东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 30 日

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

宏观策略

策略周评：论反弹的持续性：对业绩高增的因素拆分

①短期有望迎来一季报行情催生的反弹行情，基于 1-2 月工业企业业绩预测，全 A 非金融 Q1 净利同比有望达 83.2%，两年复合增速 37.2%。②反弹品种对业绩要求异常严苛，要求剔除基期后，一季度业绩增速较去年四季度仍有增长。③符合标准行业有通信电子、汽车、有色、专用设备、仪器仪表、医药。④反弹持续性受限，短期利润高增更多是成本费用压降，而非收入提升，进入二季度通胀对于成本端压力将逐步显现。⑤有意义反弹仍取决于有效需求跟踪，克强指数相关的工业用电、中长贷款、铁路货运将逐步公布。⑥高股息策略仍在偏好序列，银行、地产、公用事业。

固收金工

固收点评：杭银转债：业绩表现亮眼，资产质量向好

聚焦细分市场，打造特色化经营优势。杭州银行围绕大零售、大公司和大资管三大与板块，聚焦细分市场，打造特色化经营优势。针对大零售板块，以扩大客群为基础，坚持消费信贷、财富管理等发展策略，加速形成零售利润增长极；针对大公司板块，通过持续改进客户管理方法与管理手段等一系列措施，拓展直接融资业务；针对大资管板块，建立完善大资管研究成果共享机制，提升投研能力，提高投资收益。

行业

光伏设备：首个 HJT 电池量产项目试产效率超预期，看好核心设备商

投资建议：重点推荐（1）【迈为股份】HJT 电池片设备整线龙头，从丝网印刷设备向前段设备延伸。受益于 PERC 扩产高峰在手订单充裕，现提前布局 HJT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 95%，看好后续验证通过后订单落地。建议关注（2）【捷佳伟创】：产品线广、协同性强的电池设备龙头。（3）【金辰股份】国内光伏组件设备龙头，电池片设备新进入者。

风险提示：HJT 产业化进程不及预期风险、光伏行业装机量不及预期。

环保工程及服务行业周报：加快建设全国用能权、碳排放权市场，新增大宗固废利用率达 60%

加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，CCER 管理交易中心落地北京。国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见。意见第八条为加强污染防治和生态建设，持续改善环境质量，提出 1）继续加大生态环境治理力度。包括扩大气污染防控治理、城市黑臭水体整治、污水处理能力、城镇生活垃圾分类处置、危废医废收集处理等。2）扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。

电子：被动元器件量价齐升，行业景气度持续

本周沪指上涨 0.4%，收于 3418.3；深证成指上涨 1.2%，收于

13769.7；创业板指上涨 2.77%，收于 2745.4。电子行业整体下跌，截至 2020 年 3 月 21 日申万电子指数为 4352.1，较上周末上涨 1.4%。行业涨跌幅在所有一级行业中排序 10/28。

推荐个股及其他点评

碧桂园服务（06098）：大物业+大社区，物管龙头迎高速成长新格局

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 41.31/62.68/93.42 亿元，同比增长 53.79%/51.72%/49.04%，EPS 分别为 1.38/2.10/3.13 元，对应 50/33/22 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

九号公司（689009）：从国内到海外，深度透析公司电动两轮车业务成长逻辑

公司在巩固智能电动平衡车、滑板车主营业务竞争优势同时，延伸布局电动两轮车、全地形车等新产品，其中电动两轮车市场规模广阔，是公司未来重要的看点，本文主要深度透析电动两轮业务的成长逻辑。

全球两轮车是天然的大市场，不同细分市场有差异。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04/6.83/13.79 元，对应动态 PE 分别为 623/95/47 倍，2020-2022 年收入分别为 60/94/132/亿元，对应 PS 分别为 8/5/4 倍，基于公司未来出色的成长性，以及持续修复的盈利能力，维持“买入”评级。

中国太保（601601）：2020 年报点评：短期 NBV 承压，“长航行动”守护长期价值

我们下调公司 2021-2022 年 NBV 预测 284.93/324.4 亿元至 198.7/227.9 亿元，对应 21-22 年 VNPS 从 3.14/3.58 元调整至 2.07/2.37 元。但短期波动不扰长期价值，公司将聚焦队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能，坚定推进新一轮改革—长航行动。而行业国际巨头再保险集团的引入与原友邦保险区域 CEO 蔡强先生的加盟将为长航行动保驾护航。看好公司长期发展，股东回报有望持续得到提升，我们预计 2023 年 NBV 267.7 亿元，对应 23 年 VNPS 2.72 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.71/0.62/0.54 倍，维持“买入”评级

日上集团（002593）：2020 年年报点评：疫情拖累出口业务，业绩不及我们预期

日上集团发布 2020 年度公告：2020 年度实现营业收入 29.35 亿元，同比增加 11.33%；归属于上市公司股东的净利润为 7850.58 万元，同比下降 4.72%，低于我们预期。公司 2020 年度利润分配预案为：向全体股东每 10 股派 0.5 元人民币现金，不转增不送股，共计派发 3484.55 万元。

康龙化成（300759）：2020 年年报点评：全年业绩高增，一体化竞争优势凸显

由于公司毛利率的提升带动盈利能力不断加强，我们调整 2021-2022 年 EPS 至 1.92(+0.30)/2.53(+0.41)，预计 2023 年 EPS 为 3.35 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 73/55/42 倍。考虑到公司小分子一体化平台优势持续凸显，大分子加剧布局，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：论反弹的持续性：对业绩高增的因素拆分

报告要点：

①短期有望迎来一季报行情催生的反弹行情，基于 1-2 月工业企业业绩预测，全 A 非金融 Q1 净利同比有望达 83.2%，两年复合增速 37.2%。②反弹品种对业绩要求异常严苛，要求剔除基期后，一季度业绩增速较去年四季度仍有增长。③符合标准行业有通信电子、汽车、有色、专用设备、仪器仪表、医药。④反弹持续性受限，短期利润高增更多是成本费用压降，而非收入提升，进入二季度通胀对于成本端压力将逐步显现。⑤有意义反弹仍取决于有效需求跟踪，克强指数相关的工业用电、中长贷款、铁路货运将逐步公布。⑥高股息策略仍在偏好序列，银行、地产、公用事业。

正文摘要

利润强劲增长更多是成本费用压降，而非收入提升，业绩高增短期难持续。同比视角下开年利润增速强劲，收入增速恢复至正常；环比季节性视角下开年利润季节性回落偏小，收入回落较大。同环比分析发现开年工业企业收入中性恢复，背后是需求恢复仍相对缓慢。利润强劲增长主要来自成本费用的压降。从空调、冰箱等下游商品的库存来看，2020 年下半年基本高增或处于历史高位水平，前期低价库存在一定程度上压低成本费用占比，从而增厚了企业利润空间。

库存累积风险需持续跟踪。此前我们提示的被动补库存风险得到工业企业数据印证，产成品存货绝对值较 20 年 12 月基本持平，同比 8.6%，较 12 月上行 1.1pct，但正常春节都是相反的去库存。结合前文分析企业收入端恢复相对缓慢，且较往年春节还是强季节性回落，形成了宏观层面强生产-弱需求，企业微观弱收入-强库存的被动性补库存，往后是否会出现被动去库存压力，核心在于往下的需求端分析。从近期高频数据来看，3 月高炉开工率有所下行，CCFI 综合指数自 3 月以来也有所下行，后续仍有待工业用电、货运等需求端数据的验证。

A 股全年盈利维持乐观，下半年弹性更大。1-2 月工业企业盈利预示上市公司一季报高增确认，历史上工业企业与全 A 非金融净利润拟合度很高，2011 以来相关系数高达 0.85，根据已公布的 1-2 月工业企业利润测算上市公司一季报表现，推算全部 A 股 Q1 净利润 10412 亿元，同比增速 20.2%，两年复合增速 15.8%；再根据 2011-2020 年 Q1 全部 A 股净利润占全年均值 24.8%，推算全部 A 股 21 年净利润 42485 亿元，同比增速 30.45%，两年复合增速 20.6%。

严苛挑选短期反弹品种：通信电子、汽车、有色金属冶炼、专用设备、仪器仪表、医药。在业绩持续性待观测的情况下，我们对短期反弹品种的增长要求非常严苛：剔除基期因素后，一季度收入&利润增速较去年四季度仍有增长，按照这一标准对 1-2 月工业企业分行业挑选，我们发现通信电子、有色、汽车、专用设备、仪器仪表、医药更优。在观测到有效需求回暖前，市场在二季度仍可能维持青黄不接的震荡格局，我们仍对高股息策略保持偏好，包括银行、地产、公用事业，详见前期报告

《有意义的反弹还是青黄不接的震荡——20210316》。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：杭银转债：业绩表现亮眼，资产质量向好

事件

杭银转债（110079.SH）于 3 月 29 日开始网上申购：总发行规模为 150 亿元，扣除发行费用后的募集资金将全部用于支持本行未来各项业务发展，在可转债持有人转股后按照相关监管要求用于补充本行核心一级资本。

当前债底估值为 89.81 元，YTM 为 2.0%。杭银转债存续期为 6 年，联合评级为 AAA/AAA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.20%、0.40%、0.80%、1.20%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为 108 元（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期收益率 3.8664%（3/26）计算，纯债价值为 89.81 元，纯债对应的 YTM 为 2.0%，有一定的债底保护性。

当前转换平价为 100.82 元，平价溢价率为-0.81%。转股期为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日至转债到期日止，即 2021 年 10 月 8 日至 2027 年 3 月 28 日。初始转股价 17.06 元/股，正股杭州银行 3 月 26 日的收盘价为 17.2 元，对应的转换平价为 100.82 元，平价溢价率为-0.81%。

转债条款中规中矩，总股本和流通盘的稀释率分别为 12.91%和 14.85%。下修条款为“15/30、80%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，未设置有条件回售条款，其他条款中规中矩。正股杭州银行总股本约 59.3 亿，按初始转股价 17.06 元计算，转债发行 150 亿对总股本稀释率为 12.91%，对流通盘的稀释率为 14.85%，对总股本和流通盘均造成一定的摊薄压力。

我们预计上市价格在 113.44~124.61 元区间，网上中签率 0.096%。综合可比标的，考虑到杭银转债有一定的债底保护性、评级高、规模吸引力强，我们预计上市首日转股溢价率在 18%左右，对应的上市价格 113.44~124.61 元区间。我们预计股东配售比例 55%，预计网上中签率为 0.096%，建议积极申购。

观点

聚焦细分市场，打造特色化经营优势。杭州银行围绕大零售、大公司和大资管三大与板块，聚焦细分市场，打造特色化经营优势。针对大零售板块，以扩大客群为基础，坚持消费信贷、财富管理等发展策略，加速形成零售利润增长极；针对大公司板块，通过持续改进客户管理方法与管理手段等一系列措施，拓展直接融资业务；针对大资管板块，建立完善大资管研究成果共享机制，提升投研能力，提高投资收益。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

深耕浙江区域市场，积极拓展长三角及国内一线城市业务。杭州银行主要业务分布在浙江省杭州市以及浙江省其他部分市县，坚持做精杭州，深耕浙江省区域市场，同时积极拓展长三角区域及国内一线城市业务，搭建了覆盖北京、上海、深圳、南京、合肥等重点城市在内的区域经营布局。

资产规模迈入万亿大关，资产质量不断向好。2020 年前三季度杭州银行资产总额为 11110.62 亿元，迈入万亿大关。截止 2020 年 6 月末、2019 年末、2018 年末和 2017 年末，杭州银行拨备覆盖率为 383.78%，316.71%，256.00%，211.03%，拨备覆盖率呈逐年上涨趋势，体现出杭州银行资产质量不断向好。

风险提示：宏观经济下行，资产质量超预期恶化。

（证券分析师：李勇）

行业

光伏设备：首个 HJT 电池量产项目试产效率超预期，看好核心设备商

事件：3 月 29 日，安徽华晟官网发布新闻，3 月 18 日公司 500MWHJT 电池量产项目正式流片，首周试产 HJT 电池片平均转换效率达到 23.8%，最高效率达到 24.39%。

投资要点

国内首个 HJT 电池量产项目试产效率超预期，核心设备商得到验证

安徽华晟 500MW 异质结电池组件项目于 2020 年 7 月开始启动，2020 年 11 月 11 日开工建设，2020 年 12 月 25 日首台设备搬入，2021 年 3 月 18 日正式投产出片。首周试产 HJT 电池片平均转换效率达到 23.8%，最高效率达到 24.39%超预期。

此次投产电池线采用了江苏启威星（迈为参股 30%，引进日本 YAC 技术）的清洗制绒设备、迈为及理想的 PECVD 设备、迈为的 PVD 设备、迈为及中辰昊的丝网印刷设备，并使用了迈为于 2020 年 12 月 4 日 HJT2.0 产品发布会上所发布的 MES 系统对全电池产线进行调度及智能优化。此次试产效率超预期也意味着核心设备商迈为股份、理想万里晖的 HJT 设备能力得到验证。

HJT 电池降本路径明确，项目验证通过将提升扩产预期

根据安徽华晟官网新闻，500MWHJT 电池项目需要经过 3 个月左右的产能爬坡，于 6 月末达产。产能爬坡过程中，该项目将使用最新的高精度串焊，导入银包铜浆料，HJT 与 PERC 电池单位银耗量之间的差距将从 2020 年的 100%收窄至 20%以内，后续仍有进一步下降空间，贴近甚至低于 PERC 银耗量。6 月达产后，安徽华晟还将于下半年启动 2GWHJT 电池+组件扩产。

HJT 电池降本路径清晰。根据光储亿家 Solarzoom 的详细测算，目前 PERC 在生产成本上较 HJT 仍有 0.18 元/W 的优势，但到 2022 年 HJT 生产成本将降低到和 PERC 同一水平，均为 0.52 元/W 左右。要完成这一降本目标，现有的 HJT 技术将主要聚焦在银浆使用量降本，和硅片大尺寸+薄片化上面。具体来看，浆料可以降低 0.15 元/W(多主栅/无主栅，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

银包铜)；硅片可以降低 0.21 元/W（薄片+大尺寸）。

我们判断，高精度串焊和银包铜技术在华晟 500MW 项目得到验证后，将进一步提升 HJT 市场扩产预期。根据我们测算，2020-2022 年 HJT 设备的市场需求约 310 亿。

设备商环节各家加紧布局，看好具备整线能力的头部设备商

具备整线能力的设备商将最为受益。HJT 四大步骤对应的设备分别为清洗设备、CVD 设备、PVD 设备、丝网印刷设备。截止到 2021 年 3 月末，迈为和钧石是国内仅有的两家具备 HJT 电池全产业链装备生产能力的设备公司（有客户反馈的整线的中试数据）。此外，最核心设备占比 50%的 PECVD 方面，具备中试数据支撑的公司有钧石，迈为，理想三家；捷佳伟创样机已经完成，已发货客户处调试，预计中试数据最快会在 2021Q1 获得；金辰股份的重点研发方向包括 PECVD，预计样机 2021Q1 完成；科创板拟上市公司微导股份也在储备 PECVD 项目的研发。

我们预计伴随着 2021 年全行业约有 10-20GW 的 HJT 项目扩产落地，已经具备中试数据的公司会参与 2021 年的订单，其中已经具备整线能力的公司——迈为和钧石，将会获得最高订单份额。

投资建议：重点推荐（1）【迈为股份】HJT 电池片设备整线龙头，从丝网印刷设备向前段设备延伸。受益于 PERC 扩产高峰在手订单充裕，现提前布局 HJT 技术路线并能够提供性价比最高的整线方案，设备自制率达 95%，看好后续验证通过后订单落地。建议关注（2）【捷佳伟创】：产品线广、协同性强的电池设备龙头。（3）【金辰股份】国内光伏组件设备龙头，电池片设备新进入者。

风险提示：HJT 产业化进程不及预期风险、光伏行业装机量不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：严佳）

环保工程及服务行业周报：加快建设全国用能权、碳排放权市场，新增大宗固废利用率达 60%

建议关注：瀚蓝环境，盈峰环境，ST 宏盛，高能环境，龙马环卫，中再资环，北控城市资源，玉禾田，洪城水业，维尔利，深圳燃气，海螺创业，上海环境

加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，CCER 管理交易中心落地北京。国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作分工的意见。意见第八条为加强污染防治和生态建设，持续改善环境质量，提出 1）继续加大生态环境治理力度。包括扩大气污染防控治理、城市黑臭水体整治、污水处理能力、城镇生活垃圾分类处置、危废医废收集处理等。2）扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。包括大力发展新能源，扩大环保节能企业税收优惠，促进节能环保技术、产品应用，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，提升生态系统碳汇能力。同时，近日《北京市关于构建现代环境治理体系的实施方案》中明确北京将完善碳排放权交易制度，承建全国温室气体自愿减排管理和交易中心。

“十四五”加强大宗固废综合利用能力，新增大宗固废利用率达 60%。近日，发改委发布《关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意

请务必阅读正文之后的免责声明部分

见》。主要目标：至 2025 年，煤矸石、粉煤灰、尾矿、冶炼渣、工业副产石膏、建筑垃圾、农作物秸秆等大宗固废的综合利用能力显著提升，利用规模不断扩大，新增大宗固废综合利用率达到 60%，存量大宗固废有序减少。

废弃电器电子产品处理基金补贴标准调整，短期补贴下降，中期行业现金流改善龙头有望受益。近日，四部委发布《关于调整废弃电器电子产品处理基金补贴标准的通知》，四机一脑补贴整体调降约 30%，短期来看补贴标准降低影响盈利能力，中长期基金缺口得到缓解行业现金流有望改善，龙头凭借较强的渠道、成本管控优势，有望将后端补贴向前端回收成本顺价，同时行业出清龙头份额、盈利能力有望提升。

碳中和投资框架及环保产业映射：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架，碳交易提供有效制度支撑。从环保视角来看，1）能源替代：前端能源结构调整，关注环卫新能源装备及可再生能源（垃圾焚烧等）替代需求。2）节能减排：中端推动产业转型，关注节能管理&减排设备应用。3）循环利用：推动垃圾分类、废弃家电/汽车、危废资源化等再生资源循环利用。4）环境咨询：环境管理提升促使环境咨询需求扩大。5）碳交易：鼓励可再生能源（垃圾焚烧/生物质利用等）、甲烷利用（污水处理/沼气利用）、林业碳汇等 CCER 项目发展。

十四五政策强化聚焦碳减排，关注付费方式、业务模式、技术驱动积极转变。a)付费模式：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；b)业务 0 模式：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；c)技术驱动：技术权重增加，技术壁垒提升。建议关注优质细分赛道：1）大行业小公司轻资产，物业化、电动化促环卫边界扩张壁垒提升：关注盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫：电动装备利润释放&环服盈利份额双升的装备龙头；玉禾田、北控城市资源：具备差异化管理优势的环服龙头；碧桂园服务：股东背景加持、环服份额提升的物管龙头。2）垃圾焚烧行业刚性需求持续扩张，关注瀚蓝环境：具备强整合能力、成长确定性的稀缺优质资产。3）新政扶持强化再生资源行业壁垒，关注中再资环：废电拆解龙头规模&份额双升。4）聚焦精准治理，环境咨询市场空间广阔：关注南大环境：具备资质、技术、跨区域发展核心竞争力。

最新研究：环卫装备行业月度数据点评：环卫新能源大增，存量替代拉开帷幕；东吴碳中和系列报告（五）：环卫新能源五十倍成长，十年替代助力碳达峰；东吴碳中和系列报告（四）：碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

电子：被动元器件量价齐升，行业景气度持续

投资要点

市场行情回顾：本周（2021 年 3 月 22 日-3 月 28 日）沪指上涨 0.4%，收于 3418.3；深证成指上涨 1.2%，收于 13769.7；创业板指上涨 2.77%，收于 2745.4；申万电子指数为 4352.1，上涨 1.4%。行业涨跌幅在所有一级行业中排序 10/28。本周申万电子各子行业中，其他电子 II 板块下跌 1.03%、光学光电子板块下跌 1.88%、半导体板块下跌

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.56%、电子制造板块下跌 3.91%、元件 II 板块下跌 4.02%。本周电子行业 174 支个股上涨，三利谱（18.0%）、经纬辉开（16.3%）、洁美科技（13.8%）涨幅居前；有 138 支个股下跌，华灿光电（-15.8%）、芯海科技（-9.8%）、维科技术（-9.4%）跌幅居前。

被动元器件行业 2020 年业绩高增长：目前，被动元器件主要上市公司已经陆续披露 2020 年年报（或业绩快报/预告），尽管上半年行业开工率受到疫情影响，但随着疫情的控制和下游消费电子、新能源（光伏、风电、新能源车）、家电、汽车的需求拉动，2020 年主要被动元器件上市公司营业收入及净利润皆有可观的增长。截止 2021 年 3 月 28 日，从已披露 2020 年年报（或业绩快报/预告）的公司业绩来看，2020 年收入规模前三名的被动元器件上市公司为：主营 MLCC 和电阻的风华高科，主营 MLCC、陶瓷插芯、PKG 基座等的三环集团，主营片式电感的顺络电子。从收入增速角度看，增速最快的前三名为主营军工钽电容的宏达电子、主营军工 MLCC 的鸿远电子和三环集团（主营军工元器件的火炬电子和振华科技以及主营纸质载带的洁美科技尚未披露年报，预计这三家上市公司 2020 年收入增速亦十分可观）。从归母净利润规模来看，2020 年排名前三名的被动元器件上市公司为三环集团（14.4 亿元）、顺络电子（5.9 亿元）、国瓷材料（5.7 亿元）。从净利润增速角度看，增速最快的前三名分别为主营晶振的泰晶科技（239%）、主营晶振的惠伦晶体（114%-117%）、洁美科技（133%-159%）。

2021Q1 被动元器件景气持续，多家原厂开启新一轮涨价潮：2021 年一季度以来，原厂稼动率高企，行业库存保持低位，在下游需求旺盛、上游原材料涨价等推动下，海外厂商开始新一轮调价，预计大陆厂商亦将跟进，行业景气度仍将持续。片式电阻及 MLCC 方面，据台媒工商时报，片式电阻因厚声家变、基片提价等原因，旺诠、国巨、厚声等大厂提价，华科电阻 10-15%，国巨电阻涨 25%。根据台湾经济日报，三星 tdk 等厂商有计划近期提高高容产品价格，华新科、国巨等大厂同样计划对片容（MLCC）提价 10%-15%左右。三环集团公布一季度业绩预告，预计 2021Q1 净利润 4.25-5.17 亿元，同比增长 130%-180%。铝电解电容方面，据台媒工商时报，今年初全球龙头尼吉康发布涨价，随后台系智宝宣布对其铝电解电容产品全线调涨。铝电解电容涨价由日系传导至台系并蔓延至大陆厂商，随着 Rubycon 的涨价，掌握话语权的日系厂商正式启动了第二轮涨价。江海股份公布了一季度业绩预告，预计 2021Q1 净利润 7,411.09-9,057.99 万元，同比增长 80%-120%。

投资建议：2021 年被动元器件行业景气度持续高涨，建议关注：风华高科、博迁新材、三环集团、江海股份、顺络电子、洁美科技等标的。

风险提示：市场需求不及预期；企业研发不及预期；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

推荐个股及其他点评

碧桂园服务（06098）：大物业+大社区，物管龙头迎高速成长新格局

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

大物业+大社区，物管龙头迎五大业务新格局。碧桂园旗下全国领先的物业服务商，2020 年中指院物业服务百强第 1 名，基础物管合同面积超 8.2 亿平方米，主营涵盖物业管理、社区增值、城市服务、非业主增值及三供一业五大领域。2015-2020 年归母净利润复合增速高达 86.93%，现金流充裕，2020 年底现金及存款总额逾 153 亿元保障未来扩张。

强资源整合&智慧管理，城市服务蓝海初露锋芒。大部门改革&市场化推进&精细化管理促城市服务需求整合打开蓝海市场，大行业小公司壁垒有望强化，公司依托强资源整合及智慧管理能力在行业竞争中初露锋芒。1）内生&外延齐发力：2016 年起布局，采取内生（国企战略合作/独立发展）&外延两种模式切入城市服务领域，2020 年先后收购满国康洁及福建东飞两家环卫公司强势加大布局力度，2020 年公司新增环服订单总额 24.03 亿元，年化 6.9 亿元，其中康洁及东飞贡献超 90%。2）集团赋能&资源联动&信息化管理优势提升核心竞争力。碧桂园集团资源、资金实力雄厚，康洁及东飞环卫运营经验丰富，结合公司智慧平台及信息化技术的应用，有望快速实现内生精细化物管能力的迁移，环卫管理经验的复制，同时接入 B 端、导流 C 端、突破 G 端商业模式束缚形成资源联动，打造差异化竞争力。

物业合同在管面积比/盈利能力行业领先，积极外拓铸就物管龙头。2020 年基础物业在管面积达 3.77 亿平方米，同增 36.65%，2016-2020 年公司基础物业在管面积 CAGR 高达 42.66%，2020 年基础物业合同管理面积 8.21 亿平方米，合同/收费管理面积维持在 2-2.5，远超行业平均 1.5 左右水平，龙头发展可预测性增强。2020H1 公司物管毛利率 38.1%，位列同业市值前十公司首位，2020 年物管毛利率 34.61%，同升 4.41pct。2019 年物业收缴率高达 93.06%，超出行业平均 2.14pct。除承接碧桂园集团地产物业外，2020H1 第三方收入/在管面积占比提升至 27.9%/26.9%，优质收并购不断落地驱动增长，行业有望快速整合铸就物管龙头。

专业口碑&科技能力护航，高盈利增值服务打造新增长级：1）社区增值：2020 年收入 17.31 亿元，同增 100%，增值服务&拎包入住&社区传媒有望持续高增。a.高盈利能力凸显管理优势，2019 年服务单价 3.13 元/㎡持平同行，2019 年毛利率达 66.2%居同业市值前十公司首位，2020 年毛利率达 65.14%，保持稳定。b.专业品牌实现规模效应，旗下“凤凰置家”&“凤凰到家”品牌日渐成熟，积累口碑及客户资源；c.收购城市纵横平台效应初现，互联网科技巨头合作整合资源增强流量。2）非业主增值：有效赋能开发商，规模及盈利能力领先，长期有望稳健增长。

三供一业市场空间广阔，平稳接管树立标杆。2016 年政策落地打开国有企业职工家属区“三供一业”广阔社会化市场，公司 2018 年承接中石油国企改革标杆项目成功切入，2020 年三供一业物管面积达 0.85 亿平方米，供热面积达 0.42 亿平方米，未来有望依托科技、专业、精细化管理能力深化合作，扩大业务范围。

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 41.31/62.68/93.42 亿元，同比增长 53.79%/51.72%/49.04%，EPS 分别为 1.38/2.10/3.13 元，对应 52/34/23 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：业务扩张不及预期、外延并购整合不及预期、物管收缴及提

请务必阅读正文之后的免责声明部分

价受阻风险、市场竞争加剧

（证券分析师：袁理）

九号公司（689009）：从国内到海外，深度透析公司电动两轮车业务成长逻辑

投资要点

公司在巩固智能电动平衡车、滑板车主营业务竞争优势同时，延伸布局电动两轮车、全地形车等新产品，其中电动两轮车市场规模广阔，是公司未来重要的看点，本文主要深度透析电动两轮业务的成长逻辑。

全球两轮车是天然的大市场，不同细分市场有差异

①中国是全球最大的电动两轮车市场，“禁摩令”和“非典”推动下，电动两轮车行业进入高速发展的黄金期，2019 年电动两轮车销量达到 3464 万辆，保有量突破 3 亿辆。②东南亚&印度是全球最大的摩托车需求市场，2019 年燃油摩托车合计销量达到 3489 万辆，占当年全球摩托车总需求量的 65%。③欧美是全球主要的脚踏自行车消费市场，合计市场规模超过 150 亿美元，欧洲年销量约为 2000 万辆，美国年销量约在 1500~2000 万辆。

各地区逻辑有所不同，电动两轮车市场具备较好成长性

①中国：短期看，“新国标”驱动 2 亿辆“非标车”更新，市场空间广阔，同时即时物流+共享电单车，助力电动两轮车需求进一步提升；中长期看，消费升级背景下，电动两轮车智能化是长期发展趋势。②东南亚&印度：“限油换电”政策驱动下，两轮车开启电动化进程，我们预计 2025 年该地区电动摩托车需求量为 1050 万辆，对应市场规模 630 亿元。③欧美：消费升级以及环保推动，电踏车、电动摩托车和电动轻便摩托车正在快速替代自行车和燃油摩托车，需求快速提升，电动车两轮市场正在快速打开。

从国内到海外，九号电动两轮车具备持续扩张的条件

①国内：从产品技术到渠道形成竞争力，两轮车进入放量阶段。产品上，公司主打智能化，2021 年发布 N、A 系列、升级 C 系列产品，完善产品系列同时，全面覆盖低、中、高端市场；技术上，公司重视持续研发投入，在 AI、大数据方面积淀丰富，拥有多项智能短交通通用技术。渠道上，2020 年底公司线下专营门店超过 700 家，21 年有望超过 2000 家。公司重视线上流量营销，为线下渠道导流赋能，2020 年电动两轮车销量突破 10 万辆，2021 年中性预计销量超过 60 万辆。②借助 Segway 品牌和渠道，公司电动两轮车开始布局海外，相关产品已经在海外开售，21 年有望形成一定规模销售。③中长期看，OTA 升级收费将颠覆现有电动两轮车商业模式，提升公司电动两轮车盈利水平同时，夯实公司在该领域竞争力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04/6.83/13.79 元，对应动态 PE 分别为 623/95/47 倍，2020-2022 年收入分别为 60/94/132/亿元，对应 PS 分别为 8/5/4 倍，基于公司未来出色的成长性，以及持续修复的盈利能力，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策风险，新产品推广进度不及预期，海外市场销量下

请务必阅读正文之后的免责声明部分

滑，盈利能力不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：曾朵红　证券分析师：黄瑞连）

中国太保（601601）：2020 年报点评：短期 NBV 承压，“长航行动”守护长期价值

事件：集团发布 2020 年年报，寿险业务实现新业务价值 178.41 亿元，对应 VNPS1.85 元/股，NBV 增速-27.5%；寿险新业务价值率 38.9%，同比-4.4pct；产险业务综合成本率较 2019 年上升 0.7pct 至 99.0%；集团 2020 年每股分红 1.30 元，同比+8.3%；整体业绩符合市场预期。

投资要点

寿险改革叠加疫情影响，代理人、保费、价值仍承压：受疫情影响，传统的代理人线下展业和基础管理受阻，短期内对寿险业务的影响较大。此外，公司以“量稳质升”为目标，打造核心人力、顶尖绩优、新生代三支关键队伍的渠道转型计划进入深化阶段。在此背景下，代理人增员与产能释放放缓。2020 年公司月均代理人规模为 74.9 万人，同比下降 5.2%；月人均首年保费收入 3259 元，同比下降 22.6%。因代理人的产能释放受到疫情限制，2020 年公司个险代理人渠道保费收入 1912.91 亿元，同比下降 2%，占比下滑 1.5pct 至 90.3%；个险新单保费 290.35 亿元，同比下降 26.7%，其中新单期缴保费 219.77 亿元，同比下降 33.4%；寿险业务新业务价值率 38.9%，同比-4.4pct；受到新单规模与价值的共同影响，2020 年公司新业务价值 178.41 亿元，NBV 增速-27.5%。目前公司正处于转型阵痛期，我们预计随着“长航行动”改革效果的逐渐体现，未来公司价值将保持稳定增长。

车险业务保持稳定，非车险助推产险保费上行:面临疫情导致的新车销量大幅下降及车险综改给行业带来的短期冲击，公司加强客户经营体系建设、加大科技赋能力度、增强续保动能，车险业务品质基本保持稳定。2020 年公司车险保费收入 956.70 亿元，同比增长 2.6%,占产险保费收入的比重较 2019 年下滑 5.3pct 至 64.8%；车险业务综合成本率 97.9%，与去年持平。而非车险业务随着复工复产的持续推进，保费收入实现较快增长，业务占比持续提升。2020 年公司非车险保费收入 520.64 亿元，同比大幅增长 30.9%，非车险收入占比提升至 35.2%，驱动公司实现产险保费收入 1477.34 亿元，同比高增 11.1%。细分来看，非车险下的健康险、责任险、农业险快速发展，保费收入分别同比大幅增长 72.7%/44.1%/44.8%。

坚持价值、长期、稳健投资理念，投资管理能力优异：公司贯彻“价值投资、长期投资、稳健投资”的理念，一方面坚持延展资产久期，在预期未来市场利率中枢下行的背景下，配置长久期国债与地方政府债，国债、地方政府债、政策性金融债占投资资产比重同比增长 1.3pct 至 17.5%，平均久期为 16.4 年，同比增加 1.2 年；另一方面公司积极把握权益市场向上发展的机遇，加大权益资产配置，其中股票和权益性基金投资资产的占比较 2019 年上升 1.9pct 至 10.2%，取得良好的相对收益。2020 年公司实现净投资收益 671.59 亿元，同比+9.6%；总投资收益 839.97 亿元，同比+25.4%；总/净投资收益率分别为 5.9%/4.7%，同比变动+0.5/-0.2pct。

盈利预测与投资评级：由于短期疫情给行业带来的冲击较为严重，行业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产、负债两端的修复仍需时间，我们下调公司 2021-2022 年新业务价值预测 284.9/324.4 亿元至 198.7/227.9 亿元，对应 21-22 年 VNPS 从 3.14/3.58 元调整至 2.07/2.37 元。但短期波动不扰长期价值，长远来看，公司将聚焦队伍升级、赛道布局、服务增值、数字赋能，坚定推进新一轮改革—长航行动。而行业国际巨头再保险集团的引入与原友邦保险区域 CEO 蔡强先生的加盟将为长航行动保驾护航。看好公司长期发展，股东回报有望持续得到提升（2020 年分红比率高达 50.9%），我们预计 2023 年新业务价值 262.2 亿元，对应 23 年 VNPS2.72 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV0.71/0.62/0.54 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1）转型难度超预期，新单大幅下滑；2）长端利率下行超预期；3）权益市场波动。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

日上集团（002593）：2020 年年报点评：疫情拖累出口业务，业绩不及我们预期

事件：

日上集团发布 2020 年度公告：2020 年度实现营业收入 29.35 亿元，同比增加 11.33%；归属于上市公司股东的净利润为 7850.58 万元，同比下降 4.72%，低于我们预期。公司 2020 年度利润分配预案为：向全体股东每 10 股派 0.5 元人民币现金，不转增不送股，共计派发 3484.55 万元。

点评：

钢材成本上涨+汇兑损失拖累业绩表现。2020 年公司钢结构原材料成本同比增长 6%，原因为上游钢材价格持续上涨；根据我们跟踪的高频数据，2020 年 Q4 钢材价格同比、环比分别上涨 9%、6%。汇兑损失方面，公司 2020 年财务费用本期较上年同期增长 61%，主要原因是公司钢轮出口回款为美元，受汇率变动汇兑净损失增加及利息支出增加。

钢结构业务：深耕细分领域，稳中有升。2020 年公司钢结构业务实现营业收入 14 亿元，同比增长 4.6%。公司钢结构业务稳中有升，资质实力雄厚，拥有丰富的大型项目经验，持有 ISO9001 等丰富的资格认证；在国家产业政策大力扶持装配式建筑的大背景下，我们预计公司钢结构业务有望迎来高速增长期。

钢圈业务：内销增长快速弥补出口下滑。尽管海外疫情影响出口下游需求严重下滑，但公司紧抓国家刺激鼓励推广新能源汽车以及淘汰国三货车等产业政策的新机遇，国 OE 市场内增长了 97.48%，弥补了疫情带来的出口业务下滑；全年车轮业务实现营业收入 12.75 亿元，同比增长 15.79%，实现逆市上升。

锻造铝轮项目：有序推进，正处发行筹备阶段。锻造铝合金轮毂相较于传统铸造铝轮质轻、低碳；客户拓展方面，公司在国内先后通过厦门金龙等车厂测试并取得销售或意向性订单，海外目标客户开拓也取得明显的成果；该项目达产后我们预计实现 150 万只铝合金轮毂的年产能。

短期疫情拖累不改持续看好，维持“买入”评级。预计公司 2021-2023 年实现营收分别为 35/45/59 亿元，同比增速分别为 19.0%、29.4%、30.5%；由于海外疫情超预期，我们将公司 2021/2022 年归母净利润从 1.8/2.6 亿元下调至 1.4/2.2 亿元，同比增速分别为 80%/56%；对应 PE 分

请务必阅读正文之后的免责声明部分

别为 18/11 倍。考虑国内装配式建筑和绿色建筑钢结构稳步发展，公司作为优质工业钢结构生产商将受益；汽车产销持续回暖，公司铝轮项目逐步放量带来新的营收增长点；因此维持公司“买入”评级。

风险提示：宏观经济政策变化；主要原材料价格波动；国际市场对出口业务影响，汇率波动。

（证券分析师：杨件）

康龙化成（300759）：2020 年年报点评：全年业绩高增，一体化竞争优势凸显

投资要点

事件：公司 2020 年实现营收 51.34 亿元，同比增长 36.64%；实现归母净利润 11.72 亿元，同比增长 114.25%；扣非归母净利润 8.01 亿元，同比增长 58.51%；经营性现金流净额 16.49 亿元，同比增长 75.65%。同时公司披露经调整非会计准则归母净利润 10.64 亿元，同比增长 93.77%。

Q4 保持高增长，全年各业务板块齐头并进。公司 2020 年 Q4 单季度实现营业收入 15.48 亿元，同比增长 36.88%，实现归母净利润 3.83 亿元，同比增长 75.19%，全年业绩符合我们的预期。分业务看，2020 年公司实验室服务（实验室化学）实现营收 32.63 亿元，同比增长 37.12%，主要增长动力来自客户订单的增长以及生物科学服务的快速发展（实验室服务中收入占比提升至 41.33%）。实验室服务业务全年为国内医药及生物科技公司开展 58 个 IND 或 NDA 临床试验申报，其中多国同时申报项目 46 个；CMC 服务实现营收 12.22 亿元，同比增长 35.54%，主要增长动力来自前期积累的众多药物发现项目进入药物开发阶段，同时公司产能配合不断扩张。2020 年，公司化学工艺开发及生产服务共涉及药物分子或中间体 739 个，其中临床前 487 个、临床 I-II 期 202 个、III 期 47 个、商业化 3 个，制剂开发团队则完成 26 个 GMP 项目；临床研究服务业务实现营收 6.29 亿元，同比增长 37.94%，主要业绩增长动力来自独特的“放射性同位素化合物合成-临床-分析”平台，以及海外临床服务的稳健增长。2020 年，公司完成对北京联斯达的收购，打造了临床 CRO+SMO 的一体化服务平台，临床服务人员增加 1652 人至 2208 人。

一体化平台优势凸显，毛利率不断提升，产能与人员持续扩张。康龙化成拥有业内少有的一体化、端到端新药研发平台，业务间协同效应持续体现。2020 年公司分别实现毛利率 37.47%（+1.95pt）与扣非归母净利率 15.6%（+2.16pt），其中实验室服务毛利率提升 2.48pt 至 42.74%，CMC 业务毛利率提升 4.96pt 至 32.73%，体现了公司盈利能力的不断提升。同时公司产能与人员持续扩张，产能方面绍兴工厂 8.1 万平米一期工程、北京地区 2.25 万平米实验室服务设施、天津工厂 4 万平米工程建设及宁波园区实验室与工厂扩建均推进良好，人员方面 2020 年公司员工增加 3619 人至 11012 人。2020 年公司服务全球超 1500 家客户，新增客户 721 家，客户资源及订单充裕配合产能人员扩张，未来业绩可期。

布局大分子 CDMO+外延式收购扩张，打开长期成长空间。2020 年，公司加快大分子及细胞和基因疗法等研发服务能力的建设，通过收购（收购美国 AbsorptionSystems 与艾伯维旗下 AllerganBiologics）的方式加速外延扩张，进入增速更快的大分子 CDMO 赛道，打开长期成长空间。

盈利预测与投资评级：由于公司毛利率的提升带动盈利能力不断加强，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们调整 2021-2022 年 EPS 至 1.92(+0.30)/2.53(+0.41)，预计 2023 年 EPS 为 3.35 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 分别为 73/55/42 倍。考虑到公司小分子一体化平台优势持续凸显，大分子加剧布局，未来三年盈利复合增速有望超 30%，维持“买入”评级。

风险提示：订单获取不及预期；新项目研发不及预期；汇兑损益风险等。

（证券分析师：朱国广　　证券分析师：周新明）

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