万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2021 年 04 月 01 日 星期四

概览

核心观点

周三 A 股缩量整理，上证指数收跌 0.43%报 3441.91 点，创业板指跌 0.46%，沪深 300 跌 0.91%；两市全天成交额不足 6900 亿元；北向资金单日净卖出近 80 亿元，为年内次高。海外方面，美股收盘走势分化，道指跌 0.26%，纳指涨 1.54%，标普 500 指数涨 0.36%；欧洲股市多数收跌；亚太股市涨跌互现。

3 月 31 日夜深交所官宣：证监会正式批准在 4 月 6 日实施深市主板和中小板合并。此次合并深交所主板与中小板，主要解决深市主板与中小板趋同问题，立足于厘清不同板块的功能定位，构建结构更简洁特色更鲜明、定位更清晰的多层次市场体系。随着深交所主板与中小板合并，未来主板将迎来新上市企业，但合并后主板仍然实行核准制，没有降低上市门槛，不会直接导致市场短期内加速扩容，原两板股票的估值体系出现大变化的概率较低。行业配置方面，可继续关注区域性基建和建材板块龙头。

研报精选

贵州茅台：吨价提升助力十三五完美收官，十四五“稳”字为先开门红可期

工商银行：2021 年负债端优势将明显体现

光威复材：业绩符合预期，看好公司长期发展

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,441.91	-0.43%
深证成指	13,778.67	-0.79%
沪深 300	5,048.36	-0.91%
中小板指	8,890.60	-1.07%
创业板指	2,758.50	-0.46%
上证 50	3,539.37	-1.06%
上证 180	10,431.00	-0.93%
上证基金	7,180.82	-0.50%
国债指数	185.26	0.00%
科创 50	1,248.33	-0.00%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	32981.55	-0.26%
S&P500	3972.89	0.36%
纳斯达克	13246.87	1.54%
日经 225	29178.8	-0.86%
恒生指数	28378.35	-0.70%
美元指数	93.1839	-0.11%

主持人： 宣潇君
Email： changdd@wlzq.com.cn

核心观点

周三 A 股缩量整理，上证指数收跌 0.43%报 3441.91 点，创业板指跌 0.46%，沪深 300 跌 0.91%；两市全天成交额不足 6900 亿元；北向资金单日净卖出近 80 亿元，为年内次高。海外方面，美股收盘走势分化，道指跌 0.26%，纳指涨 1.54%，标普 500 指数涨 0.36%；欧洲股市多数收跌；亚太股市涨跌互现。

3 月 31 日夜深交所官宣：证监会正式批准在 4 月 6 日实施深市主板和中小板合并。此次合并深交所主板与中小板，主要解决深市主板与中小板趋同问题，立足于厘清不同板块的功能定位，构建结构更简洁特色更鲜明、定位更清晰的多层次市场体系。随着深交所主板与中小板合并，未来主板将迎来新上市企业，但合并后主板仍然实行核准制，没有降低上市门槛，不会直接导致市场短期内加速扩容，原两板股票的估值体系出现大变化的概率较低。行业配置方面，可继续关注区域性基建和建材板块龙头。

分析师　徐飞　执业证书编号　S0270520010001

研报精选

贵州茅台：吨价提升助力十三五完美收官，十四五“稳”字为先开门红可期

报告关键要素:公司公布 2020 年年度报告，报告期内公司实现营业总收入 979.93 亿元（YoY+10.29%），营业收入 949.15 亿元（YoY+11.10%），归母净利 466.97 亿元（YoY+13.33%）；拆分单 Q4，公司实现营业总收入 284.18 亿元（YoY+12.12%），实现营收 277.00 亿元（YoY+13.09%），归母净利 128.70 亿元（YoY+19.70%）。根据此前公布的生产经营公告，收入表现基本符合预期，利润表现略超指引预期，我们认为，一方面与公司渠道与产品结构的不断优化息息相关，另一方面或与公司终止了 20 年 10 月公告的 4 项捐赠事项（合计 8.2 亿元）有关，此项决议也向市场释放了公司对中小股东利益的关心以及内部治理不断改善的积极信号，意义颇大。此外，公司拟对公司全体股东每 10 股派发现金红利 192.93 元（含税）。投资要点:吨价提升驱动茅台酒及系列酒收入增长，主因渠道及产品结构优化，盈利能力随之提升：20 年茅台酒实现收入 848 亿元（YoY+12%），主因吨价提升 12.73%，我们认为主因如下：①出厂价更高的非标产品销量占比提高；②自营渠道占比提高，从整体来看，20 年自营渠道收入达到 132.40 亿元（YoY+83%），占比 14%（YoY+5.5pcts）；③商超、电商等直销渠道放量。毛利率随之同比提升+0.2pct 至 94%。20 年系列酒实现收入 99.91 亿元（YoY+4.7%），吨价同增 6pcts 是驱动因素，销量同比下滑约 1pct，主因①系列酒价格带受疫情影响相对较大；②酱香系列酒渠道调整优化，报告期内减少酱香系列酒经销商 301 家。我们看好产业趋势酱酒热下的机会，系列酒有强大的品牌背书，渠道价格逐步理顺，未来有望实现量价齐升。毛利率上升+费用率下降，助力归母净利率增长：公司 20 年毛利率为 91.4%（YoY+0.1pct），受新收入准则下物流费用调至营业成本影响提高有限，实际盈利水平提升更多。期间费用率下行，其中，销售费用率下降 1.15pcts 至 2.68%，我们认为，主因疫情影响下费用投放受限以及运输费调整，加回运输费后费用率仍同比下滑 0.9pct。此外，管理/财务费用率分别同比下滑 0.07/0.26pct，共同驱动归母净利率同比提高 1pcts 至 49%。预收及回款指标表现靓丽：2020Q4 预收指标（合同负债+其他流动负债）为 149.3 亿元，环比 20Q3 末增加 43.7 亿元，同比 19Q4 末增加 11.9 亿元；20 年销售收现 1070 亿元（YoY+12.68%），快于收入增速。十三五完美收官，十四五“稳”字为先。2020 年行业受到 COVID-19 疫情的冲击，公司作为高端白酒龙头，白酒行业的价值标杆，顺利完成了“四不”目标，展现了极强的经营韧性以及极深的护城河。2021 年公司

提出两大经营目标：①营业总收入较上年度增长 10.5%左右;②完成基本建设投资 68.21 亿元。我们看好公司收入及业绩超过指引增长的能力，从量上来讲，短期看 4-5 年前茅台酒基酒产量逐年增长，中长期看 20 年投产的 4032 吨茅台酒基酒以及 4015 吨系列酒基酒将于 21 年释放，以及稳步推进的 3 万吨酱香系列酒及配套项目建设，为远期可供销售量奠基；从价上来讲，尽管暂不考虑普飞直接提价的影响，公司仍有望通过非传统经销渠道放量、非标酒放量、以及系列酒提价等方式拉动整体吨价上涨，在保障收入增长的同时进一步提升盈利能力。年初，公司已对总经销产品、生肖（出厂价由 1299 元提高至 1999 元）以及精品（出厂价由 2299 元提高至 2699 元）进行提价，为全年收入利润增长以及开门红打下了良好基础。当前，茅台酒批价仍处在高位，箱茅保持在 3200 元左右的高位（拆箱政策有影响），散瓶茅台处于 2400-2500 元左右的价格区间，供需仍然偏紧，景气度仍高。盈利预测与投资建议：根据公司年报及收入目标指引，我们调整 21-22 年盈利预测，并新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 531.9/611.4/705.8 亿元（前次 2021-2022 年为 553.4/628.9 亿元），同比增长 13.9%/14.9%/15.4%，对应 EPS 为 42/49/56 元/股，3 月 30 日股价对应 PE 为 49/42/37 倍。去年疫情冲击下，公司作为扩容细分赛道高端白酒的绝对龙头，超强品牌力为其构筑的极深护城河进一步被市场认知，其管理水平及效率也在不断提高，估值中枢有望比疫情前有所提高。回调后 21 年估值已落入合理区间，看长做长仍是值得投资的核心资产，维持“增持”评级。风险因素：经济下行风险、疫情风险、食品安全风险、直销推进不及预期

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

工商银行：2021 年负债端优势将明显体现

报告关键要素:2021 年 3 月 27 日，工商银行发布 2020 年年度业绩报告。 投资要点:1 拨备前利润同比增长 4.2%，加权风险资产同比增长 8.1%：2020 年实现营业收入 8826.64 亿元，同比增长 3.2%，实现拨备前利润 5947.94 亿元，同比增长 4.2%，实现归母净利润 3159.06 亿元，同比增长 1.2%。存款余额较年初增长 9.39%，贷款总额较年初增长 10.83%，加权风险资产同比增长 8.1%。1 2020 年四季度负债端成本率略有上升：受结构性存款持续规范等因素的影响，去年下半年以来，存款成本持续下行。而从四季度的数据看，负债端成本略有上升，拆分结构看，或是存款成本略有上升所致。展望 2021 年，整体存款端成本对业绩的释放作用或下降。1 零售信贷增速强劲，零售存款成本仍在上升趋势：从全年新增贷款的结构看，对公新增占比 61.6%,零售新增占比 39.2%。对公新增的主要行业是基建类和商务服务业相关贷款，占对公新增贷款的比重为 80%；零售贷款的新增主要集中在个人按揭贷款和经营贷，分别占比 76.9%和 24.1%。1 不良率 1.58%，较三季度末上升 3BP：2020 年受新冠疫情的影响，对公贷款中，大部分行业贷款的不良率均有所上升，使得对公贷款整体不良上升 27BP。零售相关贷款整体不良率仍有 5BP 的下行，其中住房按揭贷款不良率仅有小幅上升。1 盈利预测与投资建议：工商银行整体业绩保持稳健增长，资产质量受新冠疫情影响，略有波动。展望 2021 年，在整体融资利率上行的大环境下，负债端的优势将明显体现，整体业绩增速也将回升至合理水平。公司当前股价对应的 2021-2022 年的 PB 估值为 0.65 倍，0.60 倍，维持“增持”评级。风险因素：受新冠疫情影响，全球经济恢复不及预期，导致银行资产大幅波动。

分析师　郭懿　执业证书编号　S0270518040001

光威复材：业绩符合预期，看好公司长期发展

报告关键要素:2021 年 3 月 30 日，公司公布 2020 年年度报告。公司 2020 年实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 23.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.42 亿元，同比增长 22.98%。同日，公司公布 2021 年第一季度业绩预告。公司预计 2021 年一季度将实现归属于上市公司股东净利润 2.06 亿至 2.23 亿元，预计同比增长 20%至 30%。投资要点:公司 2020 年业绩符合预期，碳纤维及织物业务表现亮眼：公司 2020 年实现营业收入 21.16 亿元，同比增长 23.36%；实现归属于上市公司股东的净利润 6.42 亿元，同比增长 22.98%，公司总体表现符合预期。公司业绩稳定增长主要系公司碳纤维及织物业务板块销售量及生产量大幅提升及精机板块成功开发龙门缠绕机等先进装备后业务量提升（该板块销售收入约为 3008 万元，同比增长 185.12%）。据年报显示，碳纤维及织物为公司最大业务板块，业务存量大且增速快，2020 年该板块营收为 10.78 亿元，增长率为 35.11%，而 2020 销售量及生产量亦大幅提升，分别同比增加 128.63%及 138.20%。而精机板块的持续研发也反映了公司将依托碳纤维业务，向高附加值领域拓展，持续扩大目标客户群体。募投项目接近完成，公司产能增加满足下游需求增长：目前公司仅剩“军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目”2000 吨产能尚未完成。按投资额度测算，该项目完成进度约为 85.60%，预计 2021 年投产。此外，公司“高强高模型碳纤维产业化项目”在 2020 年因投产晚及承担国家研发项目，该年并未形成生产规模；公司亦于报告期内新增“包头碳纤维项目”4000 吨一期项目（项目规划总产能 1 万吨），预计于 2022 年建成并投产。未来随着在建产业化项目完成，该公司将沿着“军民融合发展战略”，通过其技术研发及先发优势，进一步满足因碳纤维应用场景拓宽的下游旺盛需求。公司 2021 年一季度表现稳定：公司预计 2021 年一季度将实现归属于上市公司股东净利润 2.06 亿至 2.23 亿元，预计同比增长 20%至 30%。增长主要来源于公司军民用碳纤维及织物业务板块业务稳定增长及预浸料业务增速加快。但公司碳梁板块预计因碳纤维供应紧张而业务下降。盈利预测与投资建议：考虑到年报更新，我们更新了盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收分别为 26.62、32.33、40.24 亿，对应 EPS 为 1.54、1.84、2.27，对应 PE 为 47.93、40.08、32.46.维持“增持”评级。风险因素：公司投资项目建设进度不及预期、军工企业导致信息不透明、公司客户集中度较高。

分析师　黄侃　执业证书编号　S0270520070001

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场