证券研究报告

晨会速递

2021 年 03 月 31 日

产品团队

单丹：产品分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+8683326845

邮　箱：shandan@cindasc.com

胡申：产品分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+8683326846

邮　箱：hushen@cindasc.com

燕楠：产品分析师

执业编号:：S1500517040001

联系电话：+8683326815

邮　箱：yannan@cindasc.com

市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	3,456.68	0.62%
深证成指	13,888.44	0.85%
创业板指	2,771.32	1.37%
沪深 300	5,094.73	0.95%
中证 500	6,280.36	0.41%
科创 50	1,248.34	-0.19%
香港恒生	28,338.30	0.01%

行情数据为 2021 年 03 月 30 日收盘价

4 月十大金股

行业	简称	调入时间
小米集团	电子	20210330
兖州煤业	煤炭	20210330
赛轮轮胎	化工	20210330
久立特材	中小盘	20210330
宁德时代	电新	20210330
盐津铺子	食品	20210330
宏达电子	军工	20210330
神火股份	有色	20210330
捷佳伟创	机械	20210330
宝信软件	通信	20210330

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIESCO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

重要财经资讯：

- 南山铝材太阳能框架项目取得阶段性成果
- 腾讯投资游戏科学获少数股权
- 东方盛虹：盛虹炼化拟投资 55.73 亿元新增建设“2#乙二醇+苯酚/丙酮项目”
- 银保监会摸底寿险公司佣金制度
- 集成电路等免征进口关税 多部门发力求解“芯”病
- 初期规划 3GW，华能拟于大庆建设风光氢储综合利用示范园区
- 富时罗素：将中国国债纳入债券指数，权重为 5.25%
- 赛轮轮胎增资海外新项目
- 国家能源局：十四五末可再生能源发电装机在总装机的占比将超 50%
- AT&T、爱立信等高管将领导美国 6G 技术开发
- 快递巨头顺丰加入数字人民币场景
- 辽宁城市公共交通进入“氢能时代”

晨会点评：

- **【金属&新材料】云铝股份：水电铝龙头，或将受益碳资产扩张(娄永刚)**

砥砺前行，铸造水电铝绝对龙头地位。公司成立于 1998 年，实际控制人为国务院国资委。铝冶炼及铝加工为公司主业，合计收入占比近 90%。公司当前拥有铝土矿、氧化铝、阳极炭素及电解铝产能分别为 304 万吨/年、140 万吨/年、80 万吨/年及 320 万吨/年；为国内最大的水电铝企业，在云南建成电解铝产能中占比约超 70%，全国市占率约为 6.5%。

- **【通信】恒驰 H-SMART OS 智能网联系统助推产业发展(蒋颖)**

恒驰 H-SMART OS 智能网联系统发布，超算力平台、智能座舱和智能生态圈成三大亮点。中国移动 2020 年度业绩发布，转型效果展现。涂鸦智能美股上市，物联网云平台先驱者整装待发，模组企业 PaaS、SaaS 布局之路更加清晰。

- **【机械】如何看待轮胎模具行业空间和格局(罗政)**

轮胎模具是用于硫化成型各类轮胎的模具，是生产轮胎的关键设备。未来轮胎模具行业竞争格局演变的主基调是，随产业升级市场份额向产品竞争力突出的龙头集中，同时也将逐步打破模具和轮胎的附属模式，形成更加明确的专业化分工趋势，这将带来一定的规模扩容。

报告速览:

- **【金属&新材料】云铝股份（000807）公司深度报告：水电铝龙头，或将受益碳资产扩张(娄永刚)**
- **【传媒】猫眼娱乐（1986.HK）公司深度报告：构建宣发基础设施，连接内容、平台与流量（王建会）**
- **【非银】第一创业（002797）公司点评报告：固收+资管特色突出，盈利能力增强（王舫朝）**
- **【固收】债券研究专题报告：复苏中的逆流-3 月全球经济与市场回顾和展望（李一爽）**
- **【石化】和顺石油(603353.SH)公司点评报告：省内收购意向协议落地，规模网络效应强化（陈淑娴）**
- **【石化】数据点评：每周炼化：PTA 计划检修继续增加！（陈淑娴）**
- **【机械】斯莱克（300382）公司点评报告：签订大额订单，电池壳迎来放量拐点（罗政）**
- **【非银】中国太保(601601.SH)公司点评报告：负债端持续承压，今年业绩有望反转（王舫朝）**

重要财经资讯

南山铝材太阳能框架项目取得阶段性成果

近日，山东南山铝业股份有限公司太阳能框架项目经过几个月的攻关研发，取得阶段性成果，已开始对产品固化工艺参数，并针对太阳能框架的边梁装配间隙能否满足整体要求等方面跟进客户使用情况，为后续订单生产制定标准。

太阳能框架所需的铝型材用量大、技术含量高，是扩大铝材使用的重点方向。去年以来，南山铝业铝材公司开始对太阳能框架立项研究，该项目有多个断面型材，使用 6063/T6 合金，型号空腔多、壁厚差异大、挤压易变形，其力学性能要求高于国标。铝材公司技术人员经过查找大量资料，不断研究探讨和多轮实验，并通过对实验数据的多次对比和反复验证，确定了用新挤压生产工艺替代传统工艺，明显改善了铝合金型材的韧性和强度，使其性能满足了生产太阳能框架的需要。

太阳能框架铝型材是当前南山铝业主打项目工程和促进企业发展的重要工程，对夯实企业基础，提升企业发展的质量和效益起着重要支撑作用。目前，南山铝业铝材公司的主要研发和生产项目包括关键基础材料、车体材料、先进工艺和产业技术等四个领域。

腾讯投资游戏科学获少数股权

3 月 29 日晚，第一财经获悉，腾讯已于近日完成对国内游戏开发商“游戏科学”的投资，获得了后者少数股权。在游戏科学的所有股东中，腾讯占比最少仅有 5%。在该投资完成后，游戏科学将继续保持独立经营，自主性上不会受到影响。

游戏科学成立于 2014 年，由原腾讯《斗战神》项目核心成员冯骥、杨奇等人出走创立。过去几年，游戏科学陆续推出了《百将行》、《战争艺术：赤潮》等几款手游产品，其中西游题材的单机/主机类游戏《黑神话：悟空》是其单机游戏中的拳头产品。

东方盛虹：盛虹炼化拟投资 55.73 亿元新增建设“2#乙二醇+苯酚/丙酮项目”

东方盛虹公布，公司的二级控股子公司盛虹炼化(连云港(601008,股吧))有限公司(“盛虹炼化”)拟投资人民币 557299 万元新增建设“2#乙二醇+苯酚/丙酮项目”。该项目位于盛虹炼化厂区内，依托“盛虹炼化(连云港)有限公司 1600 万吨炼化一体化项目”(“盛虹炼化一体化项目”)的生产装置、公用工程及系统配套设施，将新增建设“10/90 万吨/年 2#乙二醇”装置和“40/25 万吨/年苯酚/丙酮”装置，同步建设储罐、循环水场等配套工程，预计建设期为 3 年。

银保监会摸底寿险公司佣金制度

银保监会摸底寿险公司佣金制度。3 月 22 日，银保监会人身险部向各人身险公司下发了《关于提供佣金制度有关材料的函》，全面启动人身保险行业佣金制度调研工作。调研主要集中于各人身保险公司的营销队伍组织架构、营销员佣金分配机制、代理人渠道存在问题及公司的应对措施、佣金制度改革建议和需要关注的风险等内容，同时要求各人身保险公司填报代理人渠道相关数据和指标。

集成电路等免征进口关税 多部门发力求解“芯”病

全球缺芯潮一波未平一波又起，芯片国产成为当务之急。3 月 29 日，财政部等三部门发布《关于支持集成电路产业和软件产业发展进口税收政策的通知》，明确了支持集成电路产业和软件产业发展有关进口税收政策。《通知》列出了多种可以免征进口关税的情况，例如集成电路线宽小于 65 纳米的逻辑电路、存储器生产企业，进口国内不能生产或性能不能满足需求的自用生产性原材料、消耗品等免征进口关税等。

初期规划 3GW，华能拟于大庆建设风光氢储综合利用示范园区

3 月 27 日，大庆市政府与华能内蒙古东部能源有限公司正式签订战略合作框架协议：双方合力在大庆经开区

建设大型风能、太阳能发电等新能源项目，配套建设大型储能、制氢及氢能全产业链项目，初期规划 300 万千瓦风光资源，按照“发、储、运、用”一体化发展模式，建设风光氢储综合利用示范园区，形成氢能产业发展基地。

市长何忠华表示，大庆是我国重要的能源产业基地、国家新能源示范城市，风能、太阳能和生物质能丰富，目前正重点推进风能、太阳能、生物质能、地热能等可再生能源的规模化开发和综合性应用，华能蒙东进驻大庆，势必有助加快大庆新能源产业发展壮大、推动城市低碳转型。大庆地方政府将组建专班跟进，全力为项目前期手续办理、生产要素保障等提供全方位服务。

富时罗素：将中国国债纳入债券指数，权重为 5.25%

3 月 30 日，富时罗素在官网公布称，确认将中国国债纳入债券指数，权重为 5.25%，将在 36 个月内分阶段纳入，自今年 10 月 29 日开始生效。此前，全球另外两大主流债券指数，即彭博巴克莱指数和摩根大通全球新兴市场多元化债券指数，已分别于 2019 年 4 月和 2020 年 2 月将中国债券纳入。值得注意的是，早在去年北京时间 9 月 25 日，富时罗素公布其世界政府国债指数年度评估结果，宣布中国国债将自今年 10 月起正式被纳入世界政府债券指数。由此，中国债券市场将被全球三大主要债券指数悉数纳入。

赛轮轮胎增资海外新项目

3 月 30 日，赛轮集团股份有限公司发布增资公告。为满足赛轮国际控股（香港）有限公司日常经营需要，赛轮轮胎拟使用自有资金 9000 万美元（约合人民币 5.91 亿元），对赛轮（香港）进行增资。此次增资完成后，赛轮轮胎仍持有其 100%股权。通过增资，赛轮（香港）的注册资本，将由 285 万美元，变更为 9285 万美元。

日前，赛轮轮胎宣布，拟通过赛轮（香港），在柬埔寨设立的 CART 轮胎公司，投资建设年产 500 万条半钢子午线轮胎项目。这次增资的主要目的，是为满足赛轮（香港）对柬埔寨公司的增资需要，以保障柬埔寨项目更好地运营发展。

国家能源局：十四五末可再生能源发电装机在总装机的占比将超 50%

在国新办 3 月 30 日举行的新闻发布会上，国家能源局新能源和可再生能源司司长李创军表示，“十四五”期间可再生能源发展面临新形势、新任务，可再生能源发展的边界条件、发展逻辑以及发展机制都将发生一系列重大变化。到“十四五”末可再生能源的发电装机占我国电力总装机的比例将超过 50%。预计可再生能源在全社会用电量增量中的比重将达到三分之二左右，在一次能源消费增量中的比重将超过 50%，可再生能源将从原来能源电力消费的增量补充，变为能源电力消费增量的主体。

AT&T、爱立信等高管将领导美国 6G 技术开发

下一代 G 联盟（ The Next G Alliance）邀请了 AT&T，爱立信，诺基亚和 VMware 高管来领导其 6G 技术的开发工作，并详细介绍了其第一个工作组在其路线图上的工作。AT&T 的执行副总裁兼首席技术官 Andre Fuetsch 被任命为该集团的理事长，爱立信硅谷技术办公室负责人 Jan Soderstrom 被任命为副主席，任期均为两年。该联盟任命诺基亚北美，AT&T 和 VMware 的高管为其指导小组的联席主席，负责研发目标，制定标准和制定商业主张的其他政策。除了任命，该联盟还成立了两个工作组：6G 路线图倡议，负责指定研究需求，技术发展和潜在政策；一个团队致力于减少新兴技术对环境的影响。该组织创始人电信行业解决方案联盟（ATIS）的总裁兼首席执行官苏珊·米勒（Susan Miller ）表示，建立领导层和工作组使 Next G 联盟“处于有利地位，为下一个十年创造一个全国性的愿景”。

快递巨头顺丰加入数字人民币场景

证券时报 e 公司讯，目前，数字人民币试点工作稳步开展。近期，记者注意到，在数字人民币 APP 中，顺丰出现在其“推送子钱包”页面。这意味着，用户在顺丰速运 APP 内支付快递运费时，基于数字货币子钱包调用钱包中的资金使用小额免密支付服务，相应的订单会显示支付方式为自动扣费。

辽宁城市公共交通进入“氢能时代”

大连首批 10 辆氢燃料电池公交车 30 日上线，承担两条公交线路的日常运营任务。这标志着辽宁城市公共交通事业进入“氢能时代”，擘画出一幅“安全、便捷、经济、舒适、环保”的未来出行场景，同时也标志着大连氢能产业进入新的发展阶段。氢燃料电池公交车是大连氢能产业开辟的首个细分行业应用场景。目前，大连正加快氢能产业基础配套设施建设，年产 5 万吨车用高纯度、低成本氢气提纯项目将于年内开工建设，项目建成后可满足 5000 辆氢燃料电池商用车满负荷运行。

晨会观点

【金属&新材料】云铝股份：水电铝龙头，或将受益碳资产扩张(娄永刚)

砥砺前行，铸造水电铝绝对龙头地位。公司成立于 1998 年，实际控制人为国务院国资委。铝冶炼及铝加工为公司主业，合计收入占比近 90%。公司当前拥有铝土矿、氧化铝、阳极炭素及电解铝产能分别为 304 万吨/年、140 万吨/年、80 万吨/年及 320 万吨/年；为国内最大的水电铝企业，在云南建成电解铝产能中占比约超 70%，全国市占率约为 6.5%。公司云铝海鑫二期 30 万吨/年产能处于已建成陆续投产期，伴随新增产能顺利投放，2021 年将成为公司产能建设完成和投放年，龙头地位进一步巩固。此外，公司与索通发展合资建设 90 万吨阳极炭素项目正加快推进，建成后阳极实现完全自给。

经营现金流充沛，资产负债表持续修复。公司自 2019 年以来在全行业利润向电解铝环节集中的趋势下，盈利能力大幅提升，经营现金流大额净流入，支撑公司产能建设并带来资产负债表持续改善。一方面带来公司整体信用资质提升，信用借款占比扩大且融资利率连续降低，推动财务费用同比下降 28%；另一方面公司自身现金流充沛，电解铝产能建设基本完成的情况下资本性支出减少，未来大额偿还债务、降低融资需求，消化历史沉积，驱动资产负债表持续修复，现金流向净利润的传导将更加顺畅。

云南水电资源丰富，清洁能源成本优势明显。2021-2022 年白鹤滩水电站 1600 万千瓦装机量陆续投产，与其他中小水电站及风电光伏将共同支撑省内清洁能源装机量持续增长。我们预计到 2025 年云南省内发电设备装机量将达到 13100 万千瓦以上，发电量将达到 4852 亿度；如果其中 20%的电力给予电解铝，将支撑 735 万吨/年的产能。同时，云南水电价格成本优势明显，2020 年水电交易全年平均价格为 0.1845 元/度，加上输配费用等，总成本在 0.30-0.33 元/度左右；若考虑地方政府给予电解铝的政策优惠，电解铝综合电力成本有望降至 0.3 元/度以下，相对于其他地区优势明显。

受益碳资产扩张，强化水电铝持续高盈利。短期看，我们预计 2021 年电解铝新增投产或不及预期，全年去库存步伐仍将持续，电解铝价格有望上行、盈利水平有望继续走阔。中期看，2017 年电解铝供给侧改革将产能天花板确定在 4500 万吨/年，行业供需格局正在发生扭转。电解铝环节话语权加强，盈利持续性增加、空间逐步扩大。长期看，伴随碳达峰和碳中和政策持续推进，电解铝在供需两端均将扮演重要角色。供给端中国电解铝产量和碳排放或出现双降，消费端在轻量化的推动下将持续向好。电解铝行业供给正由过剩向短缺转变，成本可控叠加电解铝价格中枢上移，行业进入高盈利时代。同时，拥有碳资产的水电铝企业或将受益碳市场化交易带来的盈利持续提升。

盈利预测：我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.75 元、2.12 元及 2.38 元，对应当前股价的 PE 分别为 5.5x、4.5x 和 4.0x。考虑公司有新增产量，电解铝盈利走阔，且或将受益碳资产价值扩张，给予公司评级。

【通信】恒驰 H-SMART OS 智能网联系统助推产业发展(蒋颖)

恒驰 H-SMART OS 智能网联系统发布，超算力平台、智能座舱和智能生态圈成三大亮点。中国移动 2020 年度业

绩发布，转型效果展现。涂鸦智能美股上市，物联网云平台先驱者整装待发，模组企业 PaaS、SaaS 布局之路更加清晰。

【智能网联汽车】恒驰 H-SMART OS 智能网联系统发布，超算力平台、智能座舱和智能生态圈成三大亮点。恒大汽车联手腾讯、百度共同打造 H-SMART OS 智能网联汽车生态圈，智能网联汽车行业迎来又一重要节点，行业景气度有望持续攀升。建议关注：全面布局智能汽车方向的通信设备龙头【中兴通讯】；切入汽车 Tier1 产业链厂商【和而泰】；车载模组企业【移远通信】、【广和通】。

【运营商】中国移动 2020 年度业绩发布，转型效果展现。移动 CHBN 全向发力、融合发展，各领域收入增速维持在 15%以上，进一步顺应经济社会数字化转型，在转型中拓展信息服务新场景、新产品、新业态，积极推动重点业务和产品实现快速突破，整体上坚持稳中求进的高质量发展。建议关注：【中国移动 0941.HK】（PB 0.8X，股息率 6.3%）、【中国电信 0728.HK】（PB 0.5X，股息率 5.3%）、【中国联通 0762.HK】（PB 0.4X，股息率 4.2%）；A 股【中国联通】（PB 0.9X，股息率 1.7%）。

【物联网模组】涂鸦智能美股上市，物联网云平台先驱者整装待发，模组企业 PaaS、SaaS 布局之路更加清晰。3 月 18 日涂鸦智能（TUYA）正式于纽约证券交易所上市，“全球 IoT 云平台第一股”正式挂牌。涂鸦智能 IoT 云平台提供产品端、云端、控制端融合的一站式智能化解决方案，在云平台方面连接多方利益，构造闭环生态圈，与模组企业打造物联网平台生态圈的长期发展战略不谋而合。未来模组企业在建设平台方面有望借鉴涂鸦智能，提供包括模组、其他硬件设备、云平台、云增值服务在内的完整解决方案，扩大产业链条，打造良性循环的物联网生态圈。建议关注：【移远通信】（全球模组龙头）、【广和通】（细分赛道优质企业）、【威胜信息】（能源物联网优质企业）、【移为通信】（M2M 终端优质企业）。

【工业互联网】信通院主导完成首个工业互联网网络领域国际标准，该标准聚焦于工业互联网定制化、协同化、服务化和智能化的生产/服务，规范了工业互联网网络通用组网技术要求、工厂内/外网组网技术要求等，推动工业互联网网络标准化，加快网络端规范发展，工业互联网建设有望提速。平台是工业互联网的核心，平台处于规模化扩张的起步阶段，各路企业纷纷布局，尚未出现龙头企业，发展潜力巨大。在众多参与者中，垂直细分行业龙头企业依托在行业的工业实力和行业经验，针对行业所存在的痛点，提供数字化解决方案，打造垂直行业的工业互联网平台。建议关注：【宝信软件】（国内钢铁工业互联网+智慧制造龙头）。

【机械】如何看待轮胎模具行业空间和格局（罗政）

轮胎模具是用于硫化成型各类轮胎的模具，是生产轮胎的关键设备。近年来，轮胎模具发展的趋势为结构从两半模发展到活络模，模具材质从铸铁到钢质到铝质，制造工艺由手工、普通机械加工到高速精密的数控加工、电火花加工。轮胎模具属于耗材，每年的市场规模变化与轮胎产量变动基本一致，据我们测算，目前全球轮胎模具市场规模约 150 亿。我们预计随着疫情影响逐步消退，需求将会复苏，且长期来看存量需求主导下，全球轮胎模具的市场规模整体有望保持低速稳增态势。本土企业豪迈科技超越韩国世和成为全球轮胎模具龙头，且市占率持续提升，逐步拉开与竞争对手的差距。未来轮胎模具行业竞争格局演变的主基调是，随产业升级市场份额向产品竞争力突出的龙头集中，同时也将逐步打破模具和轮胎的附属模式，形成更加明确的专业化分工趋势，这将带来一定的规模扩容。

报告速览

【金属&新材料】云铝股份（000807）公司深度报告：水电铝龙头，或将受益碳资产扩张（娄永刚）

砥砺前行，铸造水电铝绝对龙头地位。公司成立于 1998 年，于同年 4 月在深交所上市，实际控制人为国务院国资委。铝冶炼及铝加工为公司主业，合计收入占比近 90%。公司依托云南省丰富的绿色水电能源优势，已构建了集铝土矿—氧化铝—炭素制品—铝冶炼—铝加工为一体的“绿色低碳水电铝材一体化”完整产业链，当前拥有铝土矿、氧化铝、阳极炭素及电解铝产能分别为 304 万吨/年、140 万吨/年、80 万吨/年及 320 万吨

/年；为国内最大的水电铝企业，在云南建成电解铝产能中占比约超 70%，全国市占率约为 6.5%。电解铝分布在本部及 7 家子公司，其中云铝海鑫，云铝溢鑫以及文山铝业合计产能（包括建成未投产）约为 165 万吨/年，为近年主要产能增量。云铝海鑫二期 30 万吨/年产能处于已建成陆续投产期，伴随新增产能顺利投放，2021 年将成为公司产能建设完成和投放年，龙头地位进一步巩固。此外，公司与索通发展合资建设 90 万吨阳极炭素项目正加快推进，建成后阳极实现完全自给。

经营现金流充沛，资产负债表持续修复。公司自 2019 年以来在全行业利润向电解铝环节集中的趋势下，盈利能力大幅提升，经营现金流大额净流入，支撑公司产能建设并带来资产负债表持续改善。一方面带来公司整体信用资质提升，信用借款占比扩大且融资利率连续降低，推动财务费用同比下降 28%；另一方面公司自身现金流充沛，电解铝产能建设基本完成的情况下资本性支出减少，未来大额偿还债务、降低融资需求，消化历史沉积，驱动资产负债表持续修复，现金流向净利润的传导将更加顺畅。

云南水电资源丰富，清洁能源成本优势明显。2020 年末云南省清洁能源装机量 8830 万千瓦，其中水电 7556 万千瓦；2021-2022 年白鹤滩水电站 1600 万千瓦装机量陆续投产，与其他中小水电站及风电光伏将共同支撑省内清洁能源装机量持续增长。我们预计到 2025 年云南省内发电设备装机量将达到 13100 万千瓦以上，发电量将达到 4852 亿度；如果其中 20%的电力给予电解铝，将支撑 735 万吨/年的产能。同时，云南水电价格成本优势明显，2020 年水电交易全年平均价格为 0.1845 元/度，加上输配费用等，总成本在 0.30-0.33 元/度左右；若考虑地方政府给予电解铝的政策优惠，电解铝综合电力成本有望降至 0.3 元/度以下，相对于其他地区优势明显。

受益碳资产扩张，强化水电铝持续高盈利。短期看，我们预计 2021 年电解铝新增投产或不及预期，全年去库存步伐仍将持续，电解铝价格有望上行、盈利水平有望继续走阔。中期看，2017 年电解铝供给侧改革将产能天花板确定在 4500 万吨/年，行业供需格局正在发生扭转。同时铝产业链盈利结构发生重要变化，电解铝环节话语权加强，盈利持续性增加、空间逐步扩大。长期看，伴随碳达峰和碳中和政策持续推进，电解铝在供需两端均将扮演重要角色。供给端中国电解铝产量和碳排放或出现双降，消费端在轻量化的推动下将持续向好。电解铝行业供给正由过剩向短缺转变，成本可控叠加电解铝价格中枢上移，行业进入高盈利时代。同时，拥有碳资产的水电铝企业或将受益碳市场化交易带来的盈利持续提升。

盈利预测：我们预计 2021-2023 年公司 EPS 分别为 1.75 元、2.12 元 和 2.38 元，对应当前股价的 PE 分别为 5.7x、4.7x 和 4.2x。考虑公司有新增产量，电解铝盈利走阔，且或将受益碳资产价值扩张，给予公司“买 入”评级。

风险因素：云铝溢鑫二期三段投产不及预期；疫情反复铝价大幅下降；碳达峰相关政策推进低于预期等。

【传媒】猫眼娱乐（1986.HK）公司深度报告：构建宣发基础设施，连接内容、平台与流量（王建会）

公司历史沿革与现状：从消费互联网到产业互联网。公司业务从票务延伸到整个产业链上游，2019 年公司业务规划变为为全文娱行业伙伴提供高价值的行业洞见及服务，深化产业平台能力并加强基础设施建设，通过多元化服务为行业赋能，在传统票务平台、数据平台外，公司推出产品平台、资金平台、营销平台和资金平台，组成覆盖全文娱各链条的“猫爪模型”。引入新股东扩大上游内容与渠道资源，2016 年-2017 年公司引入光线、腾讯等战略投资者；财务方面公司在 2019 年完成净利润转正，主要由于票务等销售费用下降，以及娱乐内容业务持续拓展。通过对公司业务变革、股权变革与财务变化的分析可以得出，公司已经从依靠互联网流量运营的阶段，转成依靠搭建基础设施赋能行业的产业互联网公司。

详细业务模式拆分：从 C 端向 B 端，宣发贯穿业务体系。公司票务基本盘稳固，有六大流量入口（微信、QQ、美团、猫眼 APP 等），2019 年按照总交易额计公司市场占有率超过 60%。票务业务积累用户观影数据，形成大数据基础，基于数据公司可以帮助行业提供量身定制的宣发支持，目前以宣发为核心的娱乐内容服务已

经成为公司第二大收入来源，在基础设施方面公司退出猫眼通、智多星等 SaaS 工具，将宣发流程产品化，推出“猫爪模型”最大化整合资源，自有媒体的扩展有望提升广告业务收入。拓展线下票务市场，现场娱乐有望成为新的收入增长空间。

壁垒与增长点：票务基本盘稳固，构筑发行平台连接全文娱内容与流量。腾讯、美团为公司提供流量入口构成坚固的进入壁垒；在发行上公司打通流量与内容，以数据为基础提升全文娱宣发有效性，上游增强与内容的连接：参股欢喜传媒、耳东影业，大股东光线控股，掌握上游导演制片资源，深入投资、发行全产业链，下游增长与流量的连接，优化重构票务消费链路，在抖音短视频平台上搭建宣发到购票的一站式链路闭环。

盈利预测与投资评级：我们预计公司在 2020-2022 年营业收入为 13.63 亿元、47.33 亿元、56.29 亿元，同比增长-68.1%、247.3%、18.9%，年内利润为-6.23 亿元、6.60 亿元、8.09 亿元，同比增长-45.7%、13.9%、14.4%，2021-2022 年内利润对应 2021 年 3 月 29 日收盘价（12.72 港元，10.710 元）的静态 PE 分别为 18 倍、15 倍。我们认为公司在积极拓展电影发行资源以及其他形式内容发行，娱乐内容业务将成为公司主要的增长点，另外随着媒体渠道的不断拓展广告业务也将有较大提升，估值上给与公司基于 2021 年年内盈利 25 倍 PE 的估值，对应总市值 165 亿元（196 港元），每股股价 14.49 元（17.22 元）。

股价催化剂：电影市场持续恢复；宣发项目市占率提升

风险因素：电影行业恢复不及预期风险，海外片进口不及预期风险；售票平台竞争加剧风险；业务拓展不及预期风险。

【非银】第一创业（002797）公司点评报告：固收+资管特色突出，盈利能力增强（王舫朝）

事件：第一创业公布 2020 年报，公司 2020 年实现营收 31.20 亿元，同比+20.79%，归母净利润 8.13 亿元，同比+58.48 %。基本每股收益 0.21 元，同比+40%。

点评：

定增投向投资与信用业务，盈利能力增强。公司于 2020 年 7 月完成定增募资 42 亿元，截至 2020 年末，第一创业总资产 406.36 亿元，同比+22.69%；净资产 144.35 亿元，同比+51.72%。公司定增募集资金主要投向扩大投资与交易规模、信用业务规模，截至报告期末公司融出资金 57.63 亿元，同比+46.83%，两融规模 56.65 亿元，市占率从 2019 年的 0.37%提升至 2020 年的 0.44%；利息净收入 1.21 亿元，同比+231.5%。公司整体年化 ROE 至 7.31%，同比提升 0.67 个百分点，优于行业平均 6.89%。

固收交易市场认可度高，利率上行拖累固收投资收益。报告期内公司积极参与包括现券、回购等固收产品的交易，履行银行间做市义务，同时在交易所市场参与企业债、公司债等固收产品交易，同时 eBond 交易系统不断优化，业务效率和客户体验提升，固收交易方面已形成差异化竞争优势和品牌效应，市场认可度高。报告期内，债券交易量 35448.90 亿元，同比增长 14.09%，固收手续费收入 2.65 亿元，同比增长 16.23%。固收投资方面，由于三季度以来流动性收紧、经济复苏，债市利率上行拖累公司固收投资表现，债券投资公允价值变动损益录得亏损 2.34 亿元，固收投资收入 2.78 亿元，同比-38.6%。

券商资管规模压缩导致收入微降，公募基金增速快、市场份额领先。受资管新规影响，公司券商资管业务总规模下降，导致资管收入微降-8.5%，2020 资管收入 6.87 亿元。券商资管方面，公司积极落实资管新规，通道业务占比较高的定向资管规模同比下降 59.19%至 614.28 亿元，费率大幅提升，从 2019 年的 0.24%提升至 2020 年的 0.77%，定向资管收入增长 32%至 4.71 亿元；集合资管方面，积极提升主动管理能力，加强销售渠道拓展，完善产品线，规模增长 57.4%至 65.54 亿元；专项资管方面，公司产品创设能力进一步提升，作为管理人与销售机构，发行并销售多款资产支持专项计划产品，公司资管产品类型更加丰富，客户提供更加专业化的资管服务能力进一步提升。公募基金领域，控股子公司创金合信坚持公募基金与专户双核驱动，不断丰富产品线，截至 2020 年四季度月均管理规模 5622.11 亿元，同比+64.10%，2020Q3- Q4 规模超过建信基

金，位居行业第一。公司在固收投研能力、资管产品创设方面优势明显，主要服务以银行为代表的高粘性金融机构客户，2021 年公司资管业务盈利能力有望进一步提升。

交投活跃经纪收入+45.64%，再融资、债承销规模大幅增长。受益于市场活跃，公司推动经纪业务转型，重视团队建设、丰富产品线，2020 年公司股基成交额+49.7%，经纪收入 4.18 亿元，同比+45.64%，代销金融产品 1839 万元，同比+137%。报告期内，公司投行业务取得突破， 证券承销收入 256.55 亿元，同比+ 72.69%。其中 IPO 承销 3 家，承销规模 23.41 亿元，再融资 6 家，承销规模 84.99 亿元，同比+348%； 公司债券承销 139.68 亿元，同比+76.83%。

盈利预测与投资评级：公司固收特色明显，长期深度挖掘以银行为主的 高粘性金融机构客户需求，以行业领先的固收投研实力驱动固收投资与交易及资管业绩增长，差异化竞争优势将逐渐凸显。我们预计公司 2021E-2023E 总营收 38.77 亿元/46.78 亿元/59.10 亿元，同比 +24.28%/20.64%/25.65%，归母净利润 10.91 亿元/15.69 亿元 / 19.71 亿元，同比+ 24.17%%/43.73%/25.65%。公司高 ROA 业务收入占比高，业绩高增应享有估值溢价，我们给予公司 2021 年 2.9~3.2 倍 PB ， 对应目标价 9.61~ 10.61 元，较当前股价有 22.29%~34.95%的上行空 间，维持“买入”评级。

风险因素： 货币政策收紧导致股市交易量大幅下滑；资本市场改革不 及预期；资本市场大幅波动导致的固收投资业务等受到干扰和冲击；公 司资管新规整改进度不及预期等。

【固收】债券研究专题报告：复苏中的逆流-3 月全球经济与市场回顾和展望（李一爽）

摘要：3 月以来，海外疫情再度抬头，中美之间再度剑拔弩张，使得市场对全球复苏的乐观情绪有所降温。

疫情方面，自 2 月下旬以来全球疫情有所反复，新增感染人数再次激增，多国重启封锁措施。在夏季发达经济体逐步群体免疫实现之前，病毒对人类的威胁可能难以完全消除，这意味着经济恢复常态仍需时日。

经济方面，极寒天气使得美国 2 月经济数据普遍有所走弱，但美国 3 月制造业 PMI 指数仍在上行，3 月密歇根大学消费者信心指数也创下近 1 年来的新高，初请失业金人数仍在下降的过程中，显示经济复苏的态势仍在持续。欧元区 PMI 指数创下 18 年来新高，显示疫情二次扩散对经济影响只是暂时的。通胀方面，由于服务业需求仍然相对疲软，美欧 2 月核心通胀均不及预期。

政策方面，<American Rescue Plan>法案最终在 3 月 11 日由拜登签署实施，尽管最终版本取消提高最低工资、将个人失业救济金下调至每周 300 美元，缩小了个人领取 1400 美元支票的收入范围，但总支出规模仍达到 1.82 万亿。而拜登对于长期经济复兴计划的立法策略仍在讨论中，可能将法案分拆，首先聚焦于基础设施，随后再推进教育以及反贫困等方面的内容。但由于基建的部分资金来源仍然需要通过增税实现，这种方式很难得到共和党人的支持，前景仍存不确定性。另一方面，美联储 3 月会议中大幅上调了对于经济增长以及短期通胀的预期，认为美债利率的上行是经济回升的结果，并未延长美国国债和存放美联储资产从 SLR 指标扣除的豁免条款；并强调复苏远未完成，通胀上行只是暂时的，仍维持宽松政策承诺，预期在 2023 年之前不会加息。而欧央行则宣布将加快购债以遏制债券收益率上升。

在这样的背景下，市场对于流动性收缩的担忧，使得再通胀交易在 3 月脚步暂歇。美债利率在 3 月延续了上行的态势，一度突破了 1.7%的关口，收益率曲线进一步趋陡。美欧疫情与政策环境的分化，使得美元指数受到了提振，重回 92 上方。以原油和铜为代表的大宗商品价格震荡回落；而在经济复苏预期延续的背景下，海外权益市场整体仍然延续了上行的态势，但结构的分化仍在持续，以道指与标普为代表价值股表现相对强势，但纳指全月仍然出现了下跌。部分国内通胀高企、依赖外债的新兴经济体开始面临资本流出的压力，甚至出现了资产价格下跌、资本流出、通胀提升、利率上行的恶性循环。

展望后市，尽管疫情的扰动仍在，但在疫苗仍在加速接种的背景下，这种扰动可能是暂时性的。随着纾困法案给居民的补贴逐步发放，预计海外商品消费在未来几个月之内仍将维持在较高水平，疫情与政策对于商品与服

务需求的扭曲仍将维持一段时间。PMI 指数的持续上行也显示海外生产活动仍在恢复的过程中。尽管美债利率的上行已经带来美国抵押贷款利率出现了回升，但在当前美国地产市场仍在供不应求的状态下，居民对房地产的购买力仍强，金融条件收紧对地产市场的不利影响仍需一段时间才能显现。

另一方面，拜登的基建计划即将公布，尽管其最终的规模与融资来源不确定性仍存，但是我们认为其仍然有较大的可能在下一财年落地，叠加上一轮纾困法案落地期对于需求二季度的提振，以及基数效应影响下海外通胀可能面临提升的压力，再通胀的预期在二季度可能难以证伪。但从整体上看，在海外服务业仍未恢复至正常水平、经济尚未达到充分就业的背景下，潜在通胀的持续上行仍然需要时间。因此，从总体上看，全球经济仍然处在从复苏到过热的过渡期。

在这样的背景下，尽管美债利率的上行仍是大势所趋，但美联储稳定市场对加息预期的背景下，美债利率上行最快的区间可能已经过去，在二季度疫情前 1.8%-1.9%的高点仍将是美债利率的重要阻力位。前期市场看空美元的主要逻辑在于，在美国大规模政策扩张将威胁到美元信用，但这种逻辑需要等到美国的潜在通胀大幅提升时才会兑现。短期来看，美国相对较快的疫苗接种以及经济复苏速度仍将给美元指数带来一定的反弹动力，美元指数可能维持偏强的状态，但全球经济整体仍在复苏的阶段，美指整体大幅抬升的空间仍然受到限制。尽管从短期来看，美债利率的提升与美元指数的上行可能在短期使大宗商品承压，但是再通胀的逻辑难以证伪，大宗商品价格短期来看仍将维持高位。而在权益市场，尽管中国与美欧等发达经济体的关系有所趋紧，但这可能更多仍将停留在意识形态层面，对经济的实际影响有限。考虑到经济仍在上行的态势中，美股在未来一个季度出现趋势性走弱的可能性并不高，而价值股跑赢成长股的现象可能仍将延续。

风险因素：海外疫情超预期，财政政策超预期

【石化】和顺石油(603353.SH)公司点评报告：省内收购意向协议落地，规模网络效应强化（陈淑娴）

事件：2021 年 3 月 29 日，和顺石油发布《关于签署<股权收购意向协议>的公告》及其补充公告，和顺石油拟以募集资金收购湖南和兴能源石油有限公司不低于 70%股权(最终持股比例在正式交易时由各方协商确定)，标的公司承诺在 4 个月内对其加油站资产、经营情况进行梳理整合，达到公司收购要求。补充公告披露公司收购标的资产的两种定价方式：(1）自有产权加油站：收购价格（含税）=12*2020 年站点净利润（审计后）。(2）租赁加油站：收购价格（含税）=0.90（拟）*剩余租赁期限*2020 年站点净利润（审计后）。最终收购价格仍需根据评估机构的评估价值为依据。

点评：

站点扩张加速，规模再上台阶。本次收购行为仍然是公司在零售加油站主业上的规模扩张，提升在湖南省内的市场占有率，提升公司的品牌影响力。截止 2021 年 3 月 26 日，标的公司经营 14 座加油站，其中自有产权 2 座，租赁承包经营 12 座。目前有 13 座加油站开业经营，其中 1 座正在建设中，所有加油站均分布在湖南长沙、湘潭、岳阳、邵阳地区。标的公司加油站经营模式是轻资产的租赁承包方式为主，重资产的自有产权为辅。截止目前，和顺石油经营加油站 33 座，其中自有产权 14 座，租赁加油站 19 座；另有特许经营加油站 13 座，另有 3 座自建加油站仍在建设中。若本次并购顺利完成，公司将突破 50 座加油站（含在建加油站)，体量扩张将继续强化公司以湖南为起点，布局全国的系统化管理运营能力，省外扩张落地再添一份“筹码”。

标的资产销量对标“两桶油”，业绩提升空间大。根据补充公告披露标的公司未经审计的财务数据，2020 年标的公司净资产 5788.18 万元，营业收入 3.34 亿元，净利润 3244.77 万元，净利率为 9.71%，站均营业收入 2784.42 万元，日均单站营业收入 7.63 万元。我们根据 2020 年发改委公布的汽油零售最高指导价格进行测算，计算得到 2020 年全年汽油零售最高指导价格加权平均为 6482.25 元/吨，以此价格作为参考价格计算得到，标的公司 2020 年单站日均至少销售 11.77 吨成品油，尽管低于公司 2019 年 18.16 万吨/日

的销量，但略高于 2019 年中石化和中石油（10.94 吨/日和 10.08 吨/日），远高于泰山石油单站 5.57 吨的日销量，属于经营状况较好的加油站。剔除站点所处具体位置因素，和顺石油成熟的加油站运营能力可以帮助单个站点在短中期快速实现业绩释放，达到站点零售潜力的最大挖掘。业绩大幅提升和规模化的边际效益提升是和顺石油并购扩张思路的核心，持续关注公司首单批量站点并购落地后的业绩提升情况。

省内现金收购标的公司控股权。本次与公司签订意向协议的湖南和兴能源石油有限公司主营成品油零售、商品销售、石油化工设备销售、物流代理服务和房屋租赁等业务。标的公司注册资本 3000 万元，股东均为自然人：杨生清（出资比例 5%）、李竹君（出资比例 95%）。本次收购将以支付现金方式分别购买杨生清和李竹君所持有标的公司不低于 5%和不低于 65%股权，合计不低于标的资产 70%的股权，若最终收购比例达成以上结果，标的公司股东将变更为和顺石油与李竹君共同持股。本次控股权收购的方式也将为公司在全国范围内收购提供了范本，持续关注本次收购后续改善经营的措施和成效。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.70 亿元、2.21 亿元和 2.98 亿元，EPS（摊薄）分别为 1.28 元/股、1.66 元/股和 2.24 元/股，对应 2021 年 3 月 29 日的收盘价，PE 分别为 33 倍、25 倍和 19 倍。我们看好加油站规模持续在地方发展，品牌连锁优势进一步巩固。并且公司品牌积极向全国范围延伸，由地方型向全国型连锁品牌升级，提升公司发展源动力，我们维持公司“买入”评级。

风险因素： 国际油价暴涨暴跌大幅波动的风险；加油站并购计划开展不及预期，并购成本上涨的风险；项目建设进度不及预期的风险；经济增速下滑、新能源汽车推广、疫情反复限制出行导致成品油销量不及预期的风险；品牌推广和营销活动效果不及预期的风险。

【石化】数据点评：每周炼化：PTA 计划检修继续增加！（陈淑娴）

PX：市场整体下滑。周内欧洲重新实施封锁及美元表现强劲等因素利空原油，国际油价跌幅明显，成本端弱势下，PX 跟随成本端节奏下滑。供应端，PX 市场供应虽随着浙石化装置故障短停以及青岛丽东装置按计划检修有所下滑。需求端，下游 PTA 市场在加工差大幅缩窄之后工厂检修力度增强，供需面难为市场提供支撑。周内后期原油市场虽运河堵塞短时上调，但恐难继续上行，对成本端带动较为有限。且随着后期 PTA 市场 4 月集中检修之际的到来，需求不断走弱，PX 市场供需或难以维持去库状态。总体来看，本周 PX 市场重心持续偏弱运行，而下游需求也有转弱预期，成本及需求同时利空之下 PX 市场价格向下调整。目前，PX CFR 中国主港价格在 803（与上周相比，-33）美元/吨，PX 与原油价差在 351（-23）美元/吨，PX 与石脑油价差在 208（+13）美元/吨。

PTA：价格持续低位震荡。周内国际油价跌幅明显，成本端弱势拖累下，PX、PTA 市场均随之出现下滑。多数 PTA 工厂面临亏损，周内装置检修计划继续增加。终端市场虽在下游聚酯报价松动后采购意愿有一定提升，但在各大原料均走跌后，终端在追涨杀跌心态带动下采购意愿再度走弱，聚酯产销回归冷清。目前市场公布的检修计划来看，装置检修涉及产能达 2000 万吨以上，市场将出现供应缺口，但在高库存及仓单注销压力下，PTA 市场上行阻力较大。整体来看，本周 PTA 市场低位震荡调整为主，整体下滑，供需预期向好，但成本面无明显支撑下，PTA 市场大幅上涨动力不足。据 CCFEI 数据显示，本周 PTA 社会流通库存至 220.2（-0.2）万吨。目前 PTA 现货价格在 4,305（-40）元/吨，行业单吨净利润在-155（-29）元/吨，开工率在 74.90%（+1.20pct）。

MEG：开工率上调。石脑油国际价格持续下跌，乙烯国际价格下跌，成本端支撑减弱。供应端，海外停车的乙二醇装置陆续重启，但主要以前期订单供应为主，出口量要体现在二季度，华东港口库存小幅去库；国内乙二醇行业开工率上调，部分煤制停车装置计划重启，供应量持续增加，4 月份有大产能新装置投产预期，供应压力只增不减。需求端，下游聚酯企业维持高运行负荷，实际需求存有支撑。总体来看，本周乙二醇供应稳定，但远期产量增加，宏观面影响幅度有限，需求支撑尚可，价格小幅上行。目前 MEG 现货价格在 5,100（+73）元/吨，华东罐区库存为 58（-2）万吨，开工率为 73.90%（+2.2pct）。

涤纶长丝：市场继续回落。国际油价暴跌，双原料涨跌互现，涤纶长丝企业心态分歧，局部报价窄幅下调，市场高端商谈下移，下游高价抵触情绪较高，终端纺服企业订单情况尚可，需求将缓慢提升。涤纶长丝产销低迷，整体产销 3 成附近，工厂成品库存大幅累积。综合来看，前期原料价格大幅上涨导致的下游采购情绪低落仍然持续，涤丝继续累库，需求面仍有待修复。目前涤纶长丝价格 POY 7,520（-250） 元/吨、FDY 7,725（-400）元/吨和 DTY 9,050（-250）元/吨，行业单吨盈利分别为 POY 614（-35）元/吨、FDY485（-135）元/吨和 DTY767（-35）元/吨，涤纶长丝企业库存天数分别为 POY 19.5（+3.0）天、FDY 22.5（+4.5）天和 DTY 30.5（+3.0）天，开工率 86.2% （+0.0pct）。

织布：坯布消化库存。节后部分工人并未及时返岗，用工荒的问题凸显导致部分企业装置未能满负荷运行。因节后原料价格涨幅较大，终端纺服企业下单犹豫，目前织造企业订单情况各异，目前多数企业订单情况尚可，需求缓慢提升。盛泽地区织机开机率 80.0%（+0.0pct），盛泽地区坯布库存天数为 35.0（-3.0）天。

涤纶短纤：市场弱势下跌。成本端，周内国际原油价格暴跌暴涨，拖累市场心态。双原料成本支撑不足，涤纶短纤工厂由于之前价格偏高，近期市场交投气氛低迷，企业现货价格连续下调，实单商谈出货为主。需求端，下游原料库存充足，制约市场备货积极性。市场询盘气氛有限，实单多以刚需为主，短纤现货市场产销连续多日表现清淡。总的来看，本周涤纶短纤市场延续跌势，主要是受终端需求影响。目前涤纶短纤价格 6,800（-250）元/吨，行业单吨盈利为 307.8（-159.6） 元/吨，涤纶短纤企业库存天数为-5.8（+1.2）天，开工率 90.9%（- 0.1pct）。

聚酯瓶片：价格低位震荡。周初受原油下跌影响，场内交投气氛愈加冷清，厂家纷纷下调报价，下游接盘依旧不佳，成交寥寥无几；周末原油价格深跌，成本面弱势震荡，社会囤积货源低价抛货，终端软饮料大厂趁机集中招标，市场重心僵持整理。目前 PET 瓶片现货价格在 6,650(-150)元/吨，行业单吨净利润在 335.4(+31.4)元/吨。

信达大炼化指数：自 2017 年 9 月 4 日至 2021 年 3 月 26 日，信达大炼化指数涨幅为 191.84%，石油加工行业指数跌幅为-30.90%，沪深 300 指数涨幅为 31.01%。

相关上市公司：桐昆股份（601233.SH）、恒力石化（600346.SH）、恒逸石化（000703.SZ）、荣盛石化（002493.SZ）、新凤鸣（603225.SH）和东方盛虹（000301.SZ）等。

风险因素：（1）大炼化装置投产，达产进度不及预期。（2）宏观经济增速严重下滑，导致聚酯需求端严重不振。（3）地缘政治以及厄尔尼诺现象对油价出现大幅度的干扰。（4）PX-PTA-PET 产业链的产能无法预期的重大变动。

【机械】斯莱克（300382）公司点评报告：签订大额订单，电池壳迎来放量拐点（罗政）

事件：斯莱克与力翔（国轩高科电池供应商）签订备忘录，力翔将向斯莱克子公司斯翔采购 2-3 亿只圆柱铝壳。

点评：

圆柱电池壳得到客户认可，迎来规模放量拐点。公司作为易拉罐设备的绝对龙头，通过改进的生产工艺制备电池壳在生产效率、产品精度、产品一致性以及原材料成本等多方面均具备显著优势。公司新乡基地已经给亿纬锂能、力神等客户供货。本次与力翔（国轩高科电池供应商）签订备忘录，通过子公司斯翔向力翔供应 2-3 亿只圆柱铝壳，充分验证公司技术与产品的优势。我们认为公司电池壳目前正处于放量的拐点，未来有望持续高速增长。

积极开发方形电池壳生产设备及产品，进一步打开成长空间。目前，公司圆柱电池壳已经得到一线客户的认可。同时，公司还在积极开发方形电池壳生产设备及产品，我们认为公司从圆柱电池壳拓展到方形具有很强的确定性！此外，公司改进的设备生产方形电池壳在生产效率、原材料成本以及生产精度等多方面依旧具备明显

优势。从下游客户扩产需求以及其他电池壳企业的业绩增速来看，未来方形电池壳的需求有望持续爆发。我们认为未来随着公司方形电池壳的问世，将进一步打开公司成长空间。

传统主业在手订单充足，需求持续向好。随着疫情的回暖以及“限塑令”政策的推广，易拉罐设备的需求逐步回暖。2020 年下半年以来，公司陆续与奥瑞金、Ardagh Group 等客户签订大额合同，目前易拉罐设备订单充足，有望继续保持稳定增长。同时，公司持续拓展迷你数码印罐等新业务，未来传统主业持续向好。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 0.76 亿元、1.50 亿元和 2.46 亿元，相对应的 EPS 分别为 0.14 元/股、0.27 元/股和 0.44 元/股，对应当前股价 PE 分别为 68 倍、34 倍和 21 倍，给予公司“买入”评级。

风险因素：圆柱电池壳拓展客户不及预期；方形电池开发不及预期；易拉罐设备行业竞争加剧。

【非银】中国太保(601601.SH)公司点评报告：负债端持续承压，今年业绩有望反转（王舫朝）

事件：中国太保公布 2020 年年报，实现营业收入 4221.82 亿元，同比+9.5%。实现归母净利润 245.84 亿元，同比-11.4%，扣非后净利润同比+7.2%。每股收益 2.63 元，同比-14.1%。加权平均 ROE12.5%，同比下降 4.4pct。

点评：

净利润同比-13.8%。中国太保 2020 年实现归母净利润 245.84 亿元，同比-11.4%，主要因为佣金手续费支出税前扣除比例政策导致去年基数较高，以及准备金计提减少税后利润 117.33 亿元，扣非后净利润同比+7.2%。集团营运利润稳步增长，同比+11.7%至 311.4 亿元，源于寿险剩余边际余额持续增加（YoY+6.5%），带来剩余边际稳步摊销，但因 NBV 承压导致剩余边际余额增速有所放缓。分红与营运利润挂钩，股东回报持续提升。2020 年每股分红 1.3 元，同比+8.3%，分红收益率 50.9%，大幅领先同业。

新业务价值承压，队伍数量和产能均下降。2020 年疫情对线下销售、增员、展业产生不利影响，新业务价值承压，同比-27.5%，源于疫情导致代理人产能承压，其中年化新单保费同比-19.1%（Q3 YoY-20.7%），新业务价值率同比-4.4pct 至 38.9%(1H20 37%)，其中个人渠道价值创造能力提升，NBVM 为 54.9%。内含价值增长+16%，同比-1.8ppts，好于预期，源于投资收益（1.7%）和其他业务(5.4%)拉动，而寿险 EV 增速仅 11.7%，同比-6.5ppts，主要因为内含价值预期回报、NBV、运营经验差异贡献拖累，分别贡献 9.1%、5.8%、-0.2%，同比-0.2ppts、 -3.7ppts、-1.7ppts。公司 13 个月及 25 个月继续率为 85.7%、85.1%，同比下降 4.6pct、4.1pct，导致续期业务增幅明显收窄（YoY+4.3%），或拖累营运偏差。队伍质量和产能均下滑。2020 年营销员月均总人力同比-5.2%达 74.9 万人，月均举绩率 57.8%，同比-1ppts，月均首年保费 3259 元，同比-22.6%。

非车险强劲增长，车险承保盈利稳定。非车险业务拉动保费稳健增长，驱动产险保费增长。2020 年太保产险实现保险业务收入 1477.34 亿元，同比+11.1%，其中非车险收入同比+30.9%，占比较 2019 年提升 5.3ppts 至 35.2%。非车业务中，农险和责任险和健康险增长强劲，保费增速分别为+39.3%，+44.1%、+72.7%。车险业务方面，车险收入同比+2.6%。 车险综合改革短期内料对车险件均保费承压，但公司有望凭借较强的风控能力及线上化经营优势进一步巩固龙头地位，市场份额持续提升。承保盈利方面，产险业务综合成本率同比上升 0.7pct 至 99.0%。其中费用率同比-0.5pct 至 37.6%，而赔付率上升 1.2pct 至 61.4%。车险综合成本率与 2019 年持平，为 97.9%，其中赔付率下降 0.3pct 至 60.5%，费用率提升 0.3pct 至 34.7%。非车险综合成本率上升 2pct 至 101.9%，主要因为健康险较高，农险和保证险均实现承保盈利。

投资收益表现亮眼。2020 年投资资产同比+16.1%至 1.6 万亿元，第三方管理资产同比+26.3%至 7880 亿元。2020 年净投资收益同比+9.6%，源于固定息投资利息收入增长及权益投资资产分红收入增加，总投资收益同比+25.4%，源于证券买卖收益大幅增加。2020 年净投资收益率 4.7%，同比-0.2pct，总投资收益率提升 0.5ppts 至 5.9%。投资组合中，权益类投资占比提升 3.1pct 至 18.8%，而股票+权益基金投资占比 10.2%，较去年提

升 1.9pct。固收占比下降 2.1pct 至 78.3%，其中债券投资占比下降 3.3pct。面对利率下行，公司在 2020 年加大配置长久期国债和地方债，并延长资产久期。

盈利预测与投资评级：考虑到开门红销售较好以及代理人质态逐步恢复，我们预计今年负债端回暖确定型高，低基数下新业务价值有望高速增长。产险业务表现稳健，非车业务强劲增长。长端利率仍有向上预期。今年公司将继续推进长航行动，同时完善公司治理，引入蔡强加速战略转型，并通过“长青计划”加大核心骨干激励机制。长期来看，大健康大养老产业布局逐渐深化，通过服务打造差异化优势，提升用户粘性，反哺保险主业，较快抢占养老保险的蓝海。我们预计 2021-2023 年 PEV 分别为 0.7x/0.61x/0.53x，维持目标价 52.82 元，维持“买入”评级。

风险因素：受疫情影响，代理人展业恢复进度不及预期；代理人产能下滑导致人员脱落；资本市场大幅波动带来投资收益急剧下降；利率下行将缩窄固定利率工具利差空间，并影响会计利润；750 天均线下移带来准备金计提增加。

近期电话会议提示

近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
信达 TMT 每周谈电话会	电子/计算机/通信/传媒	3 月 28 日（周日）	
兖州煤业 2020 年业绩说明会	煤炭	3 月 29 日（周一）	
【信达电新	晶澳科技】2020 年年报业绩电话交流会	电新	3 月 30 日（周二）	
信达 4 月月度金股电话交流会	金股相关行业	3 月 30 日（周二）	
【信达电新	天合光能】2020 年年报交流会	电新	3 月 30 日（周二）	
“碳中和深度剖析与能源领域投资机遇”线下沙龙（上海）	煤炭	3 月 31 日（周三）	请联系对口销售
盐津铺子年报业绩交流会	食品	3 月 31 日（周三）	请联系对口销售
【信达电新	金博股份】2020 年年报交流电话会	电新	3 月 31 日（周三）	请联系对口销售
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	3 月 31 日（周三）	请联系对口销售
【信达非银	招商证券】2020 年业绩交流会	非银金融	4 月 1 日（周四）	请联系对口销售
中国神华 2020 年业绩交流会	煤炭	4 月 6 日（周二）	请联系对口销售

资料来源:信达证券研发中心

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到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。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	**买入：**股价相对强于基准20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告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。