东吴证券晨会纪要

2021 年 04 月 01 日

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

宏观策略

宏观点评：3 月 PMI 点评：经济反弹强于季节性

2021 年 3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9，非制造业商务活动指数为 56.3，综合 PMI 为 55.3，上涨 3.7。3 月制造业 PMI 为 51.9，高于历史（2011 年 3 月-2020 年 3 月）均值 51.3，3 月较 2 月变化 1.3，高于历史均值 0.9，与 2019 年持平。3 月非制造业 PMI 为 56.3，高于历史均值 55.1，3 月较 2 月变化 4.9，高于历史均值 0.6。整体来看，3 月份反弹强于季节性。受益于“就地过年”政策，春节后商业活动恢复得比往常更早，经济景气回升，预计未来几个月将实现政策正常化。

宏观点评：揭开拜登基建投资计划的真相

美国东部时间 3 月 31 日，拜登将于匹兹堡发布演讲，概述如何为其 3-4 万亿美元的基建计划融资，其中可能包括超 3 万亿美元的增税（几十年来最大的整体增税）。与前总统特朗普基建计划的出发点不同，拜登的基建计划为“美国复苏计划”的一部分，除了传统的基建投资，还涵盖绿色能源、研发、教育、社会保障等领域的长期投资，旨在提高美国的核心竞争力，极具战略安全意义。

宏观点评：人民币贬值，流动性会受波及吗？

汇率因素会影响第二季度流动性环境吗？基准情形下我们认为不会，这一情形重要基础是中美之间不会出现全面的摩擦升级。我们的逻辑主要基于三个方面：第一，由于其他非美货币贬值更加严重，人民币有效汇率依旧在升值，已经突破 2019 年和 2020 年的高点，适当的贬值有利于缓解后续出口企业的压力（图 7）；第二，境内美元流动性依旧宽裕，且短期内不会改变，这将使得人民币贬值的幅度相较其他经济体会更加温和（图 8）；第三，人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会增加了“增强人民币汇率弹性”的措辞，说明央行明显放宽对于汇率贬值的容忍度。第四，外汇占款对于基础流动性的影响已经越来越小（图 9）。

策略专题：策略专题：美国百年贫富差距

①美国百年贫富差距呈现 U 型，二战后 30 年间持续低位，1980 年以来差距持续扩大，特朗普任内继续走高。②真正有效缩小贫富差距的只有经济危机、战争，其他重要影响因素包括执政党更替、通胀、货币政策、财政税收、工会。③大类资产中，股票、房产、原油、黄金表现与贫富差距同向变化，国债走势与贫富差距背离。④贫富差距快速缩小时，美股消费相对收益更高，工业、房地产行业走低；贫富差距快速扩大时，科技相对收益较高，消费相对走低。⑤展望未来，若拜登有效控制贫富差距，美股消费行业有望复苏；若通胀进一步拉大贫富差距，科技受益。

固收金工

固收深度报告：市场出清与否决定通胀压力强弱

理解通胀形成的微观路径。

宏观路径。这一条路径以货币数量方程式为理论基底：MV=PY，若满足货币中性假说（即 P 不影响 Y）以及货币流通速度恒定的假设（即 V 不变）的情况下，P 将仅由 M 决定；我们又可以称之为“总量路径”。
微观路径。这一路径从宏观、总量层面下沉到中、微观层面，价格指数 P 是各个市场价格的某种加权均值，那么各个市场价格由什么来决定？在均衡理论中由市场出清价格给出，也就是让各个市场出清的价格。一般来说，市场接近出清，通胀压力也会抬升；而市场如果距离完全出清较远，供过于求，存在大量过剩产能，那么通缩压力就会增大。

行业

东吴碳中和系列报告（七）：碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系
碳核算是实现碳达峰与碳中和所有工作的基础。碳核算 1）依据来自联合国政府间气候变化专门委员会(IPCC)制定的 IPCC 清单指南，为世界各国提供清单编制的方法学依据；2）保障来自碳排放可检测、可报告、可核查体系（MRV 体系），保障形成准确可靠的碳排放数据。中国碳排放数据标准的统一与数据质量的控制，可实现实现 1）与全球碳排放体系的统一；2）碳交易市场可顺利运行激发活力；3）从源头对减排路径研究开发；4）对减排效果量化评估。

推荐个股及其他点评

华鲁恒升（600426）：2020 年报点评：2020Q4 业绩环比大增，荆州开辟新格局
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 35.01 亿元、39.62 亿元、46.88 亿元，EPS 分别为 2.15 元、2.44 元和 2.88 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、15X 和 13X。化工品迎来景气上升周期，2021 年公司陆续有新产能放量，碳中和背景下高能耗产能的退出进一步强化公司竞争优势，因此我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示：荆州基地能耗指标获批进度不及预期的风险；煤价大幅波动的风险。
煌上煌（002695）：2020 年年报点评：千城万店有序推进，股权激励再启航
高质拓店持续推进，全年营收稳健增长。原材料成本下降，20Q4 毛利率提升显著。千城万店战略布局加快，股权激励方案即将启动。盈利预测与投资评级。风险提示。
中联重科（000157）：2020 年报点评：业绩同比+67%，21 年仍有望延续高增长
公司 2020 年营收 651 亿，同比+50.3%，归母净利润 72.8 亿，同比+66.6%；扣非后归母净利润 63.1 亿，同比+79.5%，略超预期。
主营产品收入表现亮眼，受益于行业高景气+份额持续提升。
产品结构调整导致盈利能力短期下滑，期间费用率控制良好。
经营性净现金流再创历史新高，营运能力持续提升。
21 全年业绩有望延续高增长，发行 50 亿可转债彰显持续扩张信心。

西部超导（688122）：2020 年年报点评：全年业绩大幅增长，有望持续受益于军工市场高景气

我们维持 2021-2022 年净利润预测 5.48/7.41 亿元，预计 2023 年净利润 10.05 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.24/1.68/2.28 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 43/32/23 倍，维持“买入”评级。

三一重工（600031）：2020 年报点评：业绩基本符合预期，海外挖机业务逆市大增

事件：公司 2020 年 1000.54 亿元，同比+31.25%，创历史新高；归母净利润 154.31 亿元，同比+36.25%，基本符合我们预期；扣非后归母净利润为 139.48 亿，同比+33.96%。其中 Q4 单季营收 266.30 亿，同比+55.32%；归母净利润 29.81 亿，同比+43.19%。公司拟每 10 股派发 6.00 元现金红利，股息率为 1.62%（按年报披露前一日股价计算）。

盈利预测与投资评级：我们将 2021-2022 年的预测 EPS 从 2.27/2.49 元上调至 2.27/2.52 元，预计 2023 年 EPS 为 2.75 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/14/12 倍，维持“买入”评级。

中微公司（688012）：2020 年报点评：非经常性损益驱动业绩超市场预期，100 亿定增夯实研发实力

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 5.90（原值 4.46，上调 32%）/6.85（原值 5.41，上调 27%）/8.77 亿，对应 PE 分别为 98/84/66 倍；公司是晶圆制造环节唯一进入全球龙头晶圆厂供应链的国产设备商，技术水平达到 5nm 先进制程，享有龙头的估值溢价，维持“增持”评级。

风险提示

晶圆厂投产不及预期，新品研发不及预期。

龙蟠科技（603906）：2020 年报点评：车用尿素放量，业绩符合预期

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2021 和 2022 年归母净利润的预测，分别为 3.01 亿元、3.96 亿元，预计 2023 年 5.06 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.15 元和 1.47 元，当前股价对应 PE 分别为 34X、26X 和 21X。鉴于车用尿素需求和公司销量增长迅速，维持“买入”评级。

风险提示：车用尿素产能及渠道释放不及预期的风险；并购项目存在协同性不及预期的风险；拟在建项目存在建设进度及未来盈利能力存在较大的不确定性。

农业银行（601288）：2020 年年报点评：净息差因何领跑国有大行？

展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行基本面回暖。预计农业银行 2021、2022 年盈利增速分别为 6.1%、5.6%，目前 A 股/H 股估值对应 0.59x/0.47x2021PB、5.3x/4.2x2021PE，静态股息率 5.38%/6.73%。考虑农业银行的负债端表现优异，拨备覆盖率领衔国有大行，且当前估值又接近历史底部，建议上调评级至“买入”，看好未来估值修复。

华熙生物（688363）：2020 年年报点评：营收+39.6%，透明质酸龙头“颜值经济”品牌化持续提速

公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终

端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 7.88/9.38/11.07 亿元，同比增速分别为 22.1%/19.0%/17.9%，对应 96/81/69X，公司 5-10 年内原料/化妆品/医美产品/食品产品等各业务板块均有较大发展空间，结合公司上游透明质酸研发，制造的突出优势，下游消费品多品牌化运营能力，看好公司以透明质酸为核心，从“中国制造”到“中国品牌”的发展路径和能力，维持买入评级。

安克创新（300866）：2020 年年报点评：全年收入+40.5%，智能创新产品收入倍增

维持“买入”评级：2020 年智能创新类产品表现抢眼，收入再次提速实现倍增，这或许预示着 Eufy 品牌正在逐渐形成品牌力。智能创新产品无疑是公司未来的主要增长点，其收入的持续高增标志着公司战略的顺利推进，和第二增长曲线的逐步成型。考虑到汇率波动的短期影响，我们下调 21/22 年归母净利预测至 11.8 亿(-9%)/16.0 亿(-3%)，预测 2023 年归母净利为 19.7 亿，21-23 年归母净利同比增速为 38%/36%/23%。3 月 30 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 48x/36x/29x。

佳发教育（300559）：2020 年报点评：收入+1.3%，标准化考点设备继续下沉，智慧教育产品未来增长可期

盈利预测与投资评级：公司对教育信息化行业有深刻的理解，有稳定的客户渠道资源，在如何服务，提供什么样的服务方面有丰富的经验，已经形成了一定的壁垒优势，考虑到 2020 年疫情的影响，我们将公司 21-22 年归母净利润从 4.0/5.3 亿元下调至 3.1/4.0 亿元，预计 23 年净利润 5 亿元，同比+45%/31%/26%，最新收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 15/11/9 倍，维持“买入”评级。

长城汽车（601633）：2020 年年报点评：Q4 业绩靓丽，继续重点推荐

看好自主品牌崛起，尤其看好长城汽车的本轮新车周期持续向上。我们将长城汽车 2021-2022 年归母净利润预期由 115/144 亿元调整为 111/144 亿元，2023 年预计为 179 亿元，对应 EPS 分别为 1.20/1.57/1.95 元，对应 PE 为 25/19/15 倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，首选长城汽车，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：3 月 PMI 点评：经济反弹强于季节性

观点

2021 年 3 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.9，非制造业商务活动指数为 56.3，综合 PMI 为 55.3，上涨 3.7。3 月制造业 PMI 为 51.9，高于历史（2011 年 3 月-2020 年 3 月）均值 51.3，3 月较 2 月上升 1.3，高于历史均值 0.9，与 2019 年持平。3 月非制造业 PMI 为 56.3，高于历史均值 55.1，3 月较 2 月上升 4.9，高于历史均值 0.6。整体来看，3 月份反弹强于季节性。受益于“就地过年”政策，春节后商业活动恢复得比往常更早，经济景气回升，我们预计未来几个月将实现政策正常

化。

3 月中国制造业 PMI 为 51.9，制造业景气回升，景气面较上月有所扩大。3 月生产指数和新订单指数分别为 53.9 和 53.6，高于上月 2.0 和 2.1，供需两端同步回升。

内需走强，出口受益于全球经济复苏。3 月进口指数为 51.1，高于上月 1.5，进口指数升至近年高点，内需加快释放。本月新出口订单指数为 51.2，高于上月 2.4，主要受益于全球主要经济体继续复苏，出口重返景气区间。

3 月非制造业商务活动指数为 56.3，随着消费需求释放，服务业升至高景气水平。受春节期间“就地过年”政策影响，商业活动恢复比往年更早，随着消费需求释放，服务业加快恢复，铁路运输、航空运输等行业运行在高位景气水平，受年初局部疫情影响较大的住宿、租赁行业经营状况明显改善。受益于 3 月天气转暖及统筹推进基建等政策发力，建筑企业集中开工，行业重返高位景气区间。

整体来看，3 月 PMI 表现强于季节性因素影响，我国企业生产经营活动总体加快。

风险提示：政策收紧超预期，融资环境超预期变化

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔　研究助理：赵艺原）

宏观点评：揭开拜登基建投资计划的真相

美国东部时间 3 月 31 日，拜登将于匹兹堡发布演讲，概述如何为其 3-4 万亿美元的基建计划融资，其中可能包括超 3 万亿美元的增税（几十年来最大的整体增税）。与前总统特朗普基建计划的出发点不同，拜登的基建计划为“美国复苏计划”的一部分，除了传统的基建投资，还涵盖绿色能源、研发、教育、社会保障等领域的长期投资（图 1），旨在提高美国的核心竞争力，极具战略安全意义。

基建投资上限与预计增税规模双双上调，支出和收入间的差距缩小。华盛顿邮报透露，2 月规划基建和就业一揽子计划时，白宫国家经济委员会的内部提案为增加约 3 万亿美元的新开支+1 万亿美元的新税收。然而，部分官员担心支出和收入之间的巨大差距使赤字攀升，从而引发利率飙升，导致联邦债务支付剧增，进而危害长期金融稳定。因此新方案做了调整以缩小支出和收入差距，新支出为 3-4 万亿美元+增税超过 3 万亿美元，增税方面巨大的差异是由于 2 月的草案未包含最终方案的全部增税项+政府想要通过增税推进其减少收入不平等的目标。

拜登的讲话会涉及什么？拜登的基建投资计划分为两部分，他将在匹兹堡宣布第一部分，预计投资总额约 2 万亿美元，包括：传统有形基建投资，除了公路、桥梁、机场和高速宽带项目等，还包括长期被忽视的部分优先事项，如更新电网、更换家庭和学校的铅管以及对商业建筑进行改造以适应气候条件等；振兴美国制造业、加大研发投入和清洁能源投资等；儿童护理、教育设施等方面的重大投资。通过更新基础设施，为气候变化造成的未来天气模式做准备并且创造更多高新就业机会。

拜登基建计划的第二部分将在 4 月公布，预计为约 1 万亿美元的人力基

请务必阅读正文之后的免责声明部分

础设施投入（扩大儿童保育、带薪探亲假和病假、扩大医疗保健等）。

拜登的大规模基建计划势必需要增税以融资。近期耶伦也表示赞成增税，以支付长期经济重建计划，并帮助解决国会对债务可持续性的担忧。美国税收政策中心对拜登竞选时的税收提议进行了测算，预计2021-30 年间可筹集约 2.1 万亿美元（表 1），部分措施包括：①提高企业税收，公司税率从 21%提高至 28%（可筹集约 7,300 亿美元）；②修改国际税收规则（可筹集约 4,400 亿美元）。③对年收入超 40 万美元的个人加征个税（可筹集约 9,000 亿美元）。

拜登与特朗普的基建投资计划的不同？特朗普着重于弥补传统基建投资多年来的巨大资金缺口；而拜登的计划被提升至国家战略和安全高度，包括了气候、绿色等领域的长期投资，意在提高美国的全球竞争力。

基建计划是否会使用预算和解程序？是。鉴于法案的激进规模与增税幅度，我们预计拜登政府将会再次使用和解程序，从目前至 2021 年底，民主党只有一次机会使用该程序。

基建投资计划何时实施？ 我们预计基建计划将于 9 月底落地，即在新财年 2022/10/1 开始前完成立法，正式实施要到 2022 年。

基建投资计划推进面临的阻碍？如果最高法院在“加州诉德州”一案中推翻《平价医疗法案》，很可能会阻碍拜登基建计划在 2021 年的推进，因为优先事项可能会转移到新的医疗法案上。

基建投资计划对美国经济的影响？美联储的研究显示，基建投资的财政乘数可高至 x2，即 1 美元基建投资使得 GDP 增加 2 美元。初步测算，在未来 10 年实施的总额约 2 万亿美元的基建投资计划，平均每年对美国实际 GDP 增速的拉动约为 0.2%，并且由于多数投资前置，实施初期对 GDP 增速的拉动更大（第一年可能高达 0.5%）。

风险提示：中美冲突升级，地缘政治风险加剧

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

宏观点评：人民币贬值，流动性会受波及吗？

人民币汇率 3 月为何明显贬值？截至 3 月 29 日人民币相对美元在 3 月已经贬值 1.6%，一改此前连续 8 个月的升值行情（2020 年 6 月至 2021 年 1 月）。为何贬值？从基本面上，得益于疫苗的推广和持续的财政刺激，美国经济加速复苏，但中国出现了放缓迹象（图 1）；中美外交“低开”以及由此带来的地缘政治紧张也放大了市场的避险情绪；从资产关系来看，美债收益率和美元指数的轮番大幅上涨是人民币走弱的直接原因（图 2）。

人民币汇率还会继续贬值吗？会。从国外因素看，美国财政政策继续积极、美国疫苗注射的顺利推进将继续支撑美债收益率和美元指数的强势，而欧洲磕磕绊绊的解封之路使得欧元很难在短期扭转颓势。美债收益率上升将吸引全球配置资金流入美国，例如日本的机构投资者很可能在第二季度增加美债购买（图 3），甚至导致新兴市场资本外流风险上升；从国内来看，长端中美利差（10 年）虽然仍高于“舒适水平”（80 至 100bp），但收敛压力会传到至人民币汇率市场（图 4），此外 5 至 7 月是 A 股上市公司分红较为集中的月份，近年来海外资金的涌入境内股市使得“分红季”购汇（人民币兑换成外币）需求上升，我们以外资青

请务必阅读正文之后的免责声明部分

睐的茅指数成分股为例，每年派息主要集中在 5 月至 7 月，这会阶段性导致人民币贬值压力上升（图 5 和 6）。

后续人民币汇率节奏怎么看？上半年人民币汇率偏弱，大概率回到 6.60 上方。不过下半年随着以欧洲为代表的非美经济体开始加速复苏，美元指数将阶段性走弱，这可能出现在第三季度；但是第四季度随着美联储缩减资产购买等收紧货币政策预期升温，美元指数有可能再度走强。由此我们大致可以判断人民币汇率今年的节奏：上半年偏弱，第三季度转强，年末再度面临一定的贬值压力。

汇率因素会影响第二季度流动性环境吗？基准情形下我们认为不会，这一情形重要基础是中美之间不会出现全面的摩擦升级。我们的逻辑主要基于四个方面：第一，由于其他非美货币贬值更加严重，人民币有效汇率依旧在升值，已经突破 2019 年和 2020 年的高点，适当的贬值有利于缓解后续出口企业的压力（图 7）；第二，境内美元流动性依旧宽裕，且短期内不会改变，这将使得人民币贬值的幅度相较其他经济体会更加温和（图 8）；第三，人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会增加了“增强人民币汇率弹性”的措辞，说明央行明显放宽对于汇率贬值的容忍度。第四，外汇占款对于基础流动性的影响已经越来越小（图 9）。

风险提示：中国信用收缩过快导致经济超预期下滑、信用风险上升，央行再度转向宽松。地缘政治形势超预期恶化，汇率超预期大幅贬值。美国经济过热，美联储提前收紧货币政策。

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔）

策略专题：策略专题：美国百年贫富差距

报告要点：

①美国百年贫富差距呈现 U 型，二战后 30 年间持续低位，1980 年以来差距持续扩大，特朗普任内继续走高。②真正有效缩小贫富差距的只有经济危机、战争，其他重要影响因素包括执政党更替、通胀、货币政策、财政税收、工会。③大类资产中，股票、房产、原油、黄金表现与贫富差距同向变化，国债走势与贫富差距背离。④贫富差距快速缩小时，美股消费相对收益更高，工业、房地产行业走低；贫富差距快速扩大时，科技相对收益较高，消费相对走低。⑤展望未来，若拜登有效控制贫富差距，美股消费行业有望复苏；若通胀进一步拉大贫富差距，科技受益。

正文摘要

美国百年贫富差距：U 型变化，80 年代以来持续拉大。①上世纪 20 年代美国贫富差距整体处于高位，之后进入阶段性下降区间。二战结束后美国贫富差距维持在较低水平，直到 80 年代初美国贫富差距又开始逐渐攀升。②本文选择美国最富有 10%人群收入/底层 10%人群收入和美国最富有 10%人群的收入占比作为主要的贫富差距观测指标，三个差距快速扩大区间：1999-2000 年、2003-2005 年和 2011-2012 年；三个差距快速缩小区间：2000-2001 年、2007-2009 年、以及 2012-2013 年。

影响因素：仅战争及经济危机有效缩小差距，执政党更替、通胀、货

请务必阅读正文之后的免责声明部分

币、财政税收、工会有重要影响。①仅在经济危机和战争期间贫富差距会快速缩小。②政府：总统任期越长，贫富差距趋势的连续性越强。执政党更替时，贫富差距反向变化；③GDP 与通胀：经济增长较快时，贫富差距较小；通胀上行，贫富差距扩大。④货币：货币供应量增加对应贫富差距缩小。政策利率（联邦基金利率）与贫富差距并不存在明显关系。⑤财政：最高边际税率与贫富差距呈负相关。近年来贫富人群收入税差收窄，贫富差距明显拉大。⑥工会：美国工会权利和人数增加时，对应贫富差距呈缩小趋势。

大类资产表现：普遍与贫富差距同向变动。①股市、房产：作为美国高净值人群资产配置中最重要的两类资产，其价格表现与贫富差距显著正相关，牛市时贫富差距拉大，房价上涨时贫富差距扩大。②原油、黄金：贫富差距扩大时原油、黄金价格上涨。③国债：长期来看，贫富差距扩大过程中往往伴随着国债收益率下降。

美股行业表现：贫富差距缩小消费占优，差距扩大科技更强。①贫富差距快速缩小区间内，包括家庭耐用品、生物制药等消费行业的相对收益更高，而工业、地产表现相对较差。②在贫富差距快速上升区间，包括生物科技、互联网通信在内的科技行业相对收益更高，而汽车、生活必需品零售等消费行业表现相对较差。

展望未来：高压经济均贫富或者通胀来袭扩大差距。①假设 1：执政党交替、拜登上台后疫情得到控制、高压经济政策创造就业、富人/企业征税力度加大、工会议价能力提升，美国贫富差距或将缩小。预计消费板块迎来复苏，工业、地产走弱，而前期强势的科技行业面临下行压力。②假设 2：美联储超宽松货币政策不变，叠加经济强劲复苏预期使得通胀加速归来；疫苗的有效性、有效期和普及度仍待观察，未来疫情可能存在反复，贫富差距进一步扩大。在此假设下，预计科技行业继续强势，而消费板块仍将承压。

风险提示：全球疫情的不确定性；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收深度报告：市场出清与否决定通胀压力强弱

报告摘要

理解通胀形成的微观路径。

宏观路径。这一条路径以货币数量方程式为理论基底：MV=PY，若满足货币中性假说（即 P 不影响 Y）以及货币流通速度恒定的假设（即 V 不变）的情况下，P 将仅由 M 决定；我们又可以称之为“总量路径”。

微观路径。这一路径从宏观、总量层面下沉到中、微观层面，价格指数 P 是各个市场价格的某种加权均值，那么各个市场价格由什么来决定？在均衡理论中由市场出清价格给出，也就是让各个市场出清的价格。一

请务必阅读正文之后的免责声明部分

般来说，市场接近出清，通胀压力也会抬升；而市场如果距离完全出清较远，供过于求，存在大量过剩产能，那么通缩压力就会增大。

衡量市场出清与否的三大指标：

产出缺口（Outputgap）。

非加速通货膨胀失业率（NAIRU）。

产能利用率（Capacityutilizationrate）。

产能利用率重要性不亚于失业率、M2 及其他指标。

预测通胀的潜在指标包括：大宗商品价格（原油、铜等）、金价、货币供给量（M1、M2）、利率、期限利差、信用利差、工资指数、贸易量加权汇率、周工作时长指数、就业人口、失业率以及产能利用率。

1980-90 年代这一段时期关于通胀的大量研究显示，产能利用率作为对通胀的预测指标，在重要性上不亚于其它潜在指标。市场出清与否是决定通胀压力强弱的一个重要因素。

结论及展望：

通胀首先很难以被预测，即使利用当前各种预测指标，但市场出清指标让显示出通胀压力是相对偏小的；同时考虑到私人部门的资产负债表修复过程仍处在进行时当中，核心通胀环比大概率并不会加速。

基数效应是确定存在的，这意味着即使核心通胀环比不加速，而维持前期均速，核心物价指数同比仍大概率在 2021 年 4-5 月达到年内峰值（大约在 2.01-2.47%）之后出现回落，全年或呈现 N 型、M 型、倒 U 型。

风险提示：（1）“再通胀”超预期；（2）联储应对延宕；（3）地缘风险超预期。

景三：美债 10Y“急抬升”。同理，这里“急”的含义也是相对的，即相对于通胀预期的抬升速率来说，这意味着实际利率的抬升，若抬升速率过快，严重依赖于信贷、杠杆支撑的经济活动，包括房地产按揭、个人耐用品消费等经济活动，或出现迅速地退潮，这将不利于联储实现首要目标充分就业。联储此时可以采取进一步扩表，或者采取 YCC 的手段来让美债 10Y 降速，经过我们对日本采用 YCC 策略既控制住了日债 10Y 的波动，又控制住了资产负债表规模的成功经验的回溯分析来看，我们比较倾向于联储考虑 YCC 的可行性。综合来看，我们认为情景三构成短期风险，情景二构成长期风险，而联储的基线情景，或者说最理想的情景应该是情景一，即美债 10Y“缓抬升”。

原因三：导致全球主要发达经济体利率/收益率水平持续走低的中长期因素，并未由于本次危机而出现根本性逆转。Summers（2014,2015）以及 RachelandSummers（2018）提出来的框架：他们认为结构性的高储蓄倾

请务必阅读正文之后的免责声明部分

向以及低投资意愿的组合，导致了利率的趋势性下行。我们需要思考的是以上提到的这些因素是否由于疫情带来的动态变化，而导致我们会做出同 2019 年下半年所不一样的思考，这是一个开放性的问题。

风险提示：（1）“再通胀”超预期；（2）联储应对延宕；（3）地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

东吴碳中和系列报告（七）：碳如何核算？IPCC 方法学与 MRV 体系

投资要点

与市场不同的观点之一：碳核算是实现碳达峰与碳中和所有工作的基础。碳核算 1）依据来自联合国政府间气候变化专门委员会(IPCC)制定的 IPCC 清单指南，为世界各国提供清单编制的方法学依据；2）保障来自碳排放可检测、可报告、可核查体系（MRV 体系），保障形成准确可靠的碳排放数据。中国碳排放数据标准的统一与数据质量的控制，可实现 1）与全球碳排放体系的统一；2）碳交易市场可顺利运行激发活力；3）从源头对减排路径研究开发；4）对减排效果量化评估。

与市场不同的观点之二：中国碳排放核算标准需进一步明晰，MRV 体系需进一步完善。对比欧盟、美国，中国 1）碳排放清单编制还不够完善，企业指南涉及行业不够全面，需进一步明晰行业企业碳减排，加快减排进；2）MRV 体系并不完善，报告与核查制度在建立时间短，还需要进一步落实。不断完善第三方核查机构的管理体系，形成高质量第三方机构，保障碳交易落地激发活力。

IPCC 方法学是碳核算的依据。《联合国气候变化框架公约》要求缔约方定期编制国家温室气体排放清单。IPCC 为各国编制清单提供方法学，IPCC 清单指南为各国提供可靠估算方法，兼容性强。1）欧盟：通常采用欧洲环境署（EEA）方法编制，后转换为 IPCC 格式提交年度温室气体清单和库存报告。2）美国：环境保护署（EPA）的排放清单改进计划（EIIP）与 IPCC 兼容，部分是对 IPCC 的改良。3）中国：国家温室气体清单编制主要参考 IPCC 技术报告和方法指南，编制的气候变化国家信息通报由生态环境部提交。我国清单编制活动主要是国家和省级温室气体清单编制，清单编制体系已初步形成相对稳定，先后颁布 24 个行业企业指南。

MRV 是碳核算的保障。1）欧盟是目前国际上开展碳交易工作较早且较为成熟的组织，其 MRV 设计框架为监测、报告、核查、质量控制和免责机制五部分。2）美国 MRV 体系主要包括监测、核算与报告、核查、质量保证和质量控制等四部分。欧盟和美国都出台了专门的 MRV 法规，从法律层面对 MRV 各个环节进行规定。3）中国 MRV 处于起步阶段，碳交易试点地区实施良好。2020 年《全国碳排放权交易管理办法(试行)》颁布，进一步规范 MRV。各试点基本覆盖报告，监测和核查覆盖还不够全面。核查资金投入主要有政府和市场两种方式，市场化是未来趋势。

碳中和背景下投资框架构建与环保产业映射。碳核算作为碳减排一切工作的基础，随方法学明晰与 MRV 完善，确保碳排放数据的质量，促进

请务必阅读正文之后的免责声明部分

碳达峰碳中和目标实现。从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用三方面构建投资框架，梳理环保产业映射，包括 1）能源替代：新能源环卫装备，可再生能源（生活垃圾焚烧、生物质利用等），甲烷利用（污水处理、填埋气资源化），碳交易兑现碳减排附加价值；2)节能减排：环境咨询指导环保节能减碳、合同能耗管理、合同能源管理、减排设备、升级工艺流程；3）循环利用：垃圾分类与再生资源回收。

重点推荐：1、固废：【瀚蓝环境】、【高能环境】；2、环卫电动化：【盈峰环境】、【ST 宏盛】、【龙马环卫】；3、再生资源：【中再资环】；4、工业节能：【维尔利】。

建议关注：环境咨询：【南大环境】。

风险提示：碳减排政策低于预期，碳交易市场建设运行低于预期，宏观政策超预期收紧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

华鲁恒升（600426）：2020 年报点评：2020Q4 业绩环比大增，荆州开辟新格局

事件

公司发布年报，2020 年营业收入为 131.15 亿元，同比下降 7.58%；归母净利润约为 17.98 亿元，同比下降 26.69%；经营性现金流净额为 29.95 亿元，同比下降 19.84%；其中，2020Q4 归母净利润 5.08 亿元，同比下降 6.07%，环比增加 31.39%；2020 年度利润分配预案为每股派发现金红利 0.30 元（含税），每股派送红股 0.30 股。

投资要点

2020Q4 受益于化工原料涨价，单季度业绩环比大幅改善：2020 年疫情影响需求叠加油价低位带动商品价格走低，全年业绩出现同比下滑；四季度大宗商品价格普涨，公司的有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇产品板块的销售均价环比分别上涨 20.26%、14.16%、27.48%和 19.98%，价格提升带动四季度业绩环比提升 31.39%。

荆州基地开辟公司发展新格局：湖北存量煤化工项目少，碳中和背景下煤炭等稀缺指标利好具备一体化、综合利用能力的企业，为公司项目运作进一步提供护城河。2021/1/15 公司公告了荆州基地的投资概况，主要分为气体动力平台项目、合成气综合利用项目两个项目，投资额分别为 59.24 亿元和 56.04 亿元，建设期预计 36 个月，届时将形成 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF 产能。

碳中和是挑战更是机会：“3060”目标下，我们认为对于高能耗、未实现一体化综合化发展的煤化工企业来说是一个的挑战，对于华鲁恒升这类具备一体化、精细化运营能力的优质公司来说更是一个机会。

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 2021~2023 年归母净利润分别为 35.01 亿元、39.62 亿元、46.88 亿元，EPS 分别为 2.15 元、2.44 元和 2.88 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、15X 和 13X。化工品迎来景气上升周期，2021 年公司陆续有新产能放量，碳中和背景下高能耗产能的退出进一步强化公司竞争优势，因此我们维持对公司的“买入”评级。

风险提示：荆州基地能耗指标获批进度不及预期的风险；煤价大幅波动的风险。

（证券分析师：柴沁虎）

煌上煌（002695）：2020 年年报点评：千城万店有序推进，股权激励再启航

事件：

公司发布 2020 年年度报告，全年营业收入 24.36 亿元（+15.09%）；归母净利润 2.82 亿元（+28.04%）。Q4 营收 5.02 亿元（同比+14.24%），归母净利 489 万元（同比+453.68%）。

投资要点

高质拓店持续推进，全年营收稳健增长。20Q4 公司营收 5.02 亿元（同比+14.24%）；2020 全年实现营业收入 24.36 亿元（+15.09%），其中鲜货产品营收 18.36 亿元（+13.6%），米制品业务收入 4.34 亿元（+29.6%）。2020 年公司新增 1200 家门店，省外门店拓展成效显著，鲁/贵/川/浙等省份门店增速超 30%；截至年底共有 4627 家专卖店，直营/加盟分别为 345/4282 家。除 20Q4 疫情冲击部分高势能门店表现外，全年同店增速稳健，新店存活率高，助力营收良性增长。

原材料成本下降，20Q4 毛利率提升显著。20Q4 公司归母净利 489 万元（同比+453.68%），主要受益于原材料价格走低，毛利率同比提升 6.97pct 至 44.8%，归母净利率同比提升 7.73pct 至 9.74%，公司有效把握低价机遇，加大原材料储存，当前仓库原材料储备处于高位。2020 年公司实现归母净利 2.82 亿元（+28.04%），其中毛利率 37.8%（+0.21pct），归母净利率 11.58%（+1.17pct）。加盟店实施省区/办事处/门店三档 PK 奖励扶持，叠加直营门店拓展，销售费用率稳中略升至 15.5%（+0.72pct）；管理费用率效率提升，下降 1.56pct 至 9.22%。

千城万店战略布局加快，股权激励方案即将启动。产能扩张筑牢拓店基础，当前公司旗下拥有 6 个生产基地，重庆将于年内落地、嘉兴基地下半年有望启动。未来五年将依托陕西/重庆/浙江/山东/京津冀五大生产基地，今年计划开店 1400 家（含 50 家直营店），3 年实现千城万店计划，开店目标 5 年 12000-15000，3 年内 10000 家以上，按 2020 年底 4627 家店面，年均复合开店增速 29%。三年业绩翻番激励完成，预计今年将启动下一个四年股权激励方案，与上一个“三年业绩翻番激励”实现对接，充分协同员工积极性，推动公司业绩高增。

盈利预测与投资评级：公司将持续受益休闲卤制品行业红利，在营销组织变革和有效股权激励策略驱动下，加快门店全国布局，我们预计 21-23 年公司营收增速 21.5/27.2/27.0%；归母净利增速 20.9/26.2/31.3%，对

请务必阅读正文之后的免责声明部分

应 PE 为 30/24/18X，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：产能投放不及预期，门店表现不及预期，食品安全问题，疫情控制不及预期。

（证券分析师：何长天）

中联重科（000157）：2020 年报点评：业绩同比+67%，21 年仍有望延续高增长

事件 1：公司 2020 年营收 651 亿，同比+50.3%，归母净利润 72.8 亿，同比+66.6%；扣非后归母净利润 63.1 亿，同比+79.5%。

事件 2：公司 2021Q1 预计归母净利润 22-26 亿，同比+114.4%-153.4%；扣非后归母净利润 20.7-25.2 亿，同比+137.9-189.6%，业绩延续上行走势。

投资要点

主营产品收入表现亮眼，受益于行业高景气+份额持续提升

分产品看，2020 年混凝土机、起重机（包括工程起重机和塔机）、土方机械等其他工程机械分别实现收入 190 亿、349 亿、75 亿，同比增长 37%、58%、52%。公司作为后周期龙头市场份额持续提升，汽车、履带起重机市场份额均创历史新高，混凝土机械市场份额显著提升，叠加制造业持续复苏，中联主营业务表现亮眼。此外，农业机械收入 26.4 亿，同比+13.9%，延续上一年趋势加速回升；金融服务收入 10.8 亿，同比+47.6%。

产品结构调整导致盈利能力短期下滑，期间费用率控制良好

2020 年综合毛利率 29%，同比-1.41pct。分产品看，混凝土机/起重机/其他机械和产品/农机机械的毛利率分别为 26.3%/31.0%/17.4%/16.8%；分别同比-1.1pct/-1.7pct/-7.7pct/+12.5pct。我们认为公司综合毛利率小幅回落主要有以下原因：①起重机方面小型吨位产品市场需求持续旺盛，产品结构改变导致毛利率被拉低；②农机、高空作业平台等毛利较低的新兴事业部营收占比提升在一定程度上摊低了毛利率；③疫情下公司优先考虑全款订单，适当让利政策对短期毛利率产生一定影响。值得注意的是，农机方面产品结构持续优化、规模效应进一步增强，盈利能力改善明显。

2020 年销售净利率为 11.3%，同比+1.43pct，反应控费能力大幅提升。公司全年期间费用率为 14.6%，同比-4.1pct，其中管理费用率、销售费用率、财务费用率控制良好，分别同比-0.74pct/-2.5pct/-2.5pct，研发费用率同比+1.6pct，主要系公司致力于自主创新能力的提升，目前已实现 4.0 产品全覆盖。

经营性净现金流再创历史新高，营运能力持续提升

公司经营性净现金流 74.2 亿元，同比+19.3%，再创历史新高，说明此次行业需求提升是高质量的。报告期内公司存货周转天数为 102 天，同比减少 25 天；应收账款周转天数 161 天，同比大幅减少 40 天。营业周期已接近上一轮周期时的健康水平，主要系公司保持较为严格的信用政策，收款速度提升，营运能力大幅提高。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

21 全年业绩有望延续高增长，发行 50 亿可转债彰显持续扩张信心

1）行业层面来看，基建投资延续、环保超冶法规切换、更新周期、人工替换等多重驱动因素下，下游零部件厂商排产旺盛，行业需求延续性较强。我们预测 2021 年挖机行业销量有望增长 5%-15%，工程起重机增长 10%-15%，混凝土机增长 15%-20%。

2）公司层面来看，①塔机业务：装配式建筑渗透率持续提升+收购威尔伯特打开海外市场+中大塔方面长期优势积累，共同助力 2021 年该业务板块实现高速增长；②工程起重机：公司市占率始终位于行业前三（销售额口径）+产能快速提升，增速有望超越行业；③混凝土机械：泵车从 2019 年开始进入更新高峰，我们预计 2019-2021 年每年更新数量在 7000-9000 台左右，中联作为国内混凝土机械双寡头之一将显著受益于此；④高空作业平台：我们预计 AWP 将是工程机械行业中未来增速最快的行业，公司作为 AWP 第一梯队中产品性能最好、增长最快的公司，2021 年该营收有望实现翻倍增长。此外，2020 年 12 月中联宝马展订单超 200 亿元，我们预计这笔订单将于 2021 年前两季度确认收入，中联重科全年业绩有望延续高增长。

继定增募集资金 66 亿元后，公司于 3 月 30 日公告了发行 50 亿元新增可转债的预案，彰显了公司持续发展扩张的决心。

盈利预测与投资评级：随着行业景气度超预期延续，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.10/1.21 元上调至 1.16/1.34 元，预计 2023 年 EPS 为 1.48 元，当前市值对应 PE 为 11/10/9X，维持“买入”评级。

风险提示：工程机械行业景气度不及预期；新业务开展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：朱贝贝　研究助理：罗悦）

西部超导（688122）：2020 年年报点评：全年业绩大幅增长，有望持续受益于军工市场高景气

事件：公司发布 2020 年度报告，2020 年全年实现营业收入 21.13 亿元，同比+46.10%；归母净利润 3.71 亿元，同比+134.31%，符合我们预期。

投资要点

钛合金产品收入同比增长 49%，高温合金销量大幅增长

2020 年全年实现营业收入 21.13 亿元，同比+46.10%。1）钛合金产品：实现销售收入 17.83 亿元，同比+48.53%，公司航空钛合金在国内军工市场的主导地位稳固，受益于航空客户需求增长强劲，钛合金销量 4,830.75 吨，同比+32.70%。2）超导产品：实现销售收入 1.95 亿元，同比+35.30%，超导产品（除超导磁体）销量 492.00 吨，同比+49.05%，其中 MRI 用 NbTi 超导线材月产量不断提升，MRI 超导收入同比+45.25%。3）高温合金产品：实现销售收入 0.34 亿元，同比+235.34%，公司突破了以 GH4169、GH4738、GH907、GH4698、GH4720Li 等合金为代表的十余个牌号高温合金的批量生产技术，高温合金销量 246.25 吨，同比+201.82%。随新型武器装备列装加速，核心产品钛合金销量大幅增长，带动公司收入规模迅速增加。

净利润实现大幅增长，规模效应驱动盈利能力提升

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年全年实现归母净利润 3.71 亿元，同比+134.31%。1）毛利率：钛合金产品毛利率同比+4.49pcts 至 43.03%；超导产品毛利率同比-0.13pcts 至 4.51%；高温合金产品毛利率同比+16.96pcts。受益于产品结构的持续改善、核心原材料价格走低以及规模效应的叠加，综合毛利率同比+4.22pcts 至 37.91%。2）费用端：随着销售规模的扩大，期间费用率同比-5.14pcts 至 17.53%，其中销售费用率 1.63%（同比-0.41pcts），管理费用率 6.89%（同比-2.55pcts），财务费用率 2.82%（同比+0.56pcts），研发费用率 6.19%（同比-3.56pcts），综合影响之下净利率同比+6.89pcts 至 17.50%。我们预计在钛合金产品快速放量的背景下，规模效应仍将有效提升公司的盈利能力。

钛合金业务将快速发展，高温合金有望成为新的增长点

（1）美、俄等国家航空航天钛材消费占比超过 70%，中国 2019 年航空航天钛材消费占比仅为 18%，未来提升空间广阔。我们预计十四五期间国内军机结构钛材需求量将达到 2.6 万吨，民用飞机钛材需求量将达到 11.6 万吨，将带动公司钛合金业务快速发展。（2）2019 年国内高温合金需求量 48222 吨，国产高温合金供应缺口超过 20000 吨。公司 2020 年已经实现高温合金量产 331.37 吨，同时建成 2000 吨高温合金棒材产能，新建 1900 吨棒材和 600 吨粉末母合金产能，未来有望成为公司新的业绩增长点。（3）超导材料方面，公司是国内唯一实现超导线材商业化生产的企业，MRI 超导材料打破了外商垄断，有望打开超导业务的发展空间。

盈利预测与投资评级：我们维持 2021-2022 年净利润预测 5.48/7.41 亿元，预计 2023 年净利润 10.05 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 1.24/1.68/2.28 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 44/32/24 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动；高温合金业务发展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

三一重工（600031）：2020 年报点评：业绩基本符合预期，海外挖机业务逆市大增

事件：公司 2020 年 1000.54 亿元，同比+31.25%，创历史新高；归母净利润 154.31 亿元，同比+36.25%，基本符合我们预期；扣非后归母净利润为 139.48 亿，同比+33.96%。其中 Q4 单季营收 266.30 亿，同比+55.32%；归母净利润 29.81 亿，同比+43.19%。公司拟每 10 股派发 6.00 元现金红利，股息率为 1.62%（按年报披露前一日股价计算）。

投资要点

一、各业务线核心竞争力增强，力争 2021 年实现收入增长 20%

2020 年公司三大板块挖掘机械/ 混凝土机械/ 起重机械业务收入分别达 375.28 亿/270.52 亿/194.09 亿元，同比分别+35.85%/+16.60%/+38.84%。其中，挖掘机销量超 9 万台，居全球第一；混凝土机械板块增速相对较低，我们判断系疫情下海外子公司普茨迈斯特业务开展受阻；起重机板块拓展较好，市场份额持续提升。公司超额完成 2020 年 850 亿营收目标，力争 2021 年实现营收 1200 亿元（同比+20%）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年，公司研发人员同比增长 69%，对产品及关键零部件的研发投入加大：1）超大吨位挖掘机：实现 150 吨以下产品全覆盖；2）产品电动化和智能化：下线电动化产品 10 款，利用无人驾驶、远程遥控等多款智能化产品；3）研发周期降低 20%以上：数字化设计与仿真技术研究取得突破。Q4 单季度公司研发费用达 20.23 亿，研发费用率高达 7.60%。

二、净利率小幅提升，经营性现金流再创新高

2020 年公司工程机械产品总体毛利率 30.30%，同比-2.96pct；销售净利润率为 15.85%，同比+0.61pct。2020 年公司挖掘机械/混凝土机械/起重机械毛利率分别为 34.67%/27.30%/ 21.67%，同比分别-3.97/-2.52/-2.59pct，毛利率下降，我们判断系新会计准则将运输费核算至营业成本（2020 年销售费用率-1.92pct）、小挖等产品竞争加剧所致，整体来看，公司盈利能力仍在持续提升。2020 年期间费用费率降至 12.80%，同比-1.84pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.33%/2.20%/4.99%/0.28%，同比-1.92/-0.51/+0.17/-0.34pct；加权平均 ROE 为 29.64%，同比+2.48pct。

2020 年公司经营性净现金流 133.63 亿元，同比+12.45%，创历史新高。公司近年来严控客户资信及成交条件，逾期率降至历史低点且持续下降。2020 年存货周转率自上年 3.95 次/年升至 4.17 次/年；应收账款周转天数自上年 103 天降至 80 天。

三、海外挖机板块逆市大增，2021 年灯塔工厂建设将全面铺开

2020 年，公司实现海外销售收入 141.04 亿元，同比-0.44%，主要系海外工程机械市场受疫情影响，出现不同程度萎缩。整体来看，公司海外销售优于行业，海外份额提升明显。海外主要市场收入均实现较大幅度增长，如东南亚、美国、欧洲、非洲等销售大区。此外，公司海外市场渠道、服务、代理商体系、配件及数字化体系建设等均取得较大突破。

2020 年，公司挖掘机出口销量突破 1 万台，同比增速达 33.40%，海外微型挖掘机销量同比增长 90%。北美、欧洲、印度等主要市场挖机份额大幅提升，东南亚多个国家份额升至第一。在全球竞争最激烈的中国市场，2020 年三一挖机份额已升至 28%，远高于国产第二名 16%、海外龙头 10%，竞争力十分出色，但我们预计同期海外份额仅 3%左右，与产品竞争力及公司定位极不匹配。我们认为公司已接棒全球第一产品性价比地位，国际化推进有望再造三一重工。

公司 2019 年建成了 18 号灯塔工厂，成功实现了降本增效：1）主要产品生产周期缩短了 50%；2）产能提升近 50%；3）员工数量下降 50%左右。2020 年公司约 8 家灯塔工厂建设完毕，突破无人下料等八大核心关键技术。根据公司年报，预计 2021 年内主要工厂均可完成灯塔工厂改造（约 25 家），制造效率提升值得期待。

四、工程机械高景气持续超预期，建议积极配置低波动周期中的强 α

据 CME 观测，2021 年 3 月挖掘机销量同比+46%左右。按照 3 月挖机销

请务必阅读正文之后的免责声明部分

量同比+40%预计，1-3 月挖机销量累计同比增速达 70%以上。龙头厂商基于规模效应、产品竞争力及供应链管理优势，份额仍在持续提升，叠加固定成本带来业绩杠杆释放，公司一季度业绩高增可期。

结合产业链调研及我们的判断，预计 2021 年工程机械行业景气持续：其中挖机销量增长 5%-15%，工程起重机增长 10%-15%，混凝土机增长 15%-20%。我们预计未来几年挖机行业波动维持正负 5-10%，周期波动较上一轮明显弱化，2024 年后有望进入下一轮大更新周期。低波动率周期中更强调产品竞争力、生产效率以及供应链管理，建议积极布局受益行业集中度提升、全球化推进的强阿尔法。

五、盈利预测与投资评级：基于国内行业高景气持续+龙头份额提升，以及数字工厂+全球竞争力兑现将带来持续业绩弹性，我们将 2021-2022 年的预测 EPS 从 2.27/2.49 元上调至 2.27/2.52 元，预计 2023 年 EPS 为 2.75 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 15/14/12 倍，维持“买入”评级。

六、风险提示：全球经济下行；国际政策变动；海外贸易争端加剧；行业周期波动；行业竞争加剧；数字化转型不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝
研究助理：罗悦）

中微公司（688012）：2020 年报点评：非经常性损益驱动业绩超市场预期，100 亿定增夯实研发实力

事件：2021 年 3 月 30 日公司发布公告，2020 年实现营业总收入 22.73 亿元，比上年+16.76%；实现归母净利润 4.92 亿元，同比+161.02%；扣非归母净利 0.23 亿元，同比-84.19%。

投资要点

非经常性损益驱动 2020 年业绩超市场预期，半导体刻蚀设备业务高速增长

公司 2020 年营收稳定增长，归母净利润同比+161%，主要系：（1）中芯国际科创板股票投资公允价值变动收益约 2.62 亿元；（2）公司 2020 年计入非经常性损益的政府补助为 2.53 亿，较 2019 年增加 2.26 亿元。2020 年扣非归母净利润 0.23 亿元，同比-84%，主要系公司 2020 年实施股权激励计划产生股份支付费用约 1.24 亿元，而 2019 年无该类费用发生。若排除股份支付费用影响，公司 2020 年扣非归母净利润为 1.47 亿元，与 2019 年基本持平。

分业务看，（1）专用设备：2020 年专用设备业务收入合计 17.99 亿元，同比+13%，营收占比 79%，毛利率为 37.32%。其中半导体刻蚀设备收入为 12.89 亿元，同比+58%，主要系半导体设备行业景气度持续提升及公司产品竞争力持续加强所致；MOCVD 设备收入为 4.96 亿元，同比-34%，主要系 2020 年 LED 设备市场仍呈现下滑态势所致。（2）备品备件：2020 年备品备件收入合计 4.42 亿元，同比+31%，毛利率 37.64%。（3）服务收入：2020 服务收入合计 0.33 亿元，同比+57%，毛利率

请务必阅读正文之后的免责声明部分

57.09%。

毛利率稳定增长，非经常性损益带动净利率大幅提升

2020 年，公司综合毛利率 37.67%，同比+2.7pct；净利率 21.66%，同比+12pct。公司净利率大幅提升，主要系非经常性损益大幅增长所致，2020 年非经常损益 4.69 亿元，同比 2019 年的 0.41 亿元增长 1044%。若扣除非经常性损益影响，2020 年扣非净利率为 1.02%，同比-6.6pct。

技术驱动型企业持续加强研发投入，期间费用率小幅上升

公司 2020 年期间费用率为 31.4%，同比+3.7pct。其中，销售费用率 10.4%，同比+0.3pct；财务费用率-0.3%，同比-0.1pct；管理费用率（含研发）为 21.3%，同比+3.7pct，主要系公司继续加强研发投入所致，2020 年研发费用 3.31 亿元，营收占比 14.5%，同比+2.5pct。叠加已被政府补助抵减的研发费用 2.32 亿元，以及资本化研发投入 0.77 亿元，公司 2020 年研发投入合计 6.4 亿元，同比+51%，研发投入营收占比 28%，同比+6.3pct。其中包含股份支付费用 0.49 亿元，若剔除股份支付费用的影响，2020 年研发投入 5.9 亿元，同比+39%，主要用于研发存储器的 CCP 和 ICP 刻蚀设备、Mini-LED 大规模生产的高输出量 MOCVD 设备、Micro-LED 应用的新型 MOCVD 设备等。

公司高度重视技术创新，截至 2020 年末，公司共有研发人员 346 名，占员工总数的 38.7%，研发人员平均薪酬 55 万元/年，公司“博士+硕士”学历员工占比 49%。2020 年公司新增专利申请 295 项，获得专利 80 项，截至 2020 年末，公司累计获得专利 1096 项。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 5.90（原值 4.46，上调 32%）/6.85（原值 5.41，上调 27%）/8.77 亿，对应 PE 分别为 98/84/66 倍；公司是晶圆制造环节唯一进入全球龙头晶圆厂供应链的国产设备商，技术水平达到 5nm 先进制程，享有龙头的估值溢价，维持“增持”评级。

风险提示

晶圆厂投产不及预期，新品研发不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

龙蟠科技（603906）：2020 年报点评：车用尿素放量，业绩符合预期

事件

公司发布年报，2020 年公司实现营业收入 19.15 亿元，同比增长 11.77%；实现归母净利润 2.03 亿元，同比增长 59.20%；扣非净利润 1.86 亿元，同比增长 63.39%。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 1.77 元（含税），以资本公积每 10 股转增 4 股。公司 2021 年财务预算包括营业收入 25.5 亿元，归母净利润 2.5 亿元。

投资要点

2020 年车用尿素业务带动业绩高增长：2020 年机动车尾气处理国六标准实施背景下，车用尿素需求大幅提升，公司车用尿素业务板块实现销量 38.12 万吨（+56.41%），收入 6.42 亿元（+40.54%），毛利率 43.29%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（+2.07pct），近五年来（2016~2020）收入占比由 13.46%提升至 33.53%，车用尿素的量、利齐升带动公司全年业绩高增长。

车用尿素需求景气，公司产能、渠道双管齐下：国六标准下尾气排放限值大幅收严，车用尿素是柴油车满足国六排放标准的必备产品和消耗品，据我们的测算，十四五期间车用尿素需求还有两倍增长空间。公司通过主流车厂配套叠加自主销售网络形成完善的销售渠道，考虑天津 18 万吨/年可兰素项目投产叠加南京工厂技改和外协生产，我们预计 2021 年公司有效产能将超过 60 万吨/年，公司还将根据市场需求情况持续进行产能扩张和渠道扩展，2021 年车用尿素业务有望超过润滑油成为公司第一大板块。

现金流和偿债能力良好，多项目规划出炉：2020 年底公司资产负债率降至 28.44%，货币资金 9.09 亿元，2020 年经营性现金流 3.1 亿元，现金流状况和偿债能力良好，支撑公司的持续资本开支。公司近日与襄阳市政府签署投资协议，拟投资 5 亿元建设年产 20 万吨车用环保处理液、3 万吨挡风玻璃清洁剂、5000 吨燃油添加剂等项目，支撑公司长期发展。

加码新能源材料，中远期规划清晰：2020 年收购贝特瑞的磷酸铁锂资产，并与四川蓬溪签署新能源材料投资协议，并在储氢、催化剂等领域布局氢燃料电池产业链，中期锂电、远期氢能规划清晰。

盈利预测与投资评级：我们维持公司 2021 和 2022 年归母净利润的预测，分别为 3.01 亿元、3.96 亿元，预计 2023 年 5.06 亿元，EPS 分别为 0.88 元、1.15 元和 1.47 元，当前股价对应 PE 分别为 34X、26X 和 21X。鉴于车用尿素需求和公司销量增长迅速，维持“买入”评级。

风险提示：车用尿素产能及渠道释放不及预期的风险；并购项目存在协同性不及预期的风险；拟在建项目存在建设进度及未来盈利能力存在较大的不确定性。

（证券分析师：柴沁虎）

农业银行（601288）：2020 年年报点评：净息差因何领跑国有大行？

事件：农业银行 2020 年营业收入 6579.61 亿元，同比增长 4.9%；归属于母公司股东净利润 2159.25 亿元，同比增长 1.8%，对应 EPS 为 0.59 元/股。期末总资产 27.21 万亿元，较期初增长 9.4%；归属于本集团普通股股东净资产 1.88 万亿，较期初增长 7.8%，对应 BVPS 为 5.39 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标，因此农业银行盈利增速转正符合我们预期。

投资要点

盈利预测与投资评级：农业银行 2020 年加大普惠信贷投放力度，同时负债成本表现亮眼，全年净息差仅下降 3BP，显著优于可比国有大行。股东回报方面，与其他国有大行一致，维持分红比例 30%高水准。不过，信贷加速增长令农业银行的核心一级资本充足率降低 20BP 至 11.04%。展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行基本面回暖。我们预计农业银行 2021、2022 年盈利增速分别为 6.1%、5.6%，目前 A 股/H 股估值对应 0.59x/0.47x2021PB、5.3x/4.2x2021PE，静态股息率 5.38%/6.73%。考虑农业银行的负债端表

请务必阅读正文之后的免责声明部分

现优异，拨备覆盖率领衔国有大行，且当前估值又接近历史底部，上调评级至“买入”，看好未来估值修复。

资产&负债：总资产增长 9.4%，小微、农户等普惠贷款是主要拉动力。

①资产端：2020 年农业银行继续在普惠信贷领域加大投放力度，贷款总额全年增长 13.6%，相比于其他国有大行，公司与个人两大类贷款的增速相对均衡，分别增长 14.6%、15.0%，票据贴现额度则被相应压降。个人贷款中，经营性贷款和农户贷款全年同比大幅增长 43.6%和 35.2%，全年统计的普惠型小微企业贷款增长 62.3%，反映“支持实体、呵护小微”的核心导向。此外，个人住房贷款增长 12.0%，增速高于可比大型银行，主要源于房地产贷款额度尚未超标。同业资产今年继续高增 22.5%，投资资产降速。

②负债端：总负债增长 9.0%，其中存款总额增长 8.0%，应付债券的增速则达到 23.8%，负债结构有一定变化。农业银行在存款端继续推进个人存款精准营销，全年个人存款增长 9.4%，占比上升至 59.3%。尽管活期存款平均余额的占比较年初下降 1.53pct 至 56.7%，但作为深耕县域、网点广泛的国有大行，我们认为农业银行当前存款优势依然明显，活期存款占比依然领先同业。去年以来，监管层对商业银行“高息揽储”全面从严监管，非常有利于具备渠道优势的拉动增量客户、提升存款市场份额。

净息差：新口径下全年同比下行 3BP，降幅明显优于同业，得益于贷款利率有韧性+存款成本明显下行。

与工商银行、建设银行类似，农业银行年报调整财务口径，将信用卡分期收入重分类至利息净收入，并追溯调整 2019 年。新口径下，2020 年净息差 2.20%，同口径下同比下滑仅 3BP，得益于更具备韧性的净息差，公司全年利息净收入在同口径下同比增长 8.8%，增速明显优于同业。

农业银行净息差因何优于同业？得益于资产端和负债端的综合表现。公司全年资产端收益率同口径下行 14BP，相比之下，工商银行、建设银行和中国银行分别下行 24BP、15BP 和 30BP，只有建设银行下行幅度接近农业银行。但同时，农业银行全年负债成本率也下行 9BP，而工商银行、建设银行和中国银行分别下行 9BP、3BP 和 27BP，建设银行在负债端不及农业银行。

具体来看：

① 资产端的公司贷款不受财务口径调整影响，全年收益率 4.27%，较 2019 年下行 21BP，稍低于 1 年期 LPR 全年 30BP 的降幅；不过，全年贷款收益率较上半年的 4.37%继续下行 10BP，我们预计与同业一样，受到存量贷款重定价的持续影响。

② 资产端的个人贷款受财务口径调整影响，主要是信用卡分期业务从手续费及佣金收入计入利息收入，同时影响生息资产，拉高净息差，对应减少手续费收入，造成中间业务收入的占比降低。同口径下，农业银行个人贷款收益率同比上行 6BP 至 4.82%，追溯调整后的 2019 年个人贷款收益率为 4.76%，较调整前提高 27BP。

③ 存款成本率显著下行是农业银行 2020 年负债端的核心亮点。全年存款成本率同比下行 6BP 至 1.53%，在可比大型银行中取得优势，主要源

请务必阅读正文之后的免责声明部分

自 2020 年对各类高息存款的有效管控。其中：公司定期和个人活期的存款成本率分别下行 18BP 和 8BP，个人定期存款成本率下半年也企稳，我们预计与监管严格管控结构性存款有关。所以，尽管活期存款占比略有下滑，但得益于对高定价存款的有效压降，负债成本率仍然走低 9BP 至 1.71%。

展望后市，我们判断国有大行的净息差有望企稳，我们预计下半年逐步扩张。尽管一季度净息差仍将受到重定价影响而小幅回落，但在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，我们预计新发放贷款利率开始回升，同时大型银行的负债成本也得益于监管环境而保持平稳。总体上，我们建议对商业银行净息差的趋势保持理性乐观。

非利息收入：全年同口径下滑 10.7%，但财富管理类业务推动手续费增长。

① 手续费及佣金净收入增长 2.2%，其中财富管理类业务受益于权益市场火热、理财转型深化等因素，公司代理业务手续费、托管及其他受托业务佣金收入分别同比增长 6.3%和 13.7%。同时，继续推进存量理财转型，2020 年末理财产品规模 2.03 万亿，基本与去年持平，其中保本理财规模被压缩至仅 723.13 亿元。此外，本年私人银行 AUM 增长 2920 亿元至 1.70 万亿，同比增速达到 17.2%。

② 银行卡手续费收入、承诺手续费收入同比小幅下滑，我们预计受到疫情影响；顾问和咨询费收入同比增长 10.5%，源自本年银团和债券承销业务规模有所增加。

③ 手续费以外的非利息收入本年下滑 28.3%，主要是受到各类市场行情以及汇率波动的影响，投资损益、公允价值变动损益、汇兑损益同比有所下降。但是，公司子公司保费收入增加带动全年其他业务收入实现 12.0%的良好增长。

支出端：成本收入比创近年来新低，信用减值损失四季度回落驱动盈利增速转正。

与可比国有大行类似，农业银行全年成本收入比 29.23%，同比明显下降 1.26pct。此外，农业银行第四季度单季计提 256.3 亿元信用减值，同比下滑 25.6%，带动四季度单季同比盈利增速达到 61.0%，全年累计盈利增速转正至 1.8%。2020 年四个季度计提的信用减值分别为 448.5、542.7、399.5、256.3 亿元，下半年减值计提收窄是行业普遍趋势。

资产质量：信用风险仍在显化，但不良认定严格+拨备雄厚，对资产质量理性乐观。

① 2020 年末农业银行不良率 1.57%，环比三季度继续上行 5BP，且年末拨备覆盖率较三季度也下滑 11.8pct 至 260.64%，但仍明显高于可比国有大行。与同业相比，农业银行下半年对公业务信贷风险有所暴露，公司贷款不良率在下半年环比上行 25BP 至 2.37%，测算不良净生成率也在下半年有所上行。不过，农业银行对于不良贷款的认定严格，2019 年起已将逾期贷款全面纳入不良口径，同时全年关注贷款率和逾期贷款率分别下降 23BP 和 8BP 至 2.01%和 1.29%，反映不良新生成压力已经缓解。

② 展望 2021 年，我们仍然建议对大型银行的资产质量理性乐观。目前经济增长基础仍比较薄弱，作为将大量信贷资源投向实体和小微的国有

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大行，资产质量仍需关注。但同时，资产质量指标比以往更扎实，不良新生成压力缓解，无需过度担忧。

风险提示：1）资产质量超预期恶化；2）银行利差持续收窄；3）信贷融资需求低迷

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

华熙生物（688363）：2020 年年报点评：营收+39.6%，透明质酸龙头“颜值经济”品牌化持续提速

投资要点

事件：公司发布 2020 年年度报告。2020 年实现营收 26.33 亿元，同比+39.63%；归母净利润 6.46 亿元，同比+10.29%；扣非归母净利润 5.68 亿元，同比+0.13%。公司拟每 10 股派发现金红利 4.10 元，预计派发现金红利总额为 1.97 亿元，占归母净利润的 30.47%。

分季度看，Q1-Q4 单季度营收增速分别为 3.5%/27.7%/35.7%/73.4%，归母净利润增速分别为 0.8%/0.7%/12.8%/23.0%，扣非归母净利润增速分别同比变化-13.6%/-9.9%/5.7%/+25.4%。公司营收和净利润增速逐季加速，Q4 增速强劲。

公司整体毛利率较为稳定，销售费用增加较快短期影响净利率，规模效应下管理费用率有所下降。2020 年公司毛利率为 81.4%，同比提升 1.8pct，毛利率总体较为稳定。从费用端看，2020 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 41.8%/6.2%/5.4%/-0.02%，分别同比变化+14.1pct/-3.5pct/+0.4pct/+0.6pct。2020 年公司销售费用率同比提升较快，主要系 2020 年为“品牌元年”战略性增加品牌投入以及功能性护肤业务线上推广费用增加。规模效应的发挥使得管理费用率有所下降。2020 年公司净利率为 24.50%，同比下降 6.5pct。

透明质酸“四位一体”龙头，多品牌、多品类的大消费集团路径清晰。公司业务涵盖原料、医疗终端、功能性护肤品和功能性食品板块，2020 年原料/医疗终端/功能性护肤品分别实现营收 7.03/5.76/13.46 亿元，分别同比变化-7.5%/+17.8%/+112.2%，营收占比分别为 26.7%/21.9%/51.2%。（1）原料：受全球疫情影响，2020 年营收略降，长期前景仍较为稳健，生物活性物平台已基本构建；（2）医疗终端：2020 年下半年恢复性增长，2021 年起将加快对医美产品管线的布局；（3）功能性护肤品：润百颜、夸迪、米蓓尔和 BM 肌活为前四大品牌，持续高速增长；（4）功能性食品：发展初级阶段，1 月和 3 月分别推出功能性食品品牌“黑零”和“水肌泉”。

投资建议：公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械、化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固。我们预测公司 2021-23 年归母净利润分别为 7.88/9.38/11.07 亿元，同比增速分别为 22.1%/19.0%/17.9%，对应 96/81/69X，公司 5-10 年内原料/化妆品/医美产品/食品产品等各业务板块均有较大发展空间，结合公司上游透明质酸研发，制造的突出优势，下游消费品多品牌化运营能力，看好公司以透明质酸为核心，从“中国制造”到“中国品牌”的发展路径和能力，维持买入评级。

风险提示：竞争加剧，食品安全，行业监管风险，产品推广不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：朱国广　证券分析师：张家璇）

安克创新（300866）：2020 年年报点评：全年收入+40.5%，智能创新产品收入倍增

业绩简评

3 月 30 日公司发布年报，收入符合我们预期，但归母净利受汇兑损失影响低于预期。公司 2020 年实现收入 93.5 亿元/+40.5%YOY，归母净利润 8.6 亿元/+18.7%YOY，扣非净利润 7.3 亿元/+26.3%YOY；其中 Q4 单季实现收入 33.3 亿元/+58.0%YOY，归母净利润 3.2 亿元/+24.0%YOY，扣非净利润 2.5 亿元/+5.5%YOY。公司拟每 10 股派发现金红利 8 元。

经营分析

分业务看：智能创新产品收入倍增，第二增长曲线逐步成型。_x000b_①充电类：2020 全年实现收入 41.4 亿元，同比+9%，收入占比 44%；移动电源由于疫情出行需求下降而受到影响，但 iPhone 取消充电头使得快充类产品需求快速提升，全年仍保持增长。_x000b_②智能创新类：实现收入 30.6 亿元，同比+103%，收入占比 33%；主要包括 Eufy 品牌的智能扫地机器人、无线吸尘器和家居安防产品，该产品线不断推出新品，已逐渐成为公司未来的主要增长点。_x000b_③无线音频类：实现收入 21.2 亿，同比+66%，收入占比 23%；增长主要受益于智能音箱和 TWS 耳机需求的提升。

运输费用口径调整后，公司毛利率/销售费用率均同比提升。新准则下运输费用从销售费用转计入营业成本。追溯调整后，2020 全年公司毛利率为 43.85%，同比+2.73pct，主要因无线音频类产品毛利率+8.0pct；销售费用率为 24.03%，同比+1.53pct，主要因品牌建设投入增长；财务费用率为 0.76%，同比+0.91pct，主要因汇率波动带来的汇兑损失。在去年下半年开始的汇兑损失影响下，公司全年/Q4 的净利率为 9.57%/9.99%，同比-1.3pct/-2.4pct。

汇兑损益的暂时性影响使得公司业绩短期承压。公司 2020 年海外市场收入占比高达 98.5%，全年受人民币升值影响产生汇兑亏损 0.63 亿元，占收入 0.7%。公司已从 20 年 11 月开始通过套保抵消部分的汇率波动。若加回 0.63 亿元汇兑损益（并扣除 15%所得税），则公司还原后的归母净利约为 9.1 亿元/+26.2%，符合 Wind 一致预期（约 8.8 亿）。

维持“买入”评级：2020 年智能创新类产品表现抢眼，收入再次提速实现倍增，这或许预示着 Eufy 品牌正在逐渐形成品牌力。智能创新产品无疑是公司未来的主要增长点，其收入的持续高增标志着公司战略的顺利推进，和第二增长曲线的逐步成型。考虑到汇率波动的短期影响，我们下调 21/22 年归母净利预测至 11.8 亿(-9%)/16.0 亿(-3%)，预测 2023 年归母净利为 19.7 亿，21-23 年归母净利同比增速为 38%/36%/23%。3 月 30 日收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 48x/36x/29x。

风险提示：疫情，汇率波动，贸易摩擦，新品不及预期，库存风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

佳发教育（300559）：2020 年报点评：收入+1.3%，标准化考点设备继

请务必阅读正文之后的免责声明部分

续下沉，智慧教育产品未来增长可期

业绩简评

2020 年公司收入小幅增长，扣非净利润基本持平：2020 年公司实现收入 5.9 亿元，同比+1.3%，实现归母净利润 2.1 亿元，同比+2.6%，扣非归母净利润 2 亿元，同比-0.1%。受疫情影响收入利润增速大幅放缓。表现略低于我们预期。

标准化考点设备疫情下仍实现收入增长，智慧教育产品受学校线下停课影响有一定下滑：公司主要提供教育信息化产品，包括智慧招考和智慧教育。智慧招考方面，提供的服务主要包括标准化考点运营，2020 年实现收入 3.8 亿元，同比增速+8.6%；智慧教育产品 2020 年受疫情影响，无法进入学校进行施工和招投标，导致收入同比下滑 11.3%至 1.6 亿元。

公司在教育信息化领域市占率位于行业前列，已经有丰富的客户渠道资源和服务经验，具备一定的竞争壁垒：公司是国内最早从事教育考试信息化建设的企业之一，属于行业龙头，在省级综合考务平台市场中市占率排名行业第一，截至 2020 年末，公司产品和服务覆盖全国 29 个省，200 多所城市，8000 多所初高中，5000 多所中高职院校和本科院校，已经具备了一定的竞争壁垒。未来标准化考试渗透率还有进一步提升的空间，公司作为龙头也将持续受益。

英语口语机考仍在高速普及中，公司与腾讯合作的新一代英语智能考试系统有望持续发力：2020 年 10 月佳发教育与好学网络、腾讯教育联合发布新一代英语听说智能考试系统，其适用于更多场景，让传统听说考试突破性实现“同批次、统考卷”，降低多次使用考试机房频次，保障考试公平，提升考试效率，未来随着各省中高考英语口语考试逐步推行机考，我们预计公司也将持续受益。

智能体育测评系统：政策重视程度提升，校内体育运动或迎来新机遇。2020 年以来国家关于在校学生素质教育建设的关注度和重视程度有所提高，体育考试分数占比也有所提升，公司推出的智能体育学科综合解决方案，依托机器视觉，可穿戴设备，大数据，算法对体育运动进行综合分析，给出解决方案，未来有望享受行业红利，成为新的业务增长点。

盈利预测与投资评级：公司对教育信息化行业有深刻的理解，有稳定的客户渠道资源，在如何服务，提供什么样的服务方面有丰富的经验，已经形成了一定的壁垒优势，考虑到 2020 年疫情的影响，我们将公司 21-22 年归母净利润从 4.0/5.3 亿元下调至 3.1/4.0 亿元，预计 23 年净利润 5 亿元，同比+45%/31%/26%，最新收盘价对应 21-23 年 PE 分别为 15/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新合作伙伴拓展不及预期，新产品推广不及预期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

长城汽车（601633）：2020 年年报点评：Q4 业绩靓丽，继续重点推荐

投资要点

公司业绩简述：2020 年全年公司营收实现 1033.08 亿，同比+8.6%；归母净利润 53.62 亿，同比+19.2%；扣非归母净利润 38.36 亿，同比-3.77%。2020Q4 公司营收实现 411.64 亿元，同比+22.39%，环比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

+57.03%；归母净利润 27.75 亿元，同比+75.71%，环比+92.58%；扣非归母净利润 19.59 亿元，同比+40.19%，环比+82.26%。总体符合市场预期。

Q4 利润同环比高增长，符合市场预期；毛利率环比微幅下滑。2020Q4 公司净利润同比+75.71%，相比 Q3 净利润同比+2.91%涨幅扩大。核心原因包括：1）Q4 公司批发销量实现 43 万辆，同比+27.37%，环比+50.88%，提升较大；2）扣非后单车净利 0.45 万元，同比+10.06%，环比+20.80%；3）期间费用率下滑，Q4 销售/研发费用同比分别-0.18pct/-0.84pct。全年来看，剔除汇兑影响公司实现净利润 60.78 亿元，同比+44.70%，总体符合市场预期。2020 年全年毛利率 17.21%，同比+0.05pct，主要受益于全新一轮产品周期开启，产品力较强，第三代哈弗 H6/大狗/坦克 300 等车型均保持较低折扣率。Q4 毛利率 18.26%，同比+0.34pct，环比-0.71pct，下滑的主要原因在于 Q4 员工奖金福利发放增加抬升营业成本。

全新技术品牌+创新用户营销推动新一轮产品持续放量+海外市场不断突破全球化步伐加快。技术方面：四大核心技术品牌：1）以高性能+高安全+高延展+轻量化为特色的柠檬平台；2）具备强悍动力、高可靠性、智能越野配置的坦克平台；3）以快且静且省为核心的混动 DHT；4）实现三智融合，充分体验自动驾驶的咖啡智驾平台共同构建长城全新技术护城河。2021 年依然是新车周期大年，预计有 10 款全新车型，涵盖魏/哈弗/欧拉/皮卡四大品牌，充分完善产品矩阵，实现销量规模的快速提升。营销方面：细分对标+用户共创。长城欧拉、坦克 300、初恋等全新车型均以特定细分市场用户群体为目标，产品前期设计鼓励用户参与，创新营销方式。此外，长城以收购的方式于印度、泰国等东南亚地区新兴市场和俄罗斯等欧洲市场设立基地，针对不同区域推出不同风格的车型，迅速抢占当地市场，自主龙头品牌崛起，全球化扩张加快。

盈利预测与投资评级：看好自主品牌崛起，尤其看好长城汽车的本轮新车周期持续向上。我们将长城汽车 2021-2022 年归母净利润预期由 115/144 亿元调整为 111/144 亿元，2023 年预计为 180 亿元，对应 EPS 分别为 1.21/1.57/1.96 元，对应 PE 为 25/19/15 倍。新一轮产品周期持续放量，基本面表现领先行业，首选长城汽车，维持“买入”评级。

风险提示：若疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

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