万联证券 WANLIAN SECURITIES

万联晨会

2021 年 03 月 31 日 星期三

概览

核心观点

周二 A 股震荡走高，上证指数收涨 0.62%报 3456.68 点，深成指涨 0.85%，创业板指涨 1.37%，沪深 300 涨 0.95%，科创 50 跌 0.19%；两市全天成交额近 7500 亿元；北向资金净买入近 38 亿元。海外方面，美股小幅收跌，道指跌 0.3%，纳指跌 0.11%，标普 500 指数跌 0.31%；欧洲和亚太股市集体上涨。

政治局 3 月 30 日召开会议，审议《关于新时代推动中部地区高质量发展的指导意见》，会议强调进入新发展阶段，中部地区发展要着力构建以先进制造业为支撑的现代产业体系，着力建设绿色发展的美丽中部，着力推动内陆高水平开放，着力改革完善体制机制，着力增强城乡区域发展协调性，着力提升基本公共服务保障水平。会议指出，中部地区要加快建设现代化基础设施体系和现代流通体系，促进长江中游城市群和中原城市群发展，全面推进乡村振兴，积极服务和融入新发展格局。从以往的经验来看，基建板块或重点受益于地区区域性利好政策的发布，短期可关注区域性基建和建材板块龙头。

研报精选

宏观：低基数效应始于 2019 年，制造业利润表现分化
银行：加强负债管理有效支持实体经济发展
广州酒家：Q4 业绩增长靓丽，速冻+餐饮增长动能可期
扬农化工：公司盈利能力稳健增长，业绩符合预期
晨光文具：Q4 全面高增，文具龙头未来强者恒强
京运通：硅片业务快速发展，估值有望迎来重塑

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,456.68	0.62%
深证成指	13,888.44	0.85%
沪深 300	5,094.73	0.95%
中小板指	8,987.02	0.80%
创业板指	2,771.32	1.37%
上证 50	3,577.24	1.12%
上证 180	10,529.18	0.96%
上证基金	7,217.12	0.42%
国债指数	185.25	0.02%
科创 50	1,248.34	-0.19%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	33066.96	-0.31%
S&P500	3958.55	-0.32%
纳斯达克	13045.4	-0.11%
日经 225	29432.7	0.16%
恒生指数	28577.5	0.84%
美元指数	93.286	0.38%

主持人： 于天旭
Email： changdd@wlzq.com.cn

核心观点

周二 A 股震荡走高，上证指数收涨 0.62%报 3456.68 点，深成指涨 0.85%，创业板指涨 1.37%，沪深 300 涨 0.95%，科创 50 跌 0.19%；两市全天成交额近 7500 亿元；北向资金净买入近 38 亿元。海外方面，美股小幅收跌，道指跌 0.3%，纳指跌 0.11%，标普 500 指数跌 0.31%；欧洲和亚太股市集体上涨。

政治局 3 月 30 日召开会议，审议《关于新时代推动中部地区高质量发展的指导意见》，会议强调进入新发展阶段，中部地区发展要着力构建以先进制造业为支撑的现代产业体系，着力建设绿色发展的美丽中部，着力推动内陆高水平开放，着力改革完善体制机制，着力增强城乡区域发展协调性，着力提升基本公共服务保障水平。会议指出，中部地区要加快建设现代化基础设施体系和现代流通体系，促进长江中游城市群和中原城市群发展，全面推进乡村振兴，积极服务和融入新发展格局。从以往的经验来看，基建板块或重点受益于地区区域性利好政策的发布，短期可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

宏观：低基数效应始于 2019 年，制造业利润表现分化

投资要点：工业企业利润增速达到历史高点，低基数叠加本地过年作用，增速大幅跳升，营收累计增速也延续上行。1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润总额 11140.1 亿元，同比增长 179%，比 2019 年 1-2 月份增长 72.1%，两年平均增长 31.2%。低基数不仅为 2020 年，2019 年同期企业利润也处于低位。工业企业产销保持较快增长，价、量齐升，利润率显著走高，成本下降趋势延续，费用也有所回落，整体盈利持续改善，应收账款再次反弹至高点。2 月 PPI 大幅上行至 1.7%，大宗商品价格普遍上涨。成本虽然延续下行，但未来随需求下降或面临阶段成本刚性问题。3 月末，中小企业计提坏账准备或有所上行，可能带来利润摊薄的风险。企业投资收益在低基数效应下，在一季度仍将有所上行，但随市场不确定性增加和低基数效应的消退，预期进入二季度投资收益或将逐步回落。各类型企业利润均在继续修复，低基数效应显著。从近两年的平均增速来看，国有企业和股份制企业利润修复速度领先，外资企业与私人企业较弱。国有企业、股份制企业资产负债率继续向下。当前政策正逐步调整至稳杠杆阶段，国有企业杠杆率仍在继续下行，从中长期来看，主动去杠杆仍是趋势，各部门杠杆率应稳中有降。三大工业行业利润增速均在继续修复上行，制造业利润上行速度最快，制造业的顺周期修复仍将延续。制造业的快速修复，受春节就地过年政策影响，复工复产周期有所缩短，海外需求持续修复，制造业受益上行。制造业各行业利润多数修复上行，但从近两年平均增速来看，仍有较多行业增速仍为负增。上游原材料行利润大多表现亮眼，有色表现最为强势，中游设备制造增速仍处于高位，下游汽车和计算机通信行业增速亮眼。传统劳动密集型行业利润增速仍未完全修复。原材料价格拉升幅度明显快于加工工业价格上行速度，价格上涨仍未明显从上游传导至下游，下游行业利润相对承压。工业企业库存小幅累积，企业累库存进程依然较慢。3 月受高基数作用影响，库存累积速度或将有所放缓，大宗商品价格的上行，或部分抬升存货价值。剔除基数效应，整体预期仍处于主动补库存的阶段。风险因素：流动性大幅收紧，二季度企业增速超出预期回落，海外风险事件向国内传导。

分析师　徐飞　执业证书编号　S0270520010001

银行：加强负债管理有效支持实体经济发展

行业核心观点：2021 年 3 月 26 日，中国银保监会办公厅正式发布《关于印发商业银行负债管理办法的通知》。投资要点：《办法》出台的背景和意义：我国经济已转向高质量发展阶段，必须坚持质量第一，效益优先。良好的负债质量管理是商业银行稳健经营的基础，是商业银行服务实体经济的支撑。随着利率市场化的推进和资本市场、互联网金融、影子银行等金融业态的发展，商业银行负债业务复杂程度上升、管理难度加大。构建全面、系统的负债业务管理和风险控制体系，持续推动商业银行强化负债业务管理，提高服务实体经济的效率和水平。《办法》对负债管理的核心六要素：从负债来源稳定性、负债结构多样性、负债与资产匹配的合理性、负债获取的主动性、负债成本适当性、负债项目真实性等六方面明确了负债质量管理核心要素。并给与了明确的目标以及参考指标。《办法》对上市银行的影响：由于《办法》列举的相关定量指标为参考指标。这些指标均为现有规章制度已有指标，口径、限额及适用范围与现有规制保持一致。如：净稳定资金比例、核心负债比例、同业融入比例等指标与《商业银行流动性风险管理办法》中相应指标口径保持一致；存款偏离度指标与《关于完善商业银行存款偏离度管理有关事项的通知》口径相同。因此，对目前已达标的上市银行来说并未增加相应的监管压力和合规等方面的成本。投资策略：按照我们 2021 年投资策略的观点，2021 年二季度前后将迎来债务的集中到期，货币政策或被动放松。结合我们对政府债发行节奏的判断，4 月或有新的中长期流动性投放。当前银行板块个股公布的业绩报告显示，盈利总体向好，资产质量改善，结合当前板块的整体估值水平，以及对 2021 年业绩的预测，我们认为板块部分个股仍有上升空间。风险因素：疫情持续导致资产质量大幅恶化；贷款利率大幅下行。整体经济形势的变化会影响行业的整体表现。如果整体经济持续走弱，企业营收明显恶化，银行板块将出现业绩波动。

分析师　郭懿　执业证书编号　S0270518040001

广州酒家：Q4 业绩增长靓丽，速冻+餐饮增长动能可期

报告关键要素：3 月 29 日，公司发布了 2020 年度业绩快报。2020 年度公司实现营业收入 32.96 亿元（YoY+8.82%），归母净利润 4.65 亿元（YoY+21.02%）。拆分 Q4 来看，其中 Q4 实现营业收入 6.43 亿元（YoY+3.7%），归母净利润 1.05 亿元（+78%），扣非归母净利润 0.92 亿元（+48%），Q4 业绩增长略高于市场预期。投资要点：追溯调整后 20 年收入同比增长 13.57%，Q4 净利率同比增长 7pcts。公司于 2020 年 1 月 1 日起实施新收入准则，按新收入准则追溯调整 2019 年可比数据，则 20 年收入同比增长 13.57%。Q4 业绩增长略高于市场预期，归母净利率同比提高约 7pcts 至 16%，预计与社保税费租金等减免、销售费用投放场景受限以及效率提高、19Q4 低基数等因素有关。食品板块：月饼基本盘稳固收入延迟确认 Q4 亦有贡献，速冻差异化竞争产能释放增长可期。20 年国庆中秋双节延长，月饼消费需求旺盛，公司月饼业务板块前三季度收入增长 17%左右，由于 20 年中秋节较晚，部分收入或延后到 Q4 确认。20 年速冻业务在疫情居家消费刺激以及产能逐步释放的作用下迎来快速增长，公司将利口福基地扩建项目、食品零售网络项目以及湘潭一期项目结余资金合计 5479 万元转入在建募投项目梅州一期的建设，此举有利于提高资金使用效率，也彰显了公司对于速冻板块的重视。我们认为速冻食品行业空间广阔，公司凭借自身在广式茶点产品制作的丰富经验，定位速冻广式早茶和点心，与对手错位竞争，与线下餐饮协同共进，速冻茶点兼具饱腹及休闲属性，21 年梅州一期产能将迎来释放，成长性可期，规模效应也有望显现提高盈利能力。餐饮板块：疫情影响逐步消散，陶陶居引战投、并门店扬帆起航。20 年公司餐饮板块受 COVID-19 疫情影响较大，自 Q3 以来持续恢复，广州酒家的酒楼业态恢复节奏相对缓慢，预计仍处于恢复通道，而陶陶居定位休闲粤菜恢复较快，预计已基本恢复。公司 20

年年底发布公告称通过全资子公司陶陶居公司以增资扩股 2.26 亿元引入与食尚国味同一控制的关联公司食尚雅园（持股 45%）作为战略投资者，国企混改落地。此外，公司通过子公司陶陶居公司以 1.8 亿元收购食尚雅园持有的海越陶陶居 100%股权，海越公司下属 6 家“陶陶居”品牌餐饮授权门店随之并入上市公司体内，统一了陶陶居品牌的所有权及经营权，有利于保持利益一致性。海越公司经营效益良好，2020 年 Q3 净利率约 16%，预计 2021 年实现净利润不低于 3501 万元，并对至 2030 年 3 月 20 日的净利润作出业绩承诺，若未达到将对差值进行补偿。我们认为引入战投及并购门店均有利于提升公司餐饮板块的经营效率，陶陶居作为粤式茶点的代表，出品及流量均有保证，具备较高的成长性。盈利预测与投资建议：根据公司业绩快报，叠加考虑并购带来的积极影响，我们上调公司 20-22 年盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 4.65/5.64/7.08 亿元（前次为 4.24/5.13/6.10 亿元），同比增长 21.02%/21.39%/25.49%，对应 EPS 为 1.15/1.40/1.75 元，3 月 29 日股价对应 PE 为 32/26/21 倍，21/22 年 PE 对比食品可比公司估值性价比较高，维持“买入”评级。风险因素：宏观经济下行风险、食品安全风险、原材料上涨风险、产能释放与销量增长不匹配风险

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

扬农化工：公司盈利能力稳健增长，业绩符合预期

报告关键要素:公司发布 2020 年年报，报告期内实现营收 98.31 亿，同比增长 12.98%；实现归母净利润 12.10 亿，同比增长 3.41%；其中 Q4 单季度实现营收 18.75 亿，同比增长 14.35%，实现归母净利润 1.87 亿，同比增长 86.16%投资要点:主营产品价格虽下滑，但公司业绩仍稳健增长：公司 2020 年实现营收 98.31 亿，同比增长 12.98%；实现归母净利润 12.10 亿，同比增长 3.41%；其中 Q4 单季度实现营收 18.75 亿，同比增长 14.35%，实现归母净利润 1.87 亿，同比增长 86.16%。业绩符合预期。2020 年公司原药产品价格景气下行，公司整体毛利率下滑 2.46pct 至 26.53%，但公司通过以量补价形式。公司杀虫剂、除草剂的产量分别为 1.56、5.16 万吨，同比增长 4.5%、31.2%，保证公司稳健增长。优嘉三期建成转固，继续投资优嘉四期建设：公司 2020 年底固定资产为 36.1 亿，同比增长 70.2%。，主要原因在于公司优嘉三期项目于 2020 年 Q3 建成投产，于四季度开始转固。此外，公司项目持续推进，优嘉四期拟总投资 23.3 亿建设包括 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂，项目建设期两年，项目建成投产后预计年均营业收入为 30.45 亿元，总投资收益率 23.8%，项目投资财务内部收益率（所得税后）19.0%，9 月份环评已受理，未来会给公司业务保驾护航。依托两化背景，加速技术创新：公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，建有国内农药行业目前唯一的新农药创制与开发国家重点实验室和农药国家工程研究中心，开发了多个农药新品种，包括氟吗啉、四氯虫酰胺、乙唑螨腈，均成为国内市场上的主导产品，其创制的新型杀菌剂氟吗啉是我国第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品，未来会依托两化农化资产融合背景，公司将更好的与先正达以及国内其他农化企业进行协同，助力公司的发展。盈利预测与投资建议：考虑到公司更新年报，我们修改了盈利预测，预计公司 2021-2023 年营收分别为 115.42、135.36、152.43 亿，对应 PE 分别为 24.16、19.69、18.23，对应 EPS 为 4.78、5.86、6.33，维持“增持”评级。风险因素：农药景气度持续下行、优嘉四期进度不及预期、油价大幅下行。

分析师 黄侃 执业证书编号 S0270520070001

晨光文具：Q4 全面高增，文具龙头未来强者恒强

报告关键要素:公司于 2021 年 3 月 29 日发布 2020 年年度报告。2020 年，公司实现营收 131.38 亿元（同比+17.92%）；归母净利润 12.55 亿元（同比+18.43%）；扣非归母净利润 11.03 亿元（同比+9.70%）。其中，Q4 营收和归母净利润分别同比+44.03%/+32.65%，恢复亮眼增长。2020 年，公司毛利率为 25.36%（-0.77pct），净利率 9.43%（-0.23pct），销售/管理/研发/财务费用率分别为 8.40%/4.59%/1.22%/0.07%（-0.40pct/+0.15pct/-0.22pct/+0.15pct）。投资要点:传统核心业务发展稳健，科力普持续壮大，零售大店展店持续推进，线上收入增速亮眼。（1）传统核心业务：2020 年实现收入 75.76 亿元（同比+9.1%），净利润 10.9 亿元（同比+9.4%），表现出强大的韧性。截至 2020 年 12 月 31 日，“晨光文具”店招的零售终端有近 8 万家（2019 年末有超过 8.5 万家）。（2）晨光科力普：科力普业务持续发展，2020 年实现收入 50.0 亿元（同比+36.7%），净利润 1.4 亿元（同比+89.7%），净利率提升 0.8pct 至 2.88%。2020 年，科力普在办公直销市场的品牌影响力进一步提升，客户方面，入围多个政府、央企、金融等公司项目，并上线了 MRO 线上商城；仓储物流方面，华东新仓投入使用，智能化建设业内领先；（3）零售大店业务：2020 年，晨光生活馆（含九木杂物社）实现营收 6.5 亿元（同比+9.0%），净利润-5023 万元，其中，九木杂物社收入 5.58 亿元（同比+21.3%），净利润-4208 万元，主要是由于 2020 年疫情影响导致客流水平较低，以及新开店的影响，亏损有所增加。截至 2020 年 12 月 31 日，公司在全国拥有 441 家零售大店（净增 61 家），其中晨光生活馆 80 家（净减少 39 家）；九木杂物社 361 家（直营 237 家，加盟 124 家），较 2019 年末净增 100 家，显示九木杂物社展店推进顺利。（4）晨光科技：2020 年实现收入 4.74 亿元（同比+59.7%），线上业务增长幅度显著高于行业水平，收入占比从 2019 年末的 2.66%提升至 3.61%，净利润-1195 万元（去年为-120 万元）。（5）海外业务：公司积极探索海外市场，2020 年海外实现收入 3.63 亿元，同比-5.91%，主要是受海外疫情持续的影响。内部管理持续提升，数字化建设持续推进，股权激励落地实施。2020 年，公司积极推动 MBS 管理，推进多个公司级改善项目，管理能力持续提升。此外，公司持续推进数据中台建设，推动数据为业务赋能。公司在 2020 年 5 月完成 2020 年限制性股票激励计划的首次授予，激励计划设定的业绩目标是：以 2019 年营收为基数，2020/2021/2022 年营收增长率不低于 15%/45%/75%（同比 15%/26%/21%），归母净利润增长率不低于 10%/34%/66%（同比 10%/22%/24%）。盈利预测与投资建议：作为文具龙头，随 2021 年国内生产和开学的全面恢复，以及科力普、零售大店等业务的推进，公司业绩的亮眼增长，继续看好文具龙头未来的业务发展，预计公司 2021-2023 年的归母净利润增速分别为 26%/22%/22%，对应 PE 分别为 47/39/31 倍，维持“增持”评级。风险因素：疫情复燃、零售大店业务拓展不达预期、竞争加剧风险。

分析师　陈雯　执业证书编号　S0270519060001

京运通：硅片业务快速发展，估值有望迎来重塑

报告关键要素:公司发布 20 年年度报告，全年实现营收 40.56 亿元，同增 97.15%；归母净利润 4.40 亿元，同增 67.09%；扣非归母净利润 4.22 亿元。公司硅片业务占比已由 19 年的 18%提升至 42%，硅片业务发展迅速。我们认为市场认知有望改变，公司已从电站运营商转变为硅片制造商，价值有望迎来重估。投资要点:四季度计提拖累，扣除后业绩符合预期：公司 Q4 单季归母净利润 0.24 亿元，低于市场预期，主要原因是本期共计提资产减值准备 0.83 亿元，其中存货跌价 0.5 亿，固定资产减值 0.15 亿，其他 0.18 亿，考虑转回资产减值 0.3 亿元，本次计提影响归母净利约 5000 万元。剔除计提减值的影响，公司业绩整体符合预期。硅片业务向好，未来提升空间大：随着乌海一期产能投产，公司硅片业务大幅增长，20 年销售硅片 10.18 亿片，同增 141%，硅片业务收入 16.98 亿元，同增 206.16%，全年毛利率 18.53%，分季度看，我们估算 Q1-Q4 毛利

率分别为 7.51%、14.81%、20.07%、25.18%，受到产能爬坡和硅片降价的影响，Q1-Q3 公司硅片毛利率不理想，目前乌海 7GW 产能已完成爬坡实现满产满销，叠加硅片涨价，我们预计 21 年 Q1 硅片毛利率接近 35%，全年毛利率接近 30%，硅片收入有望超过 70 亿元。设备板块高增长，电站业务保持稳定：公司 20 年实现设备收入 6.12 亿元，同比大增 18 倍，主要系公司此前的订单逐步确认收入。公司 1400mm、1600mm 单晶炉相继出货，光伏设备技术保持市场领先水平。21 年公司硅片产能大幅扩张，单晶炉主要自供，设备收入预计会出现下滑。公司目前电站规模共 1.7GW，其中光伏 1.25GW、风电 0.45GW，20 年结算电量 16 亿千瓦时，实现电站业务收入 12.23 亿元，毛利率 56.69%，公司维持电站规模，预计未来电站收入保持稳定。盈利预测与投资建议：预计公司 21-23 年营业收入分别为 93.75/185.79/213.58 亿元，归母净利润 11.58/22.81/28.99 亿元，对应 EPS0.48/0.94/1.2 元/股，基于公司在第三方硅片供应商的龙头地位，维持买入评级，目标价 14.06 元/股。风险因素：新产能投产速度不及预期，210 硅片盈利能力不及预期，硅片价格不及预期，技术变革风险。

分析师　江维　执业证书编号　S0270520090001

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