰的“年化贷款利率”展示基本消除了信息不对称，让消费者能够清楚认识到真实借贷成本，理论上降低了消费者“盲目贷款”的冲动。不过，考虑消费金融需求的相对刚性，预计短期对贷款规模不会有明显冲击。

从更高的格局来看，我们判断中国消费金融及零售贷款行业的全面规范化、严监管化是长期趋势，而消费金融发展“降速”是短期内的必然情形。此前的货币政策报告中，我们已经看到决策层对居民消费类杠杆过快上升的担忧，这种担忧最终会制约产业短期增速，我们明确判断行业规模短期增长降速、中期内市场份额持续向商业银行集中。

对于商业银行的信用卡业务，预计可能会对信用卡分期造成一定影响。因为部分银行也曾经采用过“零利率、低手续费率”等明显具有误导性的营销术语推广信用卡分期，未来明确告知年化利率后，部分消费者的分期动力可能减弱。此外，从财务角度，信用卡分期从手续费重分类计入利息收入，已经在近期披露的年报中体现，我们在工商银行等国有大行的年报点评中已有具体分析。总体上，信用卡分期收入重分类会拉高净息差、增加生息资产规模，对应减少手续费收入，降低中收占比（图 2），但不影响经营实质。

对于去年以来受到高度关注的互联网贷款行业，我们认为贷款利率展示规范化，会对很多中下游的平台产生冲击，此类平台大部分仍然凭借“信息不对称”展业，对头部平台则影响有限，目前头部平台已经相对合规。不过，后续监管层对于消费者大数据、征信隐私等方向的监管可能逐步落地，预计仍会对头部互联网贷款平台产生冲击。

？投资建议：当前继续看好银行股上涨行情，贷款利率上行逻辑下，推荐国有大行和头部零售银行。

我们年初以来一直强调“贷款利率回升”的行业主线逻辑，微观层面广泛调研反馈，一季度中下旬以来部分信贷产品定价已经回升，今年商业银行净息差有望先企稳、后回升，看好银行股估值继续上涨。当前时点，重点推荐受益于利率回升的国有大行建设银行，同时推荐负债端优势显著的头部零售银行，即招商银行、宁波银行、平安银行。

风险提示：1）银行贷款利率持续下行，利差继续收窄；2）资产质量指标再度波动；3）银行存量理财资产处置进度不及预期。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

## 推荐个股及其他点评

**云天化（600096）：经营拐点已至，磷肥高弹性标的**

投资要点

公司是磷化工行业领军企业：云天化是具有资源优势,以磷产业为核心的综合性化工企业和磷肥、氮肥、共聚甲醛制造商。公司拥有 3 套大型合成氨与磷肥一体化、合成氨与氮肥一体化生产装置，保障公司优质生产，降低生产成本。公司拥有高浓度磷复肥产能 800 万吨/年,聚甲醛产能 9 万吨/年,磷矿石开采能力 1200 万吨/年，是长期保持业内巨头地位。

三费包袱抓紧减轻：公司历史上有较重的三费包袱，当前公司三费结构正在持续改善，国资委国企改革“双百行动”助力公司削减销售和管理费用，公司经过机构精简，杠杆控制等活动，费用改善成效显著。

磷酸行业迎来趋势性好转：由于长期的供给侧改革和愈来愈收紧的环保限制政策，磷肥中小落后产能，持续被清出市场，业内供给减少，市场集中度提高。全球粮食需求高涨，农户玉米、大豆等作物的种植意愿增强，磷肥需求不断提高。磷肥表观消费量不断上涨，磷酸行业供需关系逆转。同时公司核心产品磷酸一铵、磷酸二胺价格不断上涨，公司产能利用率和市场占有率预期将进一步提高。

公司具有资源优势：安全环保监管力度持续加大，限制了磷矿资源的过度开采。公司现有原矿生产能力 1,450 万吨，擦洗选矿生产能力 618 万吨，浮选生产能力 750 万吨，是我国最大的磷矿采选企业之一。公司依托其具有的丰富矿产资源，率先占据了市场有利的地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 16.92 亿元、20.42 亿元和 23.53 亿元，每股收益分别为 0.92 元、1.11 元和 1.28 元，当前股价对应 PE 分别为 9X、7X 和 6X。公司经营管理进入拐点，费用改善显著，叠加到磷肥价格的高弹性和可持续性，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：磷肥市场景气度不及预期；公司费用结构改善遇挫；环保政策过度高压。

（证券分析师：柴沁虎）

**比亚迪（002594）2020 年年报点评：业绩符合市场预期，新车型周期开启**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

2020 年归母净利润 42.34 亿元，同比增长 162.3%，符合市场预期。2020 年公司营收 1565.98 亿元，同比增长 22.6%，电动车业务贡献主要增长；归母净利润 42.34 亿元，同比增长 162.3%；扣非净利润 29.54 亿元，同比增长 1181.5%；20 年毛利率为 19.38%，同比增加 3.08pct；净利率为 3.84%，同比增加 2.18pct。

20Q4 营收同环比高增，计提减值导致扣非净利环比下滑。20Q4 公司实现营收 515.75 亿元，同比增加 52.06%，环比增长 15.85%；归母净利润 8.21 亿元，同比增长 1943.87%，环比下滑 53.13%，扣非归母净利润 4.61 亿元，环比下滑 70.78%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 16.59%，同比下滑 0.42pct，环比下滑 5.73pct；净利率 1.59%，同比增长 1.47pct，环比下滑 2.34pct；Q4 扣非净利率 0.89%，同比提升 1.95pct，环比下滑 2.65pct，主要由于公司计提 4.65 亿元资产减值损失及 5.28 亿的信用减值损失。

21Q1 归母净利润 2-3 亿元，同比增长 77.56%-166.34%，略低于市场预期。21Q1 业绩预告归母净利润 2-3 亿元，同比增长 77.56%-166.34%，环比下滑 63.45%-75.63%，略低于市场预期，主要系受上游原材料价格波动影响，汽车业务盈利仍有待提高，手机部件及组装业务业绩平稳发展所致。

燃油车全年逆势增长，新能源汽车小幅下滑。燃油车全年销量 23 万辆，同比增长 4%，新能源汽车全年销量 16 万辆，同比下滑 12%；其中纯电动乘用车销量 11 万辆，同比下滑 20%，插混销量 5 万辆，同比增长 11%。公司 20 年 9 月发布宋 plus 燃油版，助力宋系产品持续热销，带动集团燃油车业务逆势增长。公司 20 年 7 月汉 EV 和汉 DM 开始交付，拉动销量快速恢复。根据乘联会数据，Q4 受益于汉、宋 plus 燃油版，销量快速增长，其中新能源乘用车销 7.5 万辆，同比+125%。

手机业务规模持续扩大，二次电池、光伏业务稳定增长。2020 年手机业务营业收入 600.43 亿元，同比增长 12.5%，毛利率 11.2%，同比提升 1.85pct，业务增长受益于北美市场份额进一步增长，业务规模持续扩大，玻璃及陶瓷产品出货量增长迅猛。二次充电电池及光伏业务实现全年营收 120.88 亿元，同比增长 15.1%，毛利率 20.2%，同比提升 1.53pct，其中传统电池业务稳定增长，光伏业务营收实现平稳增长。

盈利预测：由于上游原材料涨价，我们将 21-22 年净利润由 65.4/80.5 亿元下调至 50.8/76.1，预计公司 23 年归母净利润为 107.6 亿元，同比增长 20%/50%/41%；对应 EPS1.86/2.79/3.94 元；对应现价 PE 分别 88/59/42 倍，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）

**广电计量：2020 年报点评：业绩超预期，净利率上行贡献业绩弹性**

事件：公司 2020 年营收 18.40 亿，同比+15.88%；归母净利润 2.35 亿，同比+38.92%，高于我们此前预期（净利润 1.88 亿），主要系非经常性损益增加（如中安广源并表增加投资收益 0.50 亿元）；扣非后归母净利润为 1.48 亿，同比+14.93%。Q4 单季收入达 8.06 亿，同比+36.18%；归母



请务必阅读正文之后的免责声明部分

净利润达 1.56 亿，同比+57.46%。为推动公司非公开股票顺利发行，公司拟不派发现金红利，不送红股，不以资本公积金转增股本。

投资要点

可靠性与环境、食品检测表现亮眼，业务呈现分化

分业务来看：（1）传统优势板块：2020 年业务计量/可靠性与环境/电磁兼容业务收入分别为 7.03 亿/7.31 亿/2.47 亿元，分别同比+6.97%/+16.04%/-8.02%。（2）新兴培育板块：2020 年环保检测/食品检测/化学分析业务收入分别为 1.57 亿/1.53 亿/1.21 亿，分别同比+5.56%/+23.18%-1.08%。大客户及大项目取得突破：2020 年公司新增沃尔沃、华晨宝马等认可，与华为海思、中芯国际等高端大客户合作加深，承接食品抽检、生鲜乳抽检等国家级项目。

净利率上行贡献业绩弹性，现金流表现优异

2020 年公司综合毛利率为 43.27%，同比-3.11pct，全年毛利率逐季回升；归母净利润率 12.79%，同比+2.12pct，盈利能力持续改善；期间费用率降至 32.80%，同比-2.55pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.39/+0.72/-0.46/-1.42pct，管理费用率提升，主要系公司 Q4 合并安广源增加管理费用 0.15 亿元。随着盈利实验室增多，固定成本分摊至更多单元，我们认为公司期间费用率具备长期下行空间。

2020 年公司经营性现金流净额 4.20 亿元，同比+146.49%，主要系检测行业商业模式优异，检测客户往往采取预付款形式，叠加公司经营回款改善，现金流大幅高于净利润。

第三方计量检测龙头，高支本开支支撑内生高速增长

根据公司年报，2019 年国内检测行业规模 3225 亿元，同比+14.75%，连续多年两位数增长。公司作为一站式计量检测平台，在全国主要经济圈拥有 50 多家分子公司。2017-2019 年公司计量业务收入市占率由 3.84%升至 5.35%，市场份额持续提升。公司计划 2021 年技改投入 4.31 亿元，资本开支继续维持高位，未来有望抢占更多细分赛道先机。

盈利预测与投资评级：我们预计随着国内第三方检测市场发展、龙头份额提升，公司有望维持两位数以上收入增速。考虑到疫情后下游检测需求持续修复，我们将 2021-2022 年 EPS 由 0.47/0.72 元上调至 0.63/0.88 元，预计 2023 年 EPS 为 1.15 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 54/39/30 倍，维持“增持”评级。

风险提示：业务开拓不及预期；并购整合风险；品牌公信力下降风险。

（证券分析师：陈显帆　研究助理：罗悦）

**天合光能（688599）：2020 年年报点评：20 年 Q4 盈利突出，龙头优势显著**

投资要点

20 年归母净利润 12.29 亿元，同增 91.90%，超预期：公司发布 2020 年年报，2020 年实现营业收入 294.18 亿元，同比增长 26.14%；实现归属母公司净利润 12.29 亿元，同比增长 91.90%。其中 2020Q4，实现营业收入 94.92 亿元，同比增长 45.38%，环比增长 28.60%；实现归属母公司净利润 3.98 亿元，同比增长 52.50%，环比增长 17.43%。Q4 在辅材快速



请务必阅读正文之后的免责声明部分

涨价的背景下，公司盈利能力超预期。

组件出货量高增，盈利能力强劲：公司 2020 年组件业务收入 220.53 亿元，同增 34.51%，毛利率 14.90%，同减 2.40pct（主要是会计准则变更运输费用计入生产成本所致，加回毛利率约 19.3%）组件平均售价约 1.66 元/W，组件平均成本 1.41 元/W，20 年全年组件单瓦净利约 7 分/瓦，其中 Q4 单瓦净利约 5 分左右，在 Q4 辅材、硅料成本上涨的背景下盈利能力超出市场预期。公司盈利能力强劲主要原因在于：1）组件出货的迅速增长：20 年公司电池组件出货量 15.92GW（组件外销约 13.3GW），同增 59.36%；2）海外出货高增与持续高占比：公司海外组件毛利率更高，20 年海外毛利率 17.36%（国内毛利率 6.18%），海外出货 11-12GW，占总出货量的 73%，海外收入占比 78%，同增 2pct。3）美国市场尤为突出：美国市场高价值量（测算单价约 2.19 元/W），高毛利率 36.97%，出货量约 2.5GW，占比 15.9%，美国收入仅占 24.8%却贡献了 61.6%的毛利。公司 21 年布局越南约 2.5GW 电池，4.5GW 组件大尺寸产能，保障美国市场出货高增；4）新产能投放+新技术应用：公司电池、组件新产能投放盈利能力更强，同时新技术的应用增强竞争力。

组件龙头地位稳固，市占率持续提升：20 年公司组件出货约 15.9GW，出货量位列全球第三名，公司已连续 9 年位列组件出货 TOP3。测算 20 年公司组件市占率为 10.6%，（考虑 20 年交流侧装机 130GW，超配系数 1.15），同比提升 3pct，我们预计 21 年 Q1 组件出货 4.5GW 左右，同比增长约 78%，21 年全年组件出货目标 30-35GW 左右，测算市占率 15%（考虑 21 年交流侧装机 175GW，超配系数 1.15），同比再提升 4.4pct，龙头地位持续强化。

产能加码，大尺寸高占比出货结构持续优化：1）产能来看：公司 20-22 年电池产能 12/35/45GW，其中 210 电池产能达 1/27/38GW，占比达到 8%/77%/85%；组件产能 22/50/63GW，其中 210 组件产能达 10/44/58GW，占比达到 45%/86%/92%。公司率先在 210 布局并量产，享受 210 平台红利。2）出货看：公司 20 年出货以 158 和 166 为主，210 出货 1.22GW，基本在 Q4 出货，Q4 占比 20%+，同时年末在手 210 订单 10GW+确保 21 年出货，我们预计 21 年大尺寸出货 20-25GW+，占比 70%+，结构改善明显。公司产能持续上新，大尺寸产能占比持续提升，单瓦盈利将得到有力保障，业绩高增长可期。

依托集团资源、技术、渠道三重优势，跟踪支架重装出发。20 年公司跟踪支架出货 2.0GW，同比增长 42.86%。中国出货量最大，占比 55.02%，美国/欧洲/其他分别占比 12.27%/11.55%/21.16%；美国毛利率高达 30.72%，中国/欧洲/其他分别为 16.43%/25.23%/17.67%，公司跟踪支架平均毛利率为 19.46%。在天合光能完成对 Nclave 的全资收购后，依托集团优势资源，Nclave 将进一步降低采购成本及制造成本，扩大市场份额；依托集团资源、技术和渠道三重优势，公司跟踪支架业务有望赶超 NEXTracker、ATI 等头部企业。我们预计 21 年/22 年公司跟踪支架出货 4.0/6.0GW，同比大增 100%、50%。

盈利预测与投资评级：基于竞争加剧，我们下调盈利预测，我们预计公司 21-23 年归母净利润为：19.33/27.90/35.59 亿元（前值为 21 年 21.84 亿元，22 年 31.92 亿元），同增 57.2%/44.4%/27.5%。给予 21 年 28 倍 PE，目标价 26.04 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等



请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

**复星医药（600196）：2020 年年报点评：创新产品加速转化落地，医疗器械板块迎来新机遇**

投资要点

事件：集团实现收入 303.07 亿元，同比增长 6.02%；实现归母净利润 36.63 亿元，同比增长 10.27%；实现扣非归母净利润 27.18 亿元，同比增长 21.65%；实现经营性现金流净额 25.80 亿元，同比下降 19.94%，剔除 2020 年末向 BioNTech 支付 1.25 亿欧元 mRNA 新冠疫苗首付款影响后，同口径增长 11.19%。疫情影响下，医疗器械与诊断增速明显，制药与医疗服务保持稳定。

研发投入持续加大，多个创新产品上市加速转化落地：2020 年累计研发投入 40.03 亿元，同比增长 15.59%，研发投入占比达到 13.21%，其中研发费用为 27.95 亿元，同比增长 36.94%。公司以创新研发为核心驱动，通过“自主研发、合作开发、许可引进、深度孵化”的方式，围绕肿瘤及免疫调节、四高及并发症、中枢神经系统等重点疾病领域布局公司研发管线。汉利康、苏可欣、汉曲优等多款产品成功在国内上市并放量销售，汉利康 2020 年全年实现销售收入 7.5 亿元，在新患者的使用比例超过 50%。2020 年 8 月开始销售的新产品苏可欣、汉曲优上市后加速市场准入，积极推动纳入医保目录，实现收入均为约 1.4 亿元。同时也有多个产品进入上市申请阶段，HLX04（重组抗 VEGF 人源化单克隆抗体注射液）用于转移性结直肠癌及晚期、转移性或复发性非小细胞肺癌的上市申请获得 NMPA 受理；甘精胰岛素注射液及重组赖脯胰岛素注射液用于治疗糖尿病的上市申请获得 NMPA 受理。

创新产品出口海外，国际化进程进一步加快：公司自主研发的 BCL-2 选择性小分子抑制剂 FCN-338 成功授权礼来在海外研发、注册、生产和商业化，公司 Licenseout 进入新的阶段，公司业绩增长的核心驱动力进入四驱时代。此外，公司与 Accord 通过注射用曲妥珠单抗 HLX02 战略合作，实现在英国、德国、葡萄牙的上市销售，与 ESSEX 签订关于 HLX04 用于眼病治疗领域的全球化合作。同时，集团控股子公司 GlandPharma 现已建有并运行通过美国、欧盟、日本、澳大利亚等主流法规地区 GMP 认证的多条生产线，深耕海外市场。

全球商业化能力显著，营销体系不断扩建：公司持续强化营销体系的建设与整合，目前商业化团队近 6,000 人，包括创新药商业化团队、OTC 及线上渠道的新零售团队、非洲及欧美海外专业营销团队、事业部制产品管理团队，以及临床医学、市场准入、品牌推广等全方位支持体系，共覆盖超过 2,000 家三级医院，10,000 家一、二级医院。

盈利预测与投资评级：随着公司产品放量加速，创新产品的研发成果不断兑现及研发投入持续加大，以及海外国际化进程不断加快，我们调整公司 21-22 年的 EPS 至 1.92（+0.14）/2.44（+0.14）元，预计 2023 年 EPS 为 2.79 元，当前股价对应估值分别为 21X、16X、14X。

风险提示：原材料供应风险；市场竞争加剧风险；新业务拓展风险等。

（证券分析师：朱国广）



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