证券研究报告

晨会速递

2021 年 03 月 29 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	3,418.33	1.63%
深证成指	13,769.68	2.60%
创业板指	2,745.40	3.37%
沪深 300	5,037.99	2.27%
中证 500	6,251.79	1.53%
科创 50	1,256.66	3.03%
香港恒生	28,336.43	1.57%

行情数据为 2021 年 03 月 26 日收盘价

3 月十大金股

行业	简称	调入时间
赛轮轮胎	化工	20210228
兖州煤业	煤炭	20210228
华荣股份	机械	20210228
中简科技	军工	20210228
宝信软件	通信	20210228
中国太保	非银金融	20210228
和顺石油	石化	20210228
中科曙光	计算机	20210228
万达电影	传媒	20210228
盐津铺子	食品	20210228

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：

- 芯片荒受灾车厂再添一例 Stellantis 宣布 5 家北美厂停产至 4 月中
- 天润乳业拟定增募资不超 5.68 亿元：进一步扩大奶牛养殖规模
- 广西今年将实施光伏、风电等 171 个项目，完成投资 443 亿元
- 线上牙膏年销 81 亿元，零售额同比上涨 31.6%
- 中国石化 2020 年度净利润降 42.9%至 329.24 亿元末期股利每股 0.13 元
- 讲谈社正式授权，bilibili 游戏发行《工作细胞》模拟经营手游预约开启
- 人民银行：经济运行持续恢复，货币政策保持连续性、稳定性
- 华阳集团石港煤业煤与瓦斯突出事故救援结束 4 人死亡
- 万华化学 24 亿设立子公司，布局丙烯产业链
- 自然资源部：加强对稀土等国家战略性资源重要矿种的监管

晨会点评：

- **【食品饮料】精选个股成为新的共识(马铮)**

我们对白酒板块不悲观，基本面趋势向好，淡季挺价效果好，渠道库存低，头部酒企的渠道掌控能力和白酒需求的碎片化趋势淡化了业绩的波动性，从中长期维度看，现有估值中枢趋于合理。

- **【金工】宽基指数结构继续下行，公募加仓周期、TMT 板块(张雨蒙)**

指数方面，主要宽基指数处于结构一致形态，所有指数结构均呈下行态势。目前，创业板指数走势最优。风格方面，近期公募权益减仓消费板块，加仓 TMT、周期板块。行业方面，电新、医药行业月度资金流入较多，行业轮动迹象明显。

- **【固收】利率进一步下行空间有限 二季度上行风险仍存(李一爽)**

国内方面，考虑当前地产销售仍然维持高位，海外财政刺激加码，出口维持韧性的时间可能长于预期，当前经济整体复苏的趋势并未改变。但是节奏上，鉴于春节效应，一季度数据可能整体弱于预期。海外方面，变异病毒的扩散以及疫苗接种进度缓慢，使得欧陆国家第三波疫情开始发酵，但是数据显示海外经济整体仍在复苏过程中。结合短期资金面宽

裕，债市短期无忧，但基本面复苏下，二季度仍然面临上行风险，建议投资者维持谨慎。

- **【军工】聚焦业绩，坚定布局高景气军工龙头(张润毅)**

回调即是上车机遇，长期逻辑依旧坚挺，逢低坚定超配高景气赛道优质标的稀缺筹码。坚定看好军工板块的理由：①当前军工板块 PE 已由年初 98 倍降至 68 倍，其中新材料 PE 约 40-45 倍、军工电子约 35-40 倍，均处历史中低位；②从已披露业绩预告与核心企业的订单情况看，我们预计军工大部分公司 2021Q1 将延续高增长，当前时点配置优质个股的性价比提升。

报告速览:

- **【纺织服装&教育】贝泰妮（300957.SZ）公司深度报告：国货之光，厚积薄发(汲肖飞)**
- **【非银】招商证券（600999）公司点评报告：财富管理跨越式发展，ROE 行业领先(王舫朝)**
- **【非银】华兴资本控股（1911.HK）公司点评报告：投资收益驱动业绩大增，ROE 稳步提升(王舫朝)**
- **【化工】赛轮轮胎（601058）公司点评报告：非公开发行正式落地，管理改善助推 ROE 持续提升！(张燕生)**
- **【电子】歌尔股份（002241）公司点评报告：2021 年有力开局，歌尔翻开新篇章(方竞)**
- **【煤炭】兖州煤业（600188）公司点评报告：业绩分红超预期，内生外延有成长(左前明)**
- **【煤炭】中国神华（601088）公司点评报告：上调盈利预测，维持买入评级(左前明)**
- **【通信】信达通信·产业追踪（6）：恒驰 H-SMART OS 智能网联系统助推产业发展(蒋颖)**
- **【非银】行业周报：关注风险出清后的券商股(王舫朝)**
- **【煤炭】行业周报：龙头分红超预期，关注景气上行趋势中核心资产配置机会(左前明)**
- **【机械】行业周报：如何看待轮胎模具行业空间和格局(罗政)**

重要财经资讯

芯片荒受灾车厂再添一例 Stellantis 宣布 5 家北美厂停产至 4 月中

芯片荒对全球车厂的影响仍未止息，跨国车厂 Stellantis 周五(26 日)证实，芯片短缺迫使该公司自下周起暂时关闭 5 家北美工厂。Stellantis 是飞雅特克莱斯勒（FCA） 和法国宝狮集团(PSA)合并的跨国车厂。该公司表示，目前受影响的工厂位于墨西哥、美国密西根州、伊利诺伊州以及加拿大安大略省的两家工厂。原为 FCA 的工厂预计将于下周一关闭至 4 月中旬。此次停产受影响车款包含 Ram 1500 Classic 皮卡、Jeep 吉普车与 SUV、道奇的 Charger 和 Challenger，以及克莱斯勒(Chrysler) 300 等车款。Stellantis 拒绝透露预计停产损失多少产能，仅表示持续与供应商紧密合作，减轻汽车业面临的各种供应链问题所造成的影响。研调 AlixPartners 估计，受到芯片短缺的影响，今年全球汽车业营收将减少 606 亿美元。除了 Stellantis 外，中国电动车蔚来汽车也宣布合肥厂停厂一周。目前国际车厂中，本田汽车已关闭北美 6 家工厂的生产，福特汽车下修 F150 皮卡产能。此外，日产汽车宣布调整美国、墨西哥产能，三菱汽车 3 月日本也减产 4000 至 5000 辆；丰田捷克厂则宣布停产至下周，北美工厂亦减产至 4 月初。

天润乳业拟定增募资不超 5.68 亿元：进一步扩大奶牛养殖规模

天润乳业 3 月 28 日晚披露定增预案，公司拟募集资金总额不超过 5.675 亿元，投资 10000 头规模化奶牛示范牧场建设项目、补充流动资金。公司控股股东十二师国资公司以现金方式认购本次非公开发行股票总数的比例为 31.10%。本次定增完成后，不会导致公司控股股东和实际控制人发生变化。

广西今年将实施光伏、风电等 171 个项目，完成投资 443 亿元

近日，广西发改委印发《广西“能源网”建设 2021 年工作推进方案》(以下简称《推进方案》)，明确今年将进一步扩大“能源网”投资，把“补短板”、“保安全”作为重中之重，统筹推进电源、输配电、油气管道、充电设施等四大类重大项目建设，确保完成年度投资 700 亿元，实现项目建设的阶段性目标。《推进方案》从主要目标和工作任务及措施方面进行了明确。其中，电源建设方面提出，2021 年共实施 171 个项目(包括风电、光伏、生物质、水电、煤电、核电)，其中 80 个新开工项目实现开工建设、91 个续建项目加快建设、49 个项目按期竣工投产。2021 年完成投资 443.0219 亿元。

线上牙膏年销 81 亿元，零售额同比上涨 31.6%

欧特欧国际咨询公司数据显示，2020 年 3 月-2021 年 2 月，全网牙膏总零售额为 81 亿元，零售额同比上涨 31.6%，成交均价为 27 元，共售出 3 亿件。品牌竞争方面，线上牙膏 CR4（行业前四名份额集中度指标）市占率为 37%，市场集中度低于漱口水（CR4 为 46%），高于洗发水（CR4 为 20%）。可以预见的是，未来，随着牙膏品类走向细分和新锐品牌涌入，牙膏的市场集中程度还将进一步下降。此外，中国口腔清洁护理用品工业协会统计，近年来，牙膏行业出现了整体产量下降，利润增长的现象，这反映了行业的产品价位调整仍在继续，且中高端、超高端价位的牙膏符合国内消费升级的趋势。

中国石化(600028.SH)2020 年度净利润降 42.9%至 329.24 亿元末期股利每股 0.13 元

中国石化(600028.SH)发布 2020 年年度报告，按中国企业会计准则编制，实现营业收入 21059.84 亿元，同比下降 28.8%；归属于母公司股东的净利润 329.24 亿元，同比下降 42.9%；归属于母公司股东的扣除非经常性损益后的净利润亏损 15.65 亿元；基本每股收益 0.272 元。

业务展望方面，就资本支出，2021 年股份公司资本支出 1672 亿元，其中，勘探及开发板块资本支出人民币 668 亿元，重点做好涪陵、威荣页岩气产能建设，胜利、西北原油产能建设，推进天津 LNG 二期、山东 LNG 二期等项目建设；炼油板块资本支出人民币 201 亿元，重点做好扬子、安庆炼油结构调整，镇海炼化扩建等项目建设；营销及分销板块资本支出人民币 265 亿元，重点做好加油站、加气站、加氢站、成品油库、非油品业务等项目的建设；化工板块资本支出人民币 486 亿元，重点做好镇海、古雷、海南、天津南港等项目、中韩乙烯、

境外阿穆尔天然气化工、九江芳烃、巴陵己内酰胺、上海大丝束碳纤维、仪征 PTA 等项目建设；总部及其他资本支出人民币 52 亿元，主要用于科研装置及信息化建设。

讲谈社正式授权，bilibili 游戏发行《工作细胞》模拟经营手游预约开启

3 月 27 日，由讲谈社正式授权、bilibili 游戏发行的《工作细胞》首款正版模拟经营手游——《工作细胞：大作战》正式开启预约。《工作细胞》是将人体内细胞，如红血球、白血球、血小板等，拟人化故事的漫画作品，于 2018 年 TV 动画化。动画第一季、第二季以及其衍生作品《工作细胞 BLACK》正在 B 站播出。

人民银行：经济运行持续恢复，货币政策保持连续性、稳定性

中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度（总第 92 次）例会于 3 月 24 日在北京召开。会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，今年以来坚持统筹疫情防控和经济社会发展，经济运行持续恢复。稳健的货币政策保持连续性、稳定性、可持续性，预期管理科学有效，保持对经济恢复的必要支持力度，金融风险有效防控，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。贷款市场报价利率改革红利持续释放，货币传导效率增强，贷款利率稳中有降，人民币汇率总体稳定，双向浮动弹性增强，发挥了宏观经济稳定器功能。

华阳集团石港煤业煤与瓦斯突出事故救援结束 4 人死亡

2021 年 3 月 25 日凌晨 3 时 51 分许，华阳新材料科技集团石港煤业有限公司井下 15210 进风顺槽掘进工作面发生煤与瓦斯突出事故，当班 12 人，8 人升井，4 人被困。经过 31 个小时左右全力搜救，截止 3 月 26 日 10 时 35 分，4 名被困人员已全部找到，均无生命体征，现场救援工作结束。目前，事故调查组已成立，善后工作正在有序开展。

万华化学 24 亿设立子公司，布局丙烯产业链

万华化学集团股份有限公司 3 月 25 日发布对外投资公告，公司以现金方式出资 24 亿元，与宁波中韬投资股份有限公司共同设立万华化学(福建)新材料有限公司(拟)并持股 80%。

目前，万华化学福建工业园现有产业布局主要为江阴港城经济区西区(西区)聚氨酯相关项目，包括万华化学与福建省石油化工集团有限公司在江阴港城经济区西区按照 80%、20%持股比例合资设立了万华化学(福建)有限公司。万华福建主要负责 TDI、PVC、合成气及配套空分、液氨、苯胺等装置及码头建设;万华化学(福建)有限公司与员工持股公司宁波中韬投资股份有限公司、福建奕彤投资有限公司分别按 64%、20%、16%的股权比例持有了原福建康乃尔异氰酸酯有限公司，收购完成后更名为万华化学(福建)异氰酸酯有限公司，主要负责 MDI 主装置建设及部分配套公用工程。

根据万华化学的规划，未来将在福建江阴港城经济区东区规划石化产业链，初步规划 PDH(丙烷脱氢制丙烯)及丙烯下游产业链，利用东区的石化资源可形成西区项目的原料来源，实现东区和西区的互联互通，东西区原料互为上下游供应，共享基础配套设施，促进提高园区效益最大化。

自然资源部：加强对稀土等国家战略性资源重要矿种的监管

近日，自然资源部发布通知， 通知指出，通过组织开展卫片执法工作，及时发现违法占用耕地、破坏耕地挖湖造景、在长江流域和黄河沿岸县域非法用地采矿以及非法开采稀土等战略性矿种的自然资源违法行为，按照“月清、季核、年度评估”的工作要求，督促各地早发现、早制止、严查处，检验各地严格规范公正文明执法情况，评估一个地区自然资源管理秩序特别是违法占用耕地情况，推动落实最严格的耕地保护制度，保障国家粮食安全，助力生态文明建设。

晨会观点

【食品饮料】精选个股成为新的共识(马铮)

我们对白酒板块不悲观，基本面趋势向好，淡季挺价效果好，渠道库存低，头部酒企的渠道掌控能力和白酒需

求的碎片化趋势淡化了业绩的波动性，从中长期维度看，现有估值中枢趋于合理。

当前市场对食品饮料板块的共识是，白酒基本面趋势向好，春糖和一季报有望催化短期股价，白酒股投资以时间换空间；积极寻找“非抱团、有业绩、估值低”的个股增厚业绩。我们对白酒板块不悲观，基本面趋势向好，淡季挺价效果好，渠道库存低，头部酒企的渠道掌控能力和白酒需求的碎片化趋势淡化了业绩的波动性，从中长期维度看，现有估值中枢趋于合理。近期信达食品团队熟悉的盐津铺子、绝味食品、日辰股份等均有不错的表现，正是市场在积极寻找个股的结果。对于食品个股，我们重视公司 3-5 年业绩预期、估值和公司质地的平衡，在分歧中找寻边际改善的品种。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、盐津铺子、绝味食品、日辰股份、天味食品、颐海国际、安井食品、煌上煌

【金工】宽基指数结构继续下行，公募加仓周期、TMT 板块(张雨蒙)

指数方面，主要宽基指数处于结构一致形态，所有指数结构均呈下行态势。目前，创业板指数走势最优。风格方面，近期公募权益减仓消费板块，加仓 TMT、周期板块。行业方面，电新、医药行业月度资金流入较多，行业轮动迹象明显。

指数方面，扩散指标择时模型显示，宽基指数目前全部下跌且跌幅不一。各宽基指数中，当前创业板指数结构最优，约有 49%的个股处于短期上涨趋势，沪深 300 指数次之（44%）。按照今年结构周期的时间窗口长度来看，大约每 1 个自然月时间为一个上涨或下跌波段。当前来看，主要宽基指数短期内仍将继续下行。

风格方面，根据基金风格偏离度模型，股票型基金上周减仓消费板块；加仓 TMT、周期。

行业方面，资金模型结论表明，过去一个月大部分行业呈资金主动净流入态势，其中电新 1418 亿、医药 1372 亿资金主动净流入的金额较多，其他行业均不超过 1000 亿。主动资金净流出最多的行业为非银（-1045）。主动资金抱团的核心行业相比一个月前变化较大，电新、医药、机械主动净流入位列前三。北上资金方面，截止至 3 月 26 日，过去一个月主动资金净流入最多的行业为公用事业 1902 亿，主动资金净流出最多的行业为食品饮料-49175 亿、医药生物-26809 亿、电气设备-24511 亿。主动资金在近一个月行业轮动迹象明显。

【固收】利率进一步下行空间有限 二季度上行风险仍存(李一爽)

国内方面，考虑当前地产销售仍然维持高位，海外财政刺激加码，出口维持韧性的时间可能长于预期，当前经济整体复苏的趋势并未改变。但是节奏上，鉴于春节效应，一季度数据可能整体弱于预期。海外方面，变异病毒的扩散以及疫苗接种进度缓慢，使得欧陆国家第三波疫情开始发酵，但是数据显示海外经济整体仍在复苏过程中。结合短期资金面宽裕，债市短期无忧，但基本面复苏下，二季度仍然面临上行风险，建议投资者维持谨慎。

本周公布的 2021 年 1-2 月规模以上工业企业利润同比增长 1.79 倍，比 2019 年同期增长 72.1%，两年复合增长率高达 31.2%，主要与 19、20 年的低基数与 2021 年就地过年使得企业开工受春节效应影响较小有关。但由于今年春节在 2 月中旬，晚于 2019 年的 2 月上旬，部分节后的不利因素可能在 3 月才显现，这可能会导致今年 1-2 月的生产数据偏高，3 月数据偏低，一季度数据可能整体弱于预期。考虑当前地产销售仍然维持高位，海外财政刺激加码，出口维持韧性的时间可能长于预期，当前经济整体复苏的趋势并未改变。

海外方面，变异病毒的扩散以及疫苗接种进度缓慢，使得欧陆国家第三波疫情开始发酵。而前期极寒天气以及半导体缺货的影响下，美国 2 月资本品订单走弱，库存不足背景下，2 月地产销售也不及预期；但海外制造业 PMI 指数延续上行，美国初请失业金人数继续回落，消费者信心升至一年高位，均显示 2 月部分数据走弱可能只是暂时的，3 月随着纾困措施落地，海外经济整体仍在复苏过程中。下周拜登将公布 3 万亿经济复兴计划的具体内容，基建扩张在多大程度上依赖加税仍然值得关注。美联储官员承诺在经济全面复苏前不会撤走支持措施，美债利率降至 1.7%下方，美股重回上行态势，美欧疫情的分化推升美元指数。

而从国内资金面上看，3 月以来央行每日连续开展 100 亿逆回购操作，本周 5 日连续零投放零回笼，维持中性

态度。尽管临近季末，跨季资金需求使得 7 天资金利率有所回升，但整体仍处于政策利率水平，同时月内资金利率继续回落，资金面整体仍维持平稳偏松状态，预计下周机构平稳跨季概率大。在资金面持续宽松背景下，叠加风险偏好回落，长端利率本周延续下行趋势。我们认为，由于流动性维持平稳，债券市场短期风险不大，但考虑到经济向上的方向未变，收益率向下的空间仍然不足。而考虑到随后专项债额度落地，在央行对于中长期流动性投放仍然谨慎的背景下，供给冲击可能，加之基本面向上的趋势未变，大宗商品上行以及基期轮换后，物价中枢上行的风险加大，利率水平在二季度仍然面临上行风险，仍然建议投资者维持谨慎。

【军工】聚焦业绩，坚定布局高景气军工龙头(张润毅)

回调即是上车机遇，长期逻辑依旧坚挺，逢低坚定超配高景气赛道优质标的稀缺筹码。坚定看好军工板块的理由：①当前军工板块 PE 已由年初 98 倍降至 68 倍，其中新材料 PE 约 40-45 倍、军工电子约 35-40 倍，均处历史中低位；②从已披露业绩预告与核心企业的订单情况看，我们预计军工大部分公司 2021Q1 将延续高增长，当前时点配置优质个股的性价比提升。

回调即是上车机遇，长期逻辑依旧坚挺，逢低坚定超配高景气赛道优质标的稀缺筹码。1）本周军工板块表现依然弱势：03.22-03.26 上证综指涨 0.4%，军工指数跌 0.2%，跑输大盘 0.6 个百分点，排名 17/29；2）当前市场对军工板块的信心和关注度较年初急剧下降，但我们认为军工中长期逻辑并未被破坏，前期下跌主要是流动性收缩预期下风险偏好骤然下降所致。3）坚定看好军工板块的理由：①当前军工板块 PE 已由年初 98 倍降至 68 倍，其中新材料 PE 约 40-45 倍、军工电子约 35-40 倍，均处历史中低位；②从已披露业绩预告与核心企业的订单情况看，我们预计军工大部分公司 2021Q1 将延续高增长，当前时点配置优质个股的性价比提升。

核心逻辑①：装备升级驱动新机型、导弹等新型装备量产爬坡。1）关注航空产业链：据《World Airforces 2020》统计，2019 年我国军机数量虽位列世界第三但仅为美国的四分之一，且老旧二代战机占比高达 58%，四代机占比仅 1%，我们认为，未来军机升级换代有望提速；2）聚焦导弹放量：①战略储备催生导弹需求放量。导弹肩负实战与威慑两重作战使命，研制、列装并发展导弹装备已成大国刚需；②航空平台需装配先进导弹以形成实质战斗力。我国军机已全面进入“20”时代，未来新一代航空作战平台将迎来换装列装高峰以缩小和发达国家的差距，而与之配套的导弹装备也将迎来放量；③导弹作为一次性耗材，随着实战化训练推进和备战思维的演绎，其需求也将水涨船高，驶入发展快车道。

核心逻辑②：国产替代促使新材料、军工电子等高新技术领域打破国外封锁。1）“十四五”将是新型装备量产爬坡关键期，新材料与军工电子是装备实现升级换代的关键，相关产业将充分受益。2）现阶段高端电子元器件、高性能材料依旧面临被国外“卡脖子”局面，如国内规模超 2 万亿的电子元器件市场，其供给长期被美日韩垄断，我们判断未来国产替代势必提速，“军转民”将迎来历史契机；3）军工电子、新材料位于最上游，且下游几乎涵盖了军工全部核心领域，是军工产业风向标，订单与业绩将最先兑现。

投资主线与受益标的：估值并非我们挑选军工股的首要因素，我们更侧重从“景气度、确定性、赛道长期空间”三大维度寻找军工里的 Alpha 品种：1）军工新材料：中简科技(碳纤维)、西部超导(钛材+高温合金)、光威复材、菲利华；2）军工电子：元器件（宏达电子/火炬电子/鸿远电子）、连接器（航天电器/中航光电）、苏试试验（试验服务+半导体）等； 3）航空产业链：爱乐达、三角防务、航发动力、中航沈飞等。

风险提示：军工订单波动较大的风险；国防工业改革低于预期的风险。

报告速览

【纺织服装&教育】贝泰妮（300957.SZ）公司深度报告：国货之光，厚积薄发(汲肖飞)

贝泰妮专注皮肤学级护肤，旗下薇诺娜超越外资品牌成为份额第一品牌。公司成立于 2010 年，专注于皮肤学级护肤，旗下主品牌薇诺娜经过十余年的发展，在敏感肌修复领域脱颖而出，甩开国际品牌成为细分赛道龙头，截止 19 年市占率超过 20%。公司核心高管团队稳定且持有公司股权，其中实际控制人及一致行动人郭振

宇父子持有股比例为 30.7%，核心高管高绍阳与董俊姿持股比例分别为 6.1%、6.3%。截止 2019 年，公司收入 19.4 亿元，近三年复合增长 56%，归母净利润 4.1 亿元，近三年复合增长 64%，远好于行业的增长态势。

领先的研发创新能力与超前的用户数据布局助力薇诺娜快速成长，“获得顶尖医院专家认可+快速线上反应能力”具备高壁垒。薇诺娜近三年 50%以上的复合增长背后是高拉新、高复购率、高留存推动，以线上自营渠道为例：1）新客户数量 17-19 年复合增长 91%，远好于天猫平台的平均水平；2）薇诺娜近三年复购率约 35%，远好于国货龙头品牌 20%左右的水平；3）薇诺娜老客户沉淀良好，17-19 年老客户数量占比当年客户基数的 20%左右。产品品质获得专家认可及用户数据沉淀激发的营销敏锐度是快速发展的底层因素。一方面，公司研发创新实力强，严控供应链，产品通过医院临床验证，同时重视学术推广，获得专家认可，强化消费者心智；另一方面，公司成立之初重视线上自营，重视用户数据积累，同时拥有 50 人数据团队做媒介投放开发等数据系统，对用户变化敏锐程度高，营销反应速度快。

皮肤学级护肤品行业远高于美妆行业平均增速，高弹性品种成长空间大，下沉市场布局及品类产品延展贝泰妮有望获取更高份额。根据欧睿咨询，2019 年皮肤学级别护肤品市场规模 135 亿元，占比护肤品市场规模的 5.5%，14-19 年复合增长 24%，远高于美妆行业 10%增长。以专业敏感肌护理为例，未来具备 3 倍以上成长空间，其增长驱动力在于：1）不良生活习惯激发更多肌肤问题提升敏感肌人群；2）新营销助力消费者教育，提升选择专业敏感肌修复品牌的概率；3）周边产品丰富带来客单价提升。对标全球皮肤学护肤品细分赛道 10%的渗透率，中国市场正处于朝阳期。薇诺娜已成为细分赛道第一，占比超过 20%，高市占率下薇诺娜继续提升驱动力在于：1）增大线下用户广触点反哺线上，提升区域发展均衡性；2）扩充细分类目增大用户群体，新产品系列薇诺娜宝宝霜及薇诺娜光透皙白淡斑系列推广正当时。

盈利预测与投资评级：看好皮肤学级别细分赛道成长性，公司凭借差异化模式及良好的品牌沉淀有望获得更高市场份额。我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 39.5 亿元、56.5 亿元、76.4 亿元，归母净利润分别为 8.0 亿元、11.5 亿元、15.3 亿元，估值分别为 86 倍、60 倍、45 倍。截至 3 月 25 日，同业化妆品标的珀莱雅、功效性护肤品标的华熙生物、医美龙头标的爱美客 21 年估值分别为 53 倍、82 倍、121 倍，平均估值为 85 倍，公司所处的细分赛道景气度高，未来成长空间大，同时公司为细分市场绝对龙头，竞争优势明显，份额可进一步攀升，考虑到同业可比公司平均估值以及公司未来的高速增长，给予“买入评级”。

股价催化剂：1）新产品系列销售良好；2）新品研发进展超预期；3）线下渠道扩展好于预期。

风险因素：1）产品系列及品牌系列相对集中风险；2）外资品牌发力影响竞争格局；3）获客成本上升影响盈利水平。

【非银】招商证券（600999）公司点评报告：财富管理跨越式发展，ROE 行业领先(王舫朝)

事件：招商证券公布 2020 年年报，2020 年实现营收 242.78 亿元，同比+29.77%，归母净利润 94.92 亿元，同比+30.35 %。基本每股收益 1.06 元，同比+28.75%。

点评：

两融及客需业务驱动扩表加速，ROE 行业领先。公司于 2020 年 7、8 月完成了 A 股、H 股配股发行，募资金额 127.04 亿元和 24.07 亿港元，配股完成后公司总资产快速提升，报告期末公司总资产 4997.27 亿元，同比+31%，主要由融出资金和交易性金融资产增长驱动。公司交易性金融资产+25.66%至 1735.95 亿元，衍生金融工具名义本金 3652 亿元，同比+65.02%；两融余额同比+61.56%至 831.36 亿元，规模扩张明显，股质业务待购回规模与 2019 年末持平，买入返售金融资产减值准备同比+40%至 4.36 亿元，履约保障比例从 2019 年的 294%提升至 308.4%，计提更加充分、履约保障比例提升，资产质量夯实。剔除客户保证金的杠杆倍数从 2019 年的 3.77 提升至 3.93，与其他获得并表监管试点资格的券商相比，公司杠杆水平仍有较大提升空间。2020 年公司 ROE 同比提升 1.34 个百分点至 10.85 %领先行业。

“以客户为中心”财富管理生态圈见成效，代买卖收入行业第二。报告期内，公司线上线下营销服务能力提升，优化“智远一户通”APP，月均活跃用户同比增长 42%，公司代理买卖业务收入 67.20 亿元，同比+68.29%，市场份额从 4.26%提升至 4.85%，排名从第 7 名提升至第 2,名，同比+51.6 %，收入占比从 2019 年的 21.34%

提升至 27.67%。公司加强财富管理产品创设、团队建设，积极引导客户向“产品化”转型，根据客户资产量大小提供分级服务，根据客户分层依次推荐“公募优选”、“私募 50”产品，推出新客专享大礼包、双 11 财富嘉年华、大咖直播等营销活动，提升服务效率和客户粘性，升级财富管理计划服务，并打造微信小程序“招商证券财富+”等社交营销工具获客，全年新开户数同比增长 40%。财富管理客户数达 45.4 万户，同比+28.5%，管理客户资产 1.37 万亿元，同比+47.31%，代销各类金融产品规模 1.13 万亿元（含公/私募基金、公司集合资管计划产品、信托产品等），同比+34.79%，代销金融产品净收入同比增长 219%，行业排名从第八上升至第七位。

PB 业务继续保持竞争优势，量化交易量翻番。报告期内，公司加强深入研究和机构销售协同，服务银行及银行理财子、保险及保险资管、各类投资风格的公/私募基金等机构客户，并抓住公募基金权益产品业绩优异、基金“爆款”频出的市场契机，产品销售能力大幅提升，同时争揽落地券商结算模式产品，与多家基金公司建立转融业务合作。公司不断加大“Geetek 机构交易平台”的投入，全资产投资管理、极速交易及策略交易服务能力进一步增强，私募备案产品交易资产规模同比+72%，Geetek 机构客户交易量同比+114%。托管与外包业务方面，公司加强创新与金融科技应用，发布首支私募基金评价指数“招商证券私募基金指数”（CMSFI），更新业务模式与业务形态，同时加强风控、优化产品机构、主动压缩非标产品规模。2020 年末公司托管外包数量 2.63 万只、规模 2.87 万亿元，分别同比增长 27.58%、28.15%，私募基金托管产品数量市场份额 24.24%，保持行业绝对领先地位。

投行平台协同效果显现，再融资规模提升显著。公司通过“羚跃计划”为投行业务打造多渠道协同合作平台，为优质企业提供一站式综合金融服务，报告期末企业储备已过百家，年内拓展半导体、生物医药、农林牧渔、银行等行业客户，再融资承销规模提升明显。2020 年公司实现投行业务手续费净收入 21.46 亿元，同比+20.6%，IPO 项目 17 单，承销金额 142.66 亿元，排名行业第八；再融资项目 23 个，承销金额 397.52 亿元，同比+302.5%；债券承销 4125 亿元，与去年持平，其中信贷资产证券化业务 1317 亿元，连续六年行业第一。注册制下企业上市效率更高，公司在筛选项目能力、项目储备、项目质量管控方面优势明显，截至 2021 年 3 月 18 日，公司 IPO 项目储备项目 22 个，储备项目数量位居行业前十，再融资审核项目 14 家，行业排名第六，2021 年股权融资业务有望冲击行业前五，收入有望高速增长。

券商资管结构优化实力增强，一参一控基金公司收益贡献突出，行业去通道背景下，资管总规模降-1.69%至 5419.22 亿元，继续排名行业第四，其中降幅较多的是单一资管规模，同比-28.59%至 3475 亿元，集合资管方面积极推进大集合公募化改造，成功发行首只公募产品“智远成长”，在科创主体、固收+、定开债等产品创设方面实现突破，升级投研体系，助力客户资产稳健增值，私募主动管理资产月均规模 2760.25 亿元，同比增长 52.13%，行业排名从第四上升至第三位。公募基金方面，公司一参一控的招商基金（45%股权）和博时基金（持股 49%）对公司收益贡献突出，投资收益分别为 4.07 亿元和 6.11 亿元，博时基金管理规模 13194 亿元，同比+23.68%，招商基金管理规模 7843 亿元，同比+41.24%。

盈利预测与投资评级：公司在财富管理方面客户基础庞大，投研实力、系统建设、产品销售能力及资产配置能力在行业较为领先，财富管理市占率有望进一步提升；“羚跃计划”平台间协同效应刚显现，公司项目储备丰富，项目执行质量高，虽然监管 IPO 审核从严、全市场推行注册制可能赞缓，但从公司排队 IPO 的项目数量，我们仍然看好公司 2021 年投行业务发展。我们将 2021-2023 年净利润增速为 24.30%/23.60% /19.79%，对应 PB 1.34x/1.27x/1.21x。考虑到板块估值持续低位，下调目标价至 26.75 元，较当前股价有 34.68%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；股市大幅波动导致的自营业绩不及预期等。

【非银】华兴资本控股（1911.HK）公司点评报告：投资收益驱动业绩大增，ROE 稳步提升（王舫

朝）

事件：华兴资本发布 2020 年年报，2020 年录得总收入和净投资收益 27.3 亿元，同比+68.4%，净利润 10.38 亿元，同比+320.5%。年化 ROE18.8%，同比+13.9ppts。不含华兴证券业务 ROE 达 25.8%，同比+19.9ppts。

点评：

2020 年净利润同比大增 320.5%。华兴资本 2020 年总收入和净投资收益 27.3 亿元，同比+68.4%，净利润 10.38 亿元，同比+320.5%，主要因为投资管理业务收入和投行业务增长超预期。源于资金使用效率提升，集团年化 ROE 提高 13.9ppts 至 18.8%（1H20 为 15.3%）。

投资收益拉动投资管理业务收入高增，未实现净附带权益增长强劲。投资管理增长强劲，2020 实现收入和净投资收益 13.7 亿元，YoY +127.8%，在营收及净投资收益占比从 2019 年的 32%提升至 50%，成为第一大收入贡献。实现经营利润 9.5 亿元，YoY+218%，经营利润率同比提升 19.7pct 至 69.3%。投资管理收入主要源于自有资金投资自有管理私募基金和第三方基金收益大幅增长带来净投资收益同比增长 633.2%至 9.3 亿元（自有管理基金投资收益同比+990.6%至 8.1 亿元，第三方基金投资收益同比+139.4%至 1.3 亿元）。而管理费收入同比-3.2%，主要因为 2020 新认缴资本流入减缓。未实现净附带权益同比+673.6%至 10.9 亿元（1H20 为 1.84 亿元），下半年大增源于管理投资组合公司价值提升，推动累计未实现净附带权益 16 亿元。截至 2020 年底，AUM 较年初增长 67.8%达 574 亿元，认缴资本规模同比+5.7% 至 275 亿元，预计随着今明两年四期人民币和美元基金的募集，规模将增加 200 亿元。基金业绩表现较好，MOIC 平均达 3.1x，已完成投资的基金 IRR 平均为 45%。考虑到 1）公司投资管理业务业绩增长强劲为 AUM 扩容提供基础，将带来稳定的管理费收入，2）未来几年基金将迎来退出期，累计未实现附带权益收入也会逐渐释放，3）未来自有资金投资比例有望逐步加大，我们预计投资管理业务将保持强劲增长，有望增厚 ROE。

投行承销业务和二级市场分销表现亮眼。2020 年行业务收入 10 亿元，YoY+44%，收入占比从年初的 43%下降至 36.7%。经营利润 2.9 亿元，YoY+259%。经营利润率提升+17.3 至 28.9%。业绩表现主要由于 1）股票承销同比+477%，源于下半年 IPO 大单（在贝壳、京东健康 IPO 承担重要角色）增长拉动，2）股票销售、交易和经纪实现+52%，二级市场分销地位稳步提升。我们认为投行业务收入有望保持稳健增长，主要因为 1）2021 年初快手 IPO 有望继续贡献承销手续费，2）公司过去几年就加大对投行业务的整合，业务范围拓宽，同时加大人才投入，为客户提供更加全方位、覆盖全生命周期的解决方案，成效将逐步显现，3）目前人才投入和组织架构调整初具成果，未来 6-18 个月积累了丰富的项目储备。

华兴证券投资业绩驱动收入增长，未来资金回报率有望提升。华兴证券收入和净投资收益达 2.54 亿元，YoY -3%，经营亏损 7358 万元，净利润为-0.8 亿元，主要因为受疫情影响，股票承销收入同比-26.4%，而科创板跟投驱动投资收益同比+5.6%。公司自去年底正式获批自营和代销牌照后，资金回报率有望提升。未来华兴证券或将加大除现金管理类以外的资产投放，包括券商自主管理的资管产品、为新经济客户提供的结构化融资以及包括科创板和创业板跟投等在内的众多方向，进一步提升杠杆，提升 ROE 水平。投行业务方面，随着科创板和创业板注册制项目的逐步落地以及华兴证券加大承接集团项目在 A 股的落地，投行收入有望进一步提升。

财富管理稳步发展。2020 年新业务收入（财富管理+现金管理）实现收入和净投资收益达 1 亿元，同比+62.9%。财富管理业务稳步发展，客户开拓以及产品体系逐步建立，目前团队持续升级，且引入境内财富领军人才，为实现业务稳步扩张打下基础。截止 2021 年 3 月，累计存续 AUM 达 60 亿元，2021 年底目标 AUM100 亿元。财富管理将发挥内部协同优势，以另类投资和新经济投资为核心，依托集团港美股 IPO 以及华兴特色股权项目将为财富客户提供认购路径。目前主要覆盖超高净值人群个人资产配置以及新经济企业现金管理，未来或将进一步下沉财富人群。

盈利预测与投资评级：全年自有资金投资驱动投资管理业务取得较快发展。随着自有资金投资新经济基金比例的增加，未实现附带权益收入的释放，叠加优秀的业绩回报驱动 AUM 的稳步提升，带来管理费收入的增加，

投资管理收入有望持续增长；投行业务龙头地位显著，头部效应进一步提升，丰富的项目储备和人才架构有望为投行业务蓄力，并发挥引流作用；华兴证券在获得自营牌照后，将驱动资金回报率和 ROE 的提升。我们预计 2021-2023 年利润增速为 23.8%/28.1%/26.1%，对应 PE8x/6.3x/4.99x。通过分部估值法，得到 2021 年目标价 40.36 港元，维持“买入”评级。

风险因素：经济下行风险、中美贸易摩擦加剧、被投项目市值波动等

【化工】赛轮轮胎（601058）公司点评报告：非公开发行正式落地，管理改善助推 ROE 持续提升！（张燕生）

事件：北京时间 2021 年 3 月 26 日晚间，公司发布非公开发行股票发行结果暨股本变动的公告，本次非公开发行对象为袁仲雪和瑞元鼎实共 2 名特定投资者，袁仲雪系公司的实际控制人并担任公司的董事长、总裁职务，瑞元鼎实系袁仲雪控制的企业。公司本次发行新增的 408,971,322 股股份的登记托管及限售手续已于 2021 年 3 月 25 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完成，本次发行后，瑞元鼎实投资有限公司成为公司第一大股东。

点评：

实控人作为战略投资者参与定增，公司加速发展。2020 年 4 月 14 日，公司董事会审议通过了本次非公开发行议案、5 月 8 日股东大会审议通过。2021 年 2 月 22 日，中国证监会发行审核委员会审核通过了公司非公开发行股票的申请，2021 年 3 月 1 日，中国证监会出具《关于核准赛轮集团股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2021〕596 号）核准了本次发行。经历一年的时间，公司此次引进战略投资者的项目最终完成，这也是 2020 年 2 月 14 日证监会发布新的《再融资规则》之后获得审批通过并落地的首批项目。再融资新规出台后，证监会对于战略投资者的认证趋严，此次非公开发行的战略投资者袁仲雪为公司董事长、总裁、实控人，同时为享受国务院政府特殊津贴专家，在轮胎橡胶材料、轮胎制造设备方面都有着非常强的技术背景，一方面符合战略投资者身份，实至名归，另一方面，与公司的现有轮胎业务方面具有显著的协同效应。从过去的业绩看，2018 年 9 月任董事长、总裁后，公司经营取得了快速的进步，扣非归母净利润增速增速明显加快！

产品竞争力提升，ROE 彰显实力！2021 年以来，1 月 9 日，公司公告拟投资 30 亿元建设越南三期项目，越南三期包括半钢胎 300 万条/年，全钢胎 100 万条/年，非公路胎 5 万吨/年；2 月 2 日，公司公告拟增加投资实施潍坊高性能子午线轮胎技术升级改造项目，项目总投资 7.2 亿元，潍坊技改项目将具备年产 120 万套高性能全钢载重子午线轮胎和 600 万套高性能半钢子午线轮胎的生产能力；3 月 8 日，公司公告拟投资建设柬埔寨项目，项目投资 11.8 亿元，建设半钢子午线轮胎 500 万 条/年。在 3 个月的时间，公司公告投资建设项目 3 个，项目总投资达 49 亿元！但我们需要强调，公司的产能持续扩张，并不是简单复制和激进的扩张，公司的产能扩张是基于公司的产品力提升获得市场认可，尤其是在美国对东南亚双反落地后越南的成本优势凸显，公司的越南工厂订单供不应求的背景下的积极应对，从历史数据和公司新投建的工厂的测算来看，公司近几年新建的工厂 ROE 持续提升，说明了公司产品竞争力的提升和公司在袁仲雪回归后带来的管理提升下的盈利能力提升！

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别达到 173.81、209.92、234.75 亿元，同比增长 14.9%、21.57%、21.24%，归属母公司股东的净利润分别为 16.48、20.94、26.82 亿元，同比增长 37.85%、27.09%、28.07%，2020-2022 年摊薄 EPS 分别达到 0.61 元，0.79 元和 1.01 元。对应 2020 年的 PE 为 15 倍，给予“买入”评级。

风险因素： 1、新建产能投产不及预期 2、橡胶价格大幅波动的风险。

【电子】歌尔股份（002241）公司点评报告：2021 年有力开局，歌尔翻开新篇章(方竞)

事件：2021 年 3 月 26 日，歌尔股份发布 2020 年年报，公司实现营收 577.4 亿，同比增长 64.3%；归母净利润 28.5 亿，同比增长 122.4%。同时，公司公告 1Q21 业绩预告，单季度实现归母净利润 8.2 亿-9.7 亿，同比增长 180%-230%。

点评：

承上启下，2020 年顺利收官。公司 2020 年实现营业收入 577.4 亿元，同比增长 64.3%；公司实现归母净利润 28.5 亿，同比增长 122.4%。2020 年，公司毛利率显著上升，精密零组件、智能声学整机、智能硬件三大业务毛利率分别提升 1.0%、2.2%、1.3%。前期市场较为关心公司的存货情况，2020 年年报存货 91.7 亿，环比三季报下降 30.9 亿，恢复正常水平；同时公司的经营性净现金流有优异表现。

2021 年有力开局，歌尔翻开新篇章。公司预告 1Q21 实现归母净利润 8.2 亿-9.7 亿，同比增长 180%-230%。公司 1Q21 业绩高增主要源于虚拟现实产品、智能无线耳机产品收入增长，以及持有的 Kopin Corporation 权益性投资公允价值变动损益增加。具体来看：

VR 产品：自三季度 VR 大客户 O 客户新品发布以来，一直处于热销状态，圣诞期间的预定到货时间曾长达一个月，目前虽到货日期恢复正常，但仍限购 3 台。而且 O 客户的投入规模不断加大，其 2017 年员工数约为 1000 人，而目前员工数已经超过一万人，其重视程度可见一斑。此外，S 客户的游戏机开始世代升级，随着次时代游戏逐渐上架，待歌尔切入整机代工，结合多年的配件生产经验，协同效应显著。并且新世代游戏机销量越高，对明年 S 客户的 VR 新产品销售推动力越强。歌尔股份布局 VR 和游戏产品多年，作为行业龙头公司的重要合作伙伴，将持续受益于行业发展。智能无线耳机：春节以来，受 A 客户 TWS 耳机销量预期变动影响，公司股价出现了一定幅度的回调，我们认为悲观预期已经得到了充分反应。就 A 客户 TWS 耳机而言，A 客户此前在业绩说明会中表示将会进行库存调降，并且其 2 代 TWS 耳机发布已经 2 年，单代产品的生命周期已经十分绵长，随着 2H21 耳机新品的日益接近，2 代产品进入周期末尾，当前时点出货量放缓比较正常。2H21 新品发布后，可以期待下半年的销量复苏。虽然 A 客户 TWS 耳机总量预期有调降，但对于歌尔的 TWS 耳机业务而言，公司自 2H20 以来降噪款产线数量增加，产品结构在升级，份额在提升，2H21 新品的切入速度也更快，因此仍有望为公司带来正向贡献。此外，A 客户头戴式耳机和智能音响也有较强的潜力可供挖掘。

公允价值变动损益：Kopin 是一家主打微型显示和光学解决方案的公司。 2017 年 1 月，歌尔和 Kopin 公司签署了系列《战略合作协议》，同 Kopin 公司在 AR/VR、可穿戴领域展开合作；2017 年 2 月，歌尔投资 1.7 亿元获得 Kopin 公司 758.9 万股。Kopin 公司股价在 1Q21 有较好表现，假设以 8.84 美元/股（2021 年 3 月 26 日收盘价）和 2.43 美元/股（2020 年 12 月 31 日收盘价）计算，1Q21 影响歌尔的公允价值变动损益约为 4865 万美元。

声、光、电+精密制造，助力公司把握未来创新脉络。公司在声学、光学、MEMS 微电子等领域内构建了行业领先的精密制造能力，具有创新性的竞争优势。通过跨领域集成技术，垂直整合声学、光学、微电子、结构件等精密零组件，提供从 ID 设计、研发、测试到自动化生产“一站式”智能制造服务，助力公司把握未来创新脉络，将优质客户资源转化为公司持续快速发展的不竭动力。

盈利预测与投资评级：我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 42.1、 51.8、62.8 亿元，对应摊薄每股收益分别为 1.23 元、1.53 元、1.86 元。我们认为公司发展战略清晰，继续看好公司能够持续把握创新脉络，打造“零件+成品”的一站式精密制造平台型企业，维持对公司的“买入”评级。

风险因素：疫情反复；下游需求不及预期；市场竞争加剧。

【煤炭】兖州煤业（600188）公司点评报告：业绩分红超预期，内生外延有成长(左前明)

事件：3 月 26 日公司发布 2020 年报，报告期内公司实现营业收入 2149.92 亿元，同比增 0.14%；其中主营煤炭业务收入 694.47 亿元，同比增 8.89%。利润总额 92.54 亿元，同比降 43.38%；归母净利润 71.22 亿元，同比降 28.20%；扣非后归母净利润为 65.35 亿元，同比降 10.60%；基本每股收益 1.46 元，同比降 0.30 元。向股东派发 2020 年现金股利 0.6 元/股（含税），另派发特别现金股利 0.4 元/股（含税），合计 1 元/股（含税），对应 3 月 26 日收盘价的 A 股股息率 7.59%、H 股股息率 14.44%。

点评：

陕蒙基地产能利用率提升带动公司煤炭产量大增。公司 2020 年实现商品煤销量 14761.9 万吨，同比增 2203.0 万吨（17.54%）；其中自产商品煤销量 11277.6 万吨，同比增 791.6 万吨（7.55%）。山东本部销售商品煤 2823.7 万吨，同比降 180.9 万吨（-6.02%）；陕蒙基地（未来能源+鄂尔多斯能化+昊盛煤业）销售商品煤 3725.7 万吨，同比增 756.1 万吨（25.46%），澳洲基地（兖煤澳洲+兖煤国际）销售商品煤 4252.8 万吨，同比增 147.6 万吨（3.6%）。2020 年公司因石拉乌素煤矿和营盘壕煤矿产能利用率提升使得产量大增。

“疫情”冲击下，公司煤炭业务盈利能力整体下滑，陕蒙基地逆势提升。 2020 年公司自产商品煤平均售价 419.44 元/吨，同比降 84.77 元/吨（-16.81%），毛利率 47.14%，同比降 4.6 个 pct，实现毛利 222.98 亿元，占公司主营业务毛利的 78.46%。其中：山东本部商品煤平均售价 543.19 元/吨，同比降 88.38 元/吨（-13.99%），毛利率 54.18%，同比降 0.57 个 pct，实现毛利 83.10 亿元，占煤炭业务毛利的 32.47%。陕蒙基地商品煤平均售价 309.45 元/吨，同比降 5.98 元/吨（-1.90%），毛利率 61.95%，同比增 8.87 个 pct，实现毛利 71.42 亿元，占煤炭业务毛利的 27.9%。澳洲基地商品煤平均售价 406.23 元/吨，同比降 119.40 元/吨（-22.72%），毛利率 30.16%，同比降 19.35 个 pct，实现毛利 52.10 亿元，占煤炭业务毛利的 20.36%。受益产能利用率提升和盈利强劲的金鸡滩煤矿并表，2020 年陕蒙基地盈利能力逆势提升。

收购集团优质资产包，极大丰富公司化工品类，在产及在建化工产能超过 700 万吨，具有较强的盈利能力。2020 年底公司现金收购集团优质资产包交易后，化工品类在原有甲醇业务基础上，拓展了醋酸及脂、粗液体蜡、油品等产品。公司全年生产化工产品 457.7 万吨，同比增 18.6 万吨（4.24%）；其中甲醇产量 182.3 万吨，同比增 6.1 万吨（3.46%）；醋酸产量 107.2 万吨，同比增 3.9 万吨（3.78%）；粗液体蜡产量 41.3 万吨，同比降 1.6 万吨（-3.73%）。2020 年公司化工业务实现毛利 12.28 亿元，占公司主营业务毛利的 4.32%。其中甲醇单位毛利 212.00 元/吨，同比降 123.24 元/吨（-36.76%）；毛利率 16.24%，同比降 3.6 个 pct；贡献化工业务毛利的 32.19%。醋酸单位毛利 441.67 元/吨，同比降 277.71 元/吨（-38.60%）；毛利率 19.77%，同比降 8.93 个 pct；醋酸及脂贡献化工业务毛利的 37.34%。粗液体蜡单位毛利 446.68 元/吨，同比降 414.49 元/吨（-48.13%）；毛利率 12.58%，同比降 5.42 个 pct；贡献化工业务毛利的 15.06%。

公司 2020 年多项非主营业务对归母净利产生重大影响，对冲后影响较 小。2020 年公司以增资方式获得内蒙古矿业 51%的股权，一次性确认利得影响归母净利增加 4.41 亿元；此外 20 年公司增持莫拉本煤矿 10%的股权一次性确认利得影响归母净利增加 2.87 亿元，同时对原持有 85%的权益按公允价值重新计算后确认投资收益影响归母净利增加 21.50 亿元；此外公司 2020 年重新并表“沃特岗”公司，因其负债价值高于资产估值，产生一次性非现金损失影响归母净利减少 42.61 亿 元。此外，公司收购控股股东资产包 2020 年实现盈利 24.37 亿元，影响公司归母净利增加约 14.27 亿元。以上重大事项合计增加公司归母净利约 0.44 亿元，综合影响较小。

公司经营回现良好，偿债压力较小，2020 年分红率 77.13%，大超预期。2020 年公司实现经营性净现金流 222.33 亿元，净利润现金含量 312.2%，经营回现良好。2020 年公司现金利息保障倍数为 6.83 倍，现金到期债务比 51.89%，偿债压力较小。现金满足投资比率为 94.79%，经营获现覆盖资本开支和利息支出能力较强。此外经股东大会审议批准：公司 2020-2024 年度现金分红比例确定为：每年现金股利总额应占公司该年度扣除法定储备后净利润的约 50%且不低于 0.50 元/股，2020 年派息 1 元/股（0.6 元/股现金红利+0.4 元/股特别派息），对应 3 月 26 日收盘价的 A 股股息率 7.59%、H 股股息率 14.44%，处于两市最高水平序

列，煤炭公司最高水平。

量价齐升叠加成本管控，公司今年业绩更值期待，长期成长潜力大。 2021 年公司计划自产商品煤销量 1.15 亿吨，化工产品销量 592 万吨，分别同比 20 年增加约 220 万吨和 160 万吨。此外，我们预计 2021 年动力煤价中枢为 630 元/吨，显著高于 2020 年的 571 元/吨；同时国际油价中枢同比抬升确定性高，公司主营的煤炭、化工业务有望量价齐升。叠加公司在成本管控方面计划境内自产煤单位销售成本同口径降低 20 元/吨；主要化工产品单位销售成本同口径降低 100 元/吨。量价齐升叠加成本管控有望带动公司 2021 年业绩大幅上行。此外，公司体外集团层面仍有近 1 亿吨盈利强劲的优质煤炭产能，在集团提高资产证券化率的趋势下，公司持续外延式成长的潜力大。

盈利预测与投资评级：我们上调公司盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 110.61、125.89、133.24 亿元，三年业绩年化增速约 23%，EPS 分别为 2.27、2.58、2.73 元，对应 PE 分别为 6、5、5 倍 （2021 年 3 月 26 日收盘价），按 50%分红水平的 A 股股息率约 8.6%、 9.8%、10.4%。结合信达能源开采团队 3 月 2 日发布的公司深度报告《最具成长潜力的低估值能化龙头》，我们认为兖州煤业依然被严重低估，且看好公司内生外延的成长空间及降本增效落地，对应目标价为 20.2 元，维持公司“买入”评级。

股价催化剂：在建化工项目顺利投产；营盘壕煤矿证照办理进展顺利，万福煤矿顺利转产；国际煤价在油价带动下逐步提升（利好兖煤澳洲）；煤炭、原油、醋酸、甲醇、乙二醇等产品价格继续上涨或保持高位。

风险因素：“疫情”反复压制国内外经济复苏动力；在产或在建项目产能释放不及预期；安全生产事故风险；安全监管趋严限制煤矿生产。

【煤炭】中国神华（601088）公司点评报告：上调盈利预测，维持买入评级（左前明）

事件：3 月 27 日中国神华发布 2020 年度报告，报告期内，公司实现营业收入 2332.63 亿元，同比下降 3.6%；利润总额 626.62 亿元，同比下降 6.1%，归母净利润 391.70 亿元，同比下降 9.4%，扣除非经常性损益后的净利润 381.65 亿元，同比下降 7.2%；经营活动产生的现金流净额为 812.89 亿元，同比增加 28.8%；基本每股收益 1.97 元，同比下降 9.4%。

点评：

煤炭板块：2020 年量价双降导致营收表现不佳，但经营效率稳中有升。2020 年公司煤炭产量 2.92 亿吨（YOY3.1%），计划完成率 108.8%；煤炭销售量 4.46 亿吨（YOY-0.2%），计划完成率 110.8%；实现煤炭综合销售价格 410 元/吨，同比下降 3.8%，煤炭销售量、价格双降导致煤炭板块营业收入（1900.29 亿元）下降 3.7%；公司自产煤单位生产成本（119.2 元/吨），受井工矿掘进进尺增加导致相关成本增加及部分煤矿人工成本上涨的影响，同比增加 0.3%，但受益于外购煤销售量减少及单位采购成本下降，营业成本 1378.71 亿元，同比下降 4.2%；煤炭板块毛利率 27.4%，较 19 年增加 0.3 个百分点，基本维持稳定，煤炭板块在疫情影响下依然保持了较高的经营水平。展望 2021 年，经济不 断复苏带来下游需求持续向好，动力煤价格同比上涨概率大，煤炭板块营收规模有望创新高。

电力板块：发电量、售电量下滑明显，新增装机有望带动盈利恢复。中国神华全年实现发电量 136.33 十亿千瓦时、售电量 127.65 十亿千瓦时，同比分别下降 11.2%、11.4%，平均利用小时数 4403 小时，同比下降 3.7%，加权平均售电价格 334 元/兆瓦时，较去年小幅下降（338 元/兆瓦时）。受销售电量及平均售电价格同比下降影响，电力板块营业收入（494.86 亿元）同比下降 6.0%。同期，发电量下降导致燃煤耗用量减少以及燃煤单位采购成本下降影响，营业成本（360.12 亿元）同比下降 4.9%，电力板块整体毛利率水平同比下降 0.8 个百分点，达到 27.2%。2021 年，伴随锦界煤电一体化项目三期工程 5、6 号机组（1320 兆瓦）以及国华印尼爪哇二号机组（1050 兆瓦）的投产运行，公司电力板块的营收有望恢复增长。

运输及煤化工：港口板块提质增效，经营收益同比增加 5.5%。2020 年公司铁路、港口、航运、煤化工分别实

现营业收入 387.23、63.49、31.12、51.65 亿元，同比增加-2.5%、7.3%、-5.6%、-3.0%；毛利率分别为 58.2%、56.2%、12.4%、17.6%，同比下降 0.9、1.5、0.2、4.5 个百分点；经营收益 167.23、26.75、2.09、2.61 亿元，同比下滑 3.2%、增加 5.5%、下滑 9.9%、下滑 16.9%。报告期内，港口分部全力推进设备提能提效改造，装船效率持续提升。全年黄骅港、神华天津煤码头累计完成装船量 249.2 百万吨（2019 年：244.4 百万吨），同比增长 2.0%。同时，黄骅港 7 万吨双向航道工程完成通航安全论证等前期工作，散杂货泊位和油品码头工程稳步推进，港口能力有望稳步提升。

经营业绩下滑影响因素消退，公司盈利有望创出新高。2020 年业绩同比下滑 9.4%（40.8 亿元），除了疫情冲击之外，主要影响因素包括：1）会计谨慎性原则下，25%所得税冲击。《产业结构调整指导目录（2019 年本）》及原《西部地区鼓励类产业目录》中无相关煤炭子分公司适用的鼓励类产业，公司管理层据此判断自 2020 年 1 月 1 日至 2021 年 2 月 28 日相关煤炭子分公司适用 25%法定税率，不再适用西部大开发优惠税率，所得税费用影响金额大约为 25 亿元。该影响因素自 2021 年 3 月 1 日起基本消除。2）资产减值损失影响。主要对澳洲沃特马克项目和电力业务部分低效资产计提了资产减值准备，其中沃特马克煤矿项目建设进度不及预期，计提减值准备 8.41 亿元（无形资产 5.05 亿元、固定资产 2.62 亿元、在建工程 0.74 亿元）；神华准格尔能源有限公司关停发电机组和广东国华粤电台山发电有限公司相关资产累计计提减值准备 2.96 亿元。3）营业外支出影响。报告期内部分煤矿问题整改相关支出、固定资产报废损失和预计担保损失等，全年营业外支出金额 12.67 亿元，同比增加 211.3%。我们认为，以上影响因素均属于不可持续的短期影响，对盈利造成的不确定性风险已经大幅度降低，2021 年公司盈利有望创出新高。

盈利预测与投资评级：上调盈利预测，维持“买入”评级。考虑黄大铁路的投运以及锦界等电厂的建设完成，中国神华资本开支规模将维持在低位，公司高分红、现金牛属性有望不断强化（截至 2020 年货币资金 1274.57 亿元）。公司拟派发 2020 年度股息现金人民币 1.81 元/股（含税），为国际财务报告准则下归属所有者利润的 100.3%，为中国企业会计准则下归属股东净利润的 91.8%。依据最新收盘价（2021/3/26）测算，A 股股息率为 10%、H 股股息率高达 15%。预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 2590.48、2621.99、2652.23 亿元，实现归母净利润分别为 465.79、471.78、487.92 亿元，每股收益分别为 2.34、2.37、2.46 元（原 2021-2022 年预测 2.24、2.36 元/股，新增 2023 年预测值）。我们认为中国神华的特许经营属性使得经营业绩具备高确定性和强稳定性，以及一体化运营各版块成长性能够释放足够的向上业绩弹性，维持“买入”评级和目标价 29.03 元。

风险因素：煤矿产能释放受限、碳达峰与碳中和政策的不确定性、资本开支和现金分红风险、煤炭价格大幅下跌。

【通信】信达通信·产业追踪（6）：恒驰 H-SMART OS 智能网联系统助推产业发展(蒋颖)

【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）。

【云通信】5G 时代，企业数字化转型不断推进，我们认为，全球云通信行业、尤其是互联网云通信行业将长期保持高景气，产业链上下游公司均有望充分受益。建议关注：【腾讯控股】（旗下腾讯会议为国内视频会议龙头，腾讯云拥有丰富的基础网络资源和强大的平台和生态能力）、【亿联网络】（云端一体、软硬结合的企业通信龙头）、【视源股份】（液晶显示主控板卡和交互智能平板龙头）、【会畅通讯】（“云+端+行业”全产业链布局的优质云通信企业）、【梦网科技】（5G 消息优质企业）。

【云基建】Aspeed 月度营收数据回暖，释放复苏信号。从上游芯片端来看，从全球互联网企业服务器 BMC 管理芯片龙头 Aspeed 今年 2 月份数据来看，环比由负转正至 10.5%，同比由负转正至 3.7%，释放回暖和复苏信号；从云巨头资本开支来看，百度 2020 年 Q4 资本开支同比增长 146%，环比增长 45%，海外云巨头 2020 年 Q4 资本开支实现较大幅度提升，同比增长 54%，环比增长 21%，我们推测全球云产业链将在今年下半年迎来拐点。重点推荐：IDC【宝信软件】、【光环新网】；建议关注：【秦淮数据】、【奥飞数据】、【英维克】、【数据港】、【科华数据】、【万国数据】、【世纪互联】，交换机【紫光股份】、【星网锐捷】；光模块【中际旭创】、【新易盛】、【天孚通信】。

【智能控制器】智能控制器万亿市场规模，天花板足够高，成长性好，产业链东移利好国内龙头。我国智能控制器市场规模已超过 2 万亿元，增速超过 10%，受益于 5G 和物联网兴起，智能家居智能控制器等细分赛道有望迎来新的增长拐点。随工业控制智能化、网联化发展，智能控制器结构及功能逐步复杂化，带动智能控制器价格提升，细分行业随 5G+物联网兴起需求爆发将带动智能控制器量的提升。下游外包趋势、产业链向中国转移趋势、行业集中度逐步提高等趋势结合有望推动国内智能控制器龙头提速发展。建议关注：国内智能控制器龙头企业【和而泰】、【拓邦股份】。

板块走势：上周（3.22-3.26）通信（申万）指数本周上涨 0.25%，在 TMT 板块中排名第四，动态市盈率为 34.06，在 TMT 板块中市盈率最低。陆股通流入前五为工业富联（3092 万股）、新易盛（419 万股）、航天发展（391 万股）、东软载波（261 万股）、拓尔思（259 万股）；陆股通流出前五为立昂技术（-802 万股）、宝信软件（-581 万股）、二六三（-521 万股）、天融信（-464 万股）、*ST 华讯（-410 万股）。

重点公司：宝信软件、光环新网、腾讯控股、视源股份、亿联网络、和而泰、移远通信、广和通、中国移动、中兴通讯

风险提示：5G 建设不及预期、云计算发展不及预期、中美贸易摩擦、新冠疫情蔓延。

【非银】行业周报：关注风险出清后的券商股(王舫朝)

核心观点：我们认为全面注册制改革方向未变，当前处在控制资本市场容量、对上市公司质量提升环节，伴随科创板和创业板注册制中暴露出的问题得到解决，适合中长线资金入场的资本市场才可以形成。保险估值修复伴随利率上升继续进行，负债端开门红亮眼后需关注二季度负债端表现，长期仍看健康养老发展。需要重视券商板块，年初以来，压制券商板块的核心因素为各家纷纷计提减值准备，已有 17 家上市券商预计计提减值

230 亿元，利润占比 15%。考虑到基金抱团东财，配置传统券商比例低至 0.87%，当前估值 1.77x，历史 1/4 分位以下，且整体质押比例较 2018 年大幅下降，一旦风险出清，在业绩增速确定的情况下，反弹在即！保险利率上行预期仍在，关注二季度负债端表现，推荐关注：中信、招商、天风、太保、新华等。

市场回顾：本周主要指数上行，上证综指报 3418.33 点，+0.40%；深证指数报 13769.68 点，+1.20%；沪深 300 指数报 5037.99，+0.62%；创业板报 2745.40，+2.77%；中证综合债（净价）指数报 98.33，+13bp。沪深两市 A 股日均成交额 7469.46 亿元，环比-0.73%，两融余额 16484.86 亿元，较上周+0.01%。个股方面，券商：国联证券+19.91%，国金证券+8.89%，红塔证券+7.53%；保险：中国人寿+3.60%，新华保险+1.67%，中国人保+0.67%；多元金融：宝德股份+15.80%，易见股份+9.95%，民生控股+6.84%。

证券业观点：上市券商陆续公布 2020 年报，头部券商营收、净利润均有同比 30%左右的涨幅，各公司杠杆水平普遍提升较快，扩表提速；券商财富管理、投行、大资管等业务增长超预期，推动 ROE 上行，其中国泰君安、招商证券 ROE 提升较快，分别较 2019 年提升 1.67 个百分点至 8.22%、1.34 个百分点至 10.85%。财富管理转型方面，各公司加大金融科技投入、优化数字平台，重视培养投顾队伍、人数与质量均有提升，代销金融产品规模与收入提升迅速，中信证券同比+145%、华泰证券+188%、招商证券+219%、国泰君安+232%。受益于市场交投活跃、投资者风险偏好提升，行业代理买卖证券收入同比提升近 50%，行业利息净收入同比提升近 30%，其中招商证券两融业务增幅较为突出，利息收入同比+127%。投行业务方面，各家券商加速提升业务协同效率，以客户为中心为各类客户提供综合金融服务，高效服务实体经济的同时提升公司股债承销市占率。例如国君成立机构、个人、投资管理、国际业务协同事业部，将业务协同设为重要考核指标，由各业务板块主要负责人对业务协同指标负责，改革一年以来，各业务条线核心功能得到凸显，投行市占率突飞猛进；招商证券，则通过“羚跃计划”为投行打造多渠道协同合作平台，项目储备充足，有助于公司进一步争取市场份额。大资管业务方面，各公司券商资管业务条线结构优化、主动管理能力提升，通道业务继续大幅压缩，收入重回上升通道；得益于权益基金大爆发，各公司参股/控股基金公司收益贡献突出。财富管理、投行、大资管业务高速增长，有望继续推升行业 ROE。资本市场改革将加速推进，综合实力强的龙头券商将充分受益。股市扩容、上市公司质量提升、中长线资金的持续流入带来的增量资金直接利券商经纪、两融及衍生品业务发展，2021 年行业 ROE 有望大幅提升，继续看好券商板块。当前行业平均估值 PB 1.77 倍，处于历史 1/4 分位一下。建议关注：中信证券、招商证券、天风证券及第一创业。

保险业观点：1）新华和国寿公布 2020 年业绩。新华：整体表现超预期，NBV 降幅收窄至-6.1%，优于行业，主要因为新单保费大增 44%，但银保渠道较低 margin 和人力质态下滑导致 NBVM 下行 10.6ppts 至 19.7%。但 NBVM 边际上有所改善，主要因为下半年高 margin 健康险新单占首年保费比重较中期提升 7ppts 至 33.5%。投资收益率表现优于同业。当前股价对应 2021E 估值仅 0.57x。我们预计人力高增叠加未来产能改善将推升 NBV，低基数下有望迎来双位数较快增长。国寿：四季度表现略低于预期。NBV 增速-0.6%，领先行业，其中四季度表现较差导致 NBV 增速转负，而个险 NBV 增速+1.2%，NBVM 略降 1.5pct 至 47.9%，整体保持稳定，源于重振国寿推动公司价值创造能力提升，以及开门红新单增长较快。但源于去年高基数，今年 NBV 增速或慢于同业。保费业务结构改善，续期和首年期交占比均提升，特定保障型占首年期交提升 0.6ppts，且件均持续提升。代理人缩量提质，个险人力数量下降 14%至 137.8 万人，但质态进一步夯实，月均有效人力提升 9.7%。投资收益率保持稳健。当前股价对应 2021E 估值仅 0.75x。考虑到负债端在当前较差外部信用环境、低基数以及疫情后居民储蓄意识提升背景下年金险开门红超预期增长，同时重疾定义推出后产品保障更加齐全，价格下降有望推动保障型产品底部复苏；资产端，通胀预期下长端利率有望保持高位，增厚投资偏差，进一步提升 EV 贡献，推动估值修复。在 13 年费改带来的重疾红利逐步消失以及人口老龄化加剧的将来，我们认为未来医疗险和长久期养老年金将成为重要发展方向。去年底以来监管多次提出第三支柱养老保险加快建设，今年以来政策愈发频出。未来将建立以账户制为基础，个人自愿参加，国家财政从税收方面支持，资金形成市场化运营的个人养老金制度。对险企来说，同质化产品竞争背景下，未来将比拼差异化健康管理和养老服务。健康管理将保险服务从低频的住院报销向高频的健康管理和养老生态演变，提升用户对品牌的粘性，反哺保险主业的发展。个股来看，截止 3 月 26 日，上市险企 2021E PEV 位于 0.57x-0.94x，我们推荐负

债端复苏较快、大健康大养老产业布局完善的太保。

流动性观点：量方面，本周央行公开市场净回笼 0 亿元，其中逆回购投放 500 亿元，回笼 500 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。价方面，本周短端资金利率表现不一。R001 下行 35bp 至 1.81%，R007 上行 28bp 至 2.47%，DR007 上行 4bp 至 2.22%。SHIBOR 隔夜利率下行 37bp 至 1.76%。同业存单发行利率下行。1 年期国债收益率下行 2bp 至 2.61%，10 年期国债收益率下行 4bp 至 3.20%，期限利差缩小 2bp 至 0.59%。我们认为，三月以来高频小额逆回购投放显示流动性仍较为充裕。未来货币政策整体将延续稳健导向，更加灵活精准、合理适度，实现经济稳增长和防风险之间的平衡。而随着经济恢复的延续和通胀预期的升温，我们预期十年期国债收益率仍有提升空间。

多元金融观点：关注后续受益于拉动经济政策的信托、金控板块。

风险因素：新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，金融监管政策收紧，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、保险销售低于预期、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

【煤炭】行业周报：龙头分红超预期，关注景气上行趋势中核心资产配置机会(左前明)

安监加码，需求增加，产地煤价保持强势。截至 3 月 26 日，陕西榆林动力块煤（Q6000）坑口价 545.0 元/吨，周环比上涨 35.0 元/吨；大同南郊粘煤坑口价(含税)（Q5500）493.0 元/吨，周环比下跌 36.0 元/吨；内蒙古东胜大块精煤车板价（Q5500）432.0 元/吨，周环比上涨 11.0 元/吨。安全检查继续趋严，叠加煤管票因素的影响，部分煤矿停产，其余正常生产的煤矿基本保持出货顺畅，库存低位甚至零库存运行，煤价上涨。

港口吞、吐两旺，库存被动去化。本周秦皇岛港铁路到车 6700 车，周环比增加 2.27%；秦皇岛港口吞吐 64.3 万吨，周环比增加 34.24%。国内重要港口（秦皇岛、曹妃甸、国投京唐港）周内库存水平均值 1240.28 万吨，较上周的 1305.66 万吨下跌 65.38 万吨，周环比下跌 5.01%，库存被动去化。截至 3 月 26 日，环渤海地区四大港口（秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港、京唐港东港）的货船比（库存与船舶比）为 18.93，周环比上升 4.17。

可用天数回落，港口煤价重拾升势。截至 3 月 25 日，沿海八省区库存 2345.80 万吨，周环比减少 95.50 万吨（-3.91%），日耗 188.60 万吨/天，周环比增加 0.5 万吨/天（0.27%），可用天数 12.40 天，周环比下降 0.60 天。截至 3 月 26 日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)山西产平仓价 683.0 元/吨，周环比上涨 55 元/吨。国际煤价，截至 3 月 25 日，纽卡斯尔港动力煤现货价 104.05 美元/吨，较上周上涨 12.04 美元/吨。截止 3 月 26 日，动力煤期货活跃合约较上周同期上涨 26.0 元/吨至 698.0 元/吨，期货升水 15 元/吨。目前电厂绝对库存历史中低位，日耗快速回升至历史年份中高位，可用天数仅 12.40 天；高日耗低库存下下游采购积极性有望继续提升，带动煤价走强。

焦炭焦煤板块：焦炭第四轮下跌落地，截至 3 月 25 日，汾渭 CCI 吕梁准一级冶金焦报 1950 元/吨，周环比下降 200 元/吨。CCI 日照准一级冶金焦报 2020 元/吨，周环比下降 250 元/吨。焦炭高利润、高产量，焦炉开工率保持高位；唐山地区钢厂环保限产愈演愈烈，高炉开工率持续回落，且钢厂焦炭库存攀至高位后继续抬升，对焦炭市场形成较大利空。焦煤方面看好低硫主焦煤，截止 3 月 25 日，CCI 山西低硫指数 1486 元/吨，周环比持平，月环比下跌 27 元/吨；CCI 山西高硫指数 1097 元/吨，周环比持平，月环比下跌 78 元/吨；灵石肥煤指数报 1110 元/吨，周环比上涨 30 元/吨，月环比下跌 40 元/吨；CCI 临汾蒲县 1/3 焦煤指数报 1190 元/吨，周环比持平，月环比下跌 40 元/吨。焦炭价格回落，厂方采取低库存策略，采购炼焦配煤意愿下降，3 月底的焦炭去产能仍将压制焦煤需求。但目前澳煤进口依然受限，且山西开始持续到年底的安全大检查，焦煤供给端同比大概率收缩，伴随下半年新增焦炭产能投放带来需求好转，焦煤价格仍有上行空间。

我们认为，当前正处在煤炭经济新一轮周期上行的中期，基本面、政策面、公司面共振，现阶段配置煤炭板块正当时。供给方面，“十三五”期间表外产能合法化带来供给增量边际收敛；新建煤矿大型化、智能化、规范

化使得行业进入门槛明显提升，同时大型煤炭集团受制于财务负担和“双碳”目标下的转型述求，新建煤矿的能力和意愿明显收敛，未来供给端增量呈边际收缩态势。需求方面，开年社融数据及财政数据显示经济复苏动能良好，2021 年宏观政策的定调是“保持连续性、稳定性、可持续性”；财政政策的总基调是“更可持续”的积极财政要兼顾稳增长和防风险；21 年国内经济有望保持 6%以上的稳健增长；“十四五”期间在 GDP 保持年均 5%的增速下，充分考虑新能源替代，煤炭消费仍将有年均 4000 万吨以上的增量。因此，2021 煤炭供需同比趋紧，煤价中枢上移、企业盈利改善确定性高。中长期看，“双碳”目标下，供给或先于需求端反应，煤炭在“十四五”期间有望维持高景气度，资本市场预期过于悲观，存在修复空间。

本周中国神华、兖州煤业、淮北矿业披露 20 年年报，分红率分别为 90%、77%、42%，均超预期。行业高景气下，企业现金盈利能力强劲，同时资本开支收窄，富余现金流更大概率回报股东，改善投资者收益水平。综合以上，我们全面看多煤炭板块，继续推荐关注煤炭的历史性配置机遇。重点推荐 3 条投资主线：一是低估值高业绩弹性的能源化工龙头：兖州煤业；二是“剩者为王”的低估值、高股息动力煤龙头陕西煤业、中国神华；三是具备显著成长性的平煤股份、盘江股份、山西焦煤、淮北矿业。

风险因素：进口煤管控放松，安全生产事故；下游用能用电部门继续较大规模限产；宏观经济大幅失速下滑。

【机械】行业周报：如何看待轮胎模具行业空间和格局(罗政)

本周专题：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。

本周核心观点：(1) 全面把握高端制造、智能制造主题，围绕工业装备数字化、工业互联自动化的大方向优选标的。重点推荐工业机器人国产龙头品牌埃斯顿、工业控制装置优势品种川仪股份，激光产业用控制系统柏楚电子、激光器龙头锐科激光等，重点关注 DCS 龙头并切入工业软件体系的中控技术、关注工业自动化链条上优质标的埃夫特、汇川技术、绿的谐波等；(2) 把握“碳达峰，碳中和”主线，光伏设备领域，工艺迭代呈现加速趋势，高成长的贝塔叠加工艺更迭带动的设备更替需求，捷佳伟创等公司持续推荐；锂电设备处在行业扩容的大赛道上，行业景气度抬升，设备公司具备贝塔属性，持续关注克来机电、先导智能等；核电领域，我们坚定认为核电是实现碳中和不可或缺的环节，重点推荐江苏神通、中密控股；(3) 低估值二线龙头迎来价值再发现，重点推荐板式家具设备龙头弘亚数控，防爆电器龙头华荣股份，电驱减速箱齿轮龙头双环传动，消防报警系统龙头青鸟消防等；(4) 考虑细分赛道上的长期稳定性和成长性，继续重点推荐广电计量，斯莱克，关注华测检测、安车检测、捷昌驱动、安徽合力等。

行业动态综述。工程机械方面，CME 预估 2021 年 3 月挖掘机（含出口）销量 72000 台左右，同比增速 45.73%左右。景气延续，建议重点关注；油气方面，国际油价回升至相对高位，油气勘探开发有望逐步回暖，管网加速建设的大逻辑正逐步兑现，建议重点关注油气装备行业；光伏方面，光伏产业链迎来涨价，行业景气度持续提升，中游供应商扩产意愿不断增强，设备厂商率先受益。锂电方面，全球电动化趋势明确，动力电池厂商扩产积极性稳步提升，龙头设备企业有望充分受益。机器人方面，2021 年 1-2 月我国工业机器人累计产量同比增长 117.6%；汽车和 3C 需求开始回暖，此外，大基建和新基建加速，轨道交通、航空航天、医疗器械、工程机械等高端细分市场给机器人行业带来了不少新订单。

风险因素：全球疫情加速扩散，海外复工复产之后需求提振低于预期，国内后续经济增长乏力。

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
碳达峰碳中和再生铝发展良机	金属&新材料	3 月 22 日（周一）	
【信达电新	当升科技】年度业绩说明会	电新	3 月 23 日（周二）	
【信达电新	孚能科技】客户召回汽车相关公告交流	电新	3 月 23 日（周二）	
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	3 月 24 日（周三）	
供需、资金、政治、油价深 V 反转？--原油专家电话会议	石化	3 月 24 日（周三）	
信达 TMT 每周谈电话会	电子/计算机/通信/传媒	3 月 28 日（周日）	请联系对口销售
兖州煤业 2020 年业绩说明会	煤炭	3 月 29 日（周一）	请联系对口销售
【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）	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

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。