东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 29 日

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

宏观策略

宏观点评：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》

拜登即将于 3 月 31 日前往匹兹堡——其竞选活动启动之地，开始兜售其基建计划。与前总统特朗普的策略不同，拜登的基建计划为一系列长期投资计划，其中研发投入旨在提高美国的核心竞争力，作为优先事项，得到了两党两院的拥护。涉及研发投入的《无尽前沿法案》（The Endless Frontier Act，EFA），已经被上升到了国家安全的高度。我们预计 EFA 作为基建计划中极具战略性的一部分，落地可能快于预期。

宏观点评：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？

我们认为第二季度美元依旧将保持强势，但美债收益率上涨动力将阶段性减弱，大概率陷入震荡，等待美联储 6 月进一步释放货币政策的明确信号。

宏观专题报告：大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示

比较历史三轮大宗繁荣与当前这一轮（2020 年 4 月至今）上涨，我们认为当前这一轮上涨与第二轮（2009-2011 年）的相似性最高，即兼具政策与基本面的驱动。由于全球央行的大放水，当前这轮大宗商品上涨受到流动性的驱动；而后续随着国内宽松政策的退出，这一轮上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。与此同时，叠加供给端全球铜及石油行业 CAPEX 处于历史较低的水平来看，我们认为此轮大宗上涨并未结束，仍具备一定空间和持续性。

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。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——工业企业利润对 A 股盈利的前瞻判断

工业企业利润与全 A 非金融部门整体相关性较高。
中下游行业工业企业利润参考意义较强。
上游行业工业企业利润参考性相对偏低。
行业指数走势的拐点一般领先于盈利。

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。

固收周报：周观：央行一季度例会，美债期限利差复盘（2021 年第 10 期）

中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会于 3 月 24 日在北京召开，与上一次例会相比出现怎样的变化：中国人民银行官网披露的货币政策委员会例会内容可大致分为国内外金融形势、货币政策、信贷政策、利率、汇率五个部分，如下表所示。主要表述变化有三点：（1）与上次例会相比，增加“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”内容。这一判断与公布的 1-2 月进出口数据和经济数据相吻合，进出口数据在剔除“基数幻觉”后仍然超预期，表明进出口逻辑或从“供需错配”向“复苏共振”逻辑转换。

固收点评：温氏转债：拓展畜禽养殖一体化项目

公司发挥产业合作分工优势，打造全产业链格局。“公司+家庭农场”模式使公司有效整合资本、土地、劳动力等资源以达到规模扩张。公司以华农温氏 1 号猪和温氏 WS501 为主要经营品种，以天露黑猪为特色经营品种，目前在国内养猪业占较大份额。除了养殖业务外，公司实现了“农牧设备制造-生物制药-畜禽养殖-食品加工和销售”的全产业链，参与从农场到餐桌的每一步。

金工专题报告：碳减排奏响主旋律，环保赛道再迎峥嵘

汇添富中证环境治理基金（501030.OF）是汇添富基金管理公司旗下一款被动指数型基金产品，基金经理为赖中立先生。1）超额收益分布右偏，短期收益表现亮眼。自上市以来基金月度超额收益整体密度上呈现右偏分布，表明可能获得较大的超额收益。2）跟踪能力强，指数偏离度小。2017 年以来基金年化跟踪误差保持在 4%水平以下，超越 99%的同类 LOF 基金，跟踪能力较强且长期持续性较好。3）积极参与打新，打新收益丰厚。自 2017 年以来，基金各年打新分别贡献了 0.65%、0.59%、1.84%、5.22%的收益

行业

计算机应用行业：部分网安公司招标统计，Q1 订单同比高增长

本周网安板块反弹力度加强，绿盟科技、深信服、启明星辰等公司表现亮眼。十四五规划把科技创新提到前所未有的高度，中美博弈亦有愈演愈烈之势，同时科技股前期回调幅度较大，市场有望提升对科技板块的关注程度。随着远端利率的上行和市场风险偏好的降低，目前估值体系正逐渐从 DCF 向 PE/PEG 切换，当前位置首推基本面拐点最大、业绩持续兑现的信创，其次是景气度高、估值便宜的网络安全。

化工行业 2021 年 3 月第四周周报：业绩驱动股价上涨，继续推荐顺周期化工板块

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股荣盛石化、万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和奥福

环保。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

电气设备新能源行业周报：锂电龙头产销两旺 Q1 超预期，光伏减产观望持续

电气设备 7925 上涨 0.61%，表现强于大盘。风电涨 3.78%，发电及电网涨 2.08%，发电设备涨 2.01%，工控自动化涨 1.6%，光伏涨 1.3%，新能源汽车跌 0.13%，锂电池跌 0.3%，核电跌 0.97%。涨幅前五为龙源技术、安科瑞、ST 天成、ST 惠程、经纬辉开；跌幅前五为航天机电、中能电气、新宏泰、首航节能、好利来行业层面：电动车：宁德时代入股时代永福科技持股 60%，入股富临精工子公司，加码磷酸铁锂布局

通信行业跟踪周报：本周专题：中国移动年报业绩向好，政策支持下智慧交通持续发力

中国移动发展态势向好，盈利能力企稳回升；智能网联汽车政策向好，互联网巨头引领行业；我国智能网联汽车产业发展迅速，市场空间将持续扩张，建议关注车联网赛道相关优质标的。

汽车行业周报：3 月累计批发同比 2019 年-2%，优中选优

优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：长城（A+H）+吉利（H）。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：福耀玻璃+星宇股份+拓普集团+中国汽研+德赛西威+华阳集团

有色金属行业跟踪周报：碳中和背景下首推基本金属

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 0.62%。有色金属（申万）指数下跌 4.26%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-6.44%、-7.91%、-4.41%、-6.20%、-3.45%和-1.55%。个股涨幅前五的公司为*ST 利源、章源钨业、ST 金泰、建龙微纳、格林美。

钢铁：供需缺口扩大，钢价盈利创新高

行业观点：旺季来临，减产效果出现。近几周钢厂开工率小幅回落，产量基本平稳，但于此同时钢铁需求进入传统旺季，从我们跟踪的高频数据来看，今年钢铁旺季需求表现符合正常季节性。总体上，钢铁出现较大的供需缺口为大概率事件，因此现货涨价为预期之内。跟踪的现货毛利快速扩张，特别是即时毛利，已经达到 1000 元/吨左右。

商业贸易行业跟踪周报：“新疆棉”事件激发消费情怀，国货服装品牌崛起迎重要契机

保卫新疆棉花，国货崛起迎重要契机。新疆棉花品质优良，外国品牌对新疆棉花的抵制是无理的。国货服装品牌凭借较高的品质和性价比逐步得到消费者的认可，此次“新疆棉”事件激发国民爱国情怀，推动国货品牌崛起，建议关注安踏体育、李宁、太平鸟、森马服饰等品牌服饰龙头。

建议关注：京东集团，阿里巴巴，拼多多，安踏体育，李宁，森马服饰，太平鸟等。

商业贸易行业周报（2021 年第 12 期）：K12 线上线下教培监

管加码

本次整顿主要针对 K12（尤其是义务教育阶段）培训机构，对高教类公司，K12 学校类公司，以及职业教育公司影响不大。建议关注：高校公司（中教控股、希望教育等）；职业教育机构（中公教育、中国东方教育等）；K12 学校公司（天立教育等）。

机械设备行业跟踪周报：建议关注 Q1 有望超预期的机床、工程机械板块，估值回落的新能源设备板块

【机床行业】制造业复苏背景下产业链需求旺盛，建议关注国产机床和刀具龙头

【工程机械】3 月挖机销量维持高增长基调，建议积极配置低波动周期中的强 α

【锂电设备】电动车销量阶段性平淡不影响长期趋势，全球拥抱电动化利好设备商

推荐个股及其他点评

歌尔股份（002241）：2020 年年报点评：

2020 年全年业绩增速亮眼，2021Q1 高增长持续：公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 577.4 亿元，同比增长 64.3%；归母净利润 28.5 亿元，同比增长 122.4%。

美团点评-W（03690）：2020Q4 财报点评：主业重回高速增长，美团优选重金投入带来战略亏损

公司在美团买菜业务上大规模投入，对盈利造成的影响超出预期，我们将 2021-2022 年的收入水平由 1566/2013 亿元调高至 1758/2336 亿元，预计 2023 年的收入为 3003 亿元，同比增长 53.1%/32.9%/28.6%；下调 2021-2022 年 EPS，由 2.21/4.28 元调至-2.4/-0.9 元，预计 2023 年 EPS 为 0.5 元，对应 PE 分别为-127/-354/591 倍。美团优选虽短期影响公司盈利能力，但有助于公司深度下沉乡镇等原来难以渗入的地区，加强自身竞争优势的同时，提升获客效率，我们维持公司“买入”评级。（港币/人民币=0.85）

科达利（002850）：2020 年报及 2021Q1 预告点评：经营情况持续向好，Q1 业绩亮眼

2020 年归母净利润 1.79 亿元，同比下降 24.7%，符合市场预期。2020 年公司营收 19.85 亿元，同比下降 11%；2020 年归母净利润 1.79 亿元，同比下降 24.7%，扣非净利润 1.62 亿元，同比下滑 27.7%，非经常损益中主要为 0.2 亿元的政府补贴，符合市场预期。盈利能力方面，毛利率 28.16%，同比增加 0.03pct，净利率为 8.93%，同比下降 1.45pct，下半年盈利能力提升明显。

建设银行（601939）：2020 年年报点评：普惠金融标杆，核心负债优势鲜明

事件：建设银行2020年营业收入7558.58亿元，同比增长7.1%；归属于本行股东净利润 2710.50 亿元，同比增长 1.6%，对应 EPS 为 1.06 元/股。期末总资产 28.13 万亿元，较期初增长 10.6%；归属于本行普通股股东净资产为 2.26 万亿，较期初增长 8.02%，对应 BVPS 为 9.06 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标，因此建设银行盈利增速转正符合我们预期。

三峡水利（600116）2020 年报点评：战略规划指明方向，业

绩增长逐步兑现

短期来看：业绩高增长符合预期，我们预计 2021 年有更亮眼表现。

中期来看：公司十四五战略规划落地，配售电+综合能源服务+新能源发展路径清晰。围绕三大业务：配售电、综合能源服务、新能源，和四大产业发展平台：长兴电力为市场化配售电平台、综合能源公司、新能源开发运营平台、创新研究平台，公司预计到 2025 年，销售电量将超过 1000 亿千瓦时，其中市场化售电量超 800 亿千瓦时，总资产超过 320 亿元，营业收入超过 150 亿元，4 年收入复合增速为 8.81%。

工商银行（601398）：2020 年年报点评：利润正增，分红稳定，逾期“双降”

展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行的净息差有望企稳，资产质量趋势改善，而当前估值仍接近历史底部，我们坚定看好估值回升。预计工商银行 2021、2022 年盈利增速分别为 7.1%、5.5%，目前 A 股/H 股估值对应 0.65/0.59x2021PB、5.7/5.2x2021PE，静态股息率 4.97%/5.50%，维持“买入”评级。

中国人寿（601628）：2020 年报点评：NBV 增速领先行业，“重振国寿”稳中有进

短期行业人力规模、新业务价值的修复仍需时间，我们维持公司 2021-2022 年新业务价值预测 542.4/600.5 亿元，对应 2021-2022 年 VNPS 为 1.92、2.12 元。随利率的企稳回升与疫情影响的出清，中长期行业资产、负债两端有望迎来趋势性改善。公司“鼎新工程”的深入推进将继续驱动公司实现规模与价值的共振，我们预计 2023 年公司新业务价值 662.5 亿元，对应 23 年 VNPS 2.34 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV 0.76/0.67/0.59 倍，维持“买入”评级。

广汽集团（601238）：2020 年年报点评：Q4 受减值计提影响，利润环比-64%

我们预计随广汽传祺+广汽埃安新车型上市持续放量，日系车型周期向上，有望持续改善。但鉴于行业芯片短缺影响持续及原材料价格不断上涨的影响，我们下调广汽盈利预测，2021-2022 年归母净利润由之前的 95/114 亿元下调为 70/90 亿元，2023 年归母净利润为 106 亿元；对应 2021-2023 年 EPS 为 0.67/0.87/1.02 元，PE 为 15.59/12.07/10.28 倍。调整广汽集团为“增持”评级。

上汽集团（600104）：2020 年年报点评：Q4 净利润同比-21%，出口业务表现较好

我们预计随公司智己+新 R 标高端智能电动品牌打开新能源市场，并不断开拓海外市场，上汽大众及通用有望见底企稳。但鉴于行业芯片短缺影响持续及原材料价格不断上涨的影响，我们下调上汽 2021-2022 年盈利预测，归母净利润由 236/257 亿元下调至 210/231 亿元，对应 EPS 为 1.80/1.98 元。2023 年对应归母净利润和 EPS 分别为对应 251 亿元和 2.15 元，2021-2023 年 PE 分别为 11.17/10.15/9.36 倍。调整上汽集团为“增持”评级。

用友网络（600588）：2020 年年报点评：业绩符合预期，云转型硕果累累

事件：用友发布 2020 年度报告，全年实现营业收入 85.25 亿

元，同比增长 0.2%；扣非后归母净利润 9.04 亿元，同比增长 33.5%，符合我们预期。

农夫山泉（09633）2020 年业绩点评：受益 PET 价格下行，全年盈利超预期

尽管暑期旺季受水灾影响，20H2 收入同比下降幅度收窄。受益 PET 材料价格下降，利润率显著提升。分产品来看，饮用水需求韧性依旧，而功能饮料等具有场景化消费特点的饮料产品受疫情冲击更严重。营销持续发力，立体化多元品牌形象不断加深。

中公教育（002607）：2020 年业绩预告点评：疫情影响或基本得到消化，中长期依旧前景乐观

由于疫情的短期影响，我们将 2020-2022 年 EPS 从 0.42/0.57/0.74 元下调至 0.39/0.54/0.72 元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 73/53/40 倍，考虑到疫情影响已经基本得到消化，以及市场格局进一步得到改善，我们看好公司在 2021 年经营得到恢复，维持公司“买入”评级。

鸿远电子（603267）：2020 年年报点评：自产与代理业务快速发展，有望持续受益于军工高景气

我们维持 2021-2022 年净利润预测 7.04/9.71 亿元，预计 2023 年净利润 13.13 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 3.04/4.20/5.67 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 41/30/22 倍，维持“买入”评级。

新宙邦（300037）：年报点评：多点开花，Q1 业绩亮眼

2020 年归母净利润 5.18 亿元，同增 59.3%，符合预期；公司营收 29.61 亿元，同增 27.4%；扣非净利润 4.81 亿元，同增 57.3%，主要为 0.26 亿元的政府补助；20 年毛利率为 36%，同增 0.37pct，受部分销售费用调入营业成本影响；净利率为 17.69%，同增 3.52pct。

中国东方教育（00667）：2020 年报点评：疫情下收入-6.6%，经调整净利-44.4%，期待职教龙头疫情后全面恢复

盈利预测与投资评级：公司是我国职教龙头，有较强的品牌认知度，渠道优势和规模化管理经验，20 年因疫情影响令业绩承压，但从 20H2 开始已逐步恢复，实现了下半年收入正增长，未来或受益于长期课程占比的提升以及新教学板块和业务拓展带来的增量。但仍考虑到 20 年所受影响依然存在，我们将公司 21-22 年归母净利润从 12.7/14.7 亿元下调至 10.1/11.8 亿元，预计 23 年净利润 13.3 亿元，同比+294%/16.5%/12.7%，最新收盘价对应 21-23 财年 PE 分别为 28/24/22 倍，维持“买入”评级。

福斯特（603806）：2020 年年报点评：Q4 光伏胶膜毛利率超预期，新材料量利双升

20 年归母净利润同增 63.5%，扣非归母净利润同增 87.7%，超预期：20 年公司实现营收 83.9 亿元，同增 31.6%，归母净利润 15.7 亿元，同增 63.5%，扣非归母净利润 15.2 亿元，同增 87.7%。其中 Q4 收入 29.2 亿元，同增 63.6%，环增 39.7%；归母 6.9 亿元，同增 90.3%，环增 67.1%。整体业绩超预期，主要原因在于胶膜业务毛利率超预期。

宏观策略

宏观点评：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》

拜登即将于 3 月 31 日前往匹兹堡——其竞选活动启动之地，开始兜售其基建计划。与前总统特朗普的策略不同，拜登的基建计划为一系列长期投资计划，其中研发投入旨在提高美国的核心竞争力，作为优先事项，得到了两党两院的拥护。涉及研发投入的《无尽前沿法案》（The Endless Frontier Act，EFA），已经被上升到了国家安全的高度。我们预计 EFA 作为基建计划中极具战略性的一部分，落地可能快于预期。

EFA 的背景：二战结束后，美国一度成为公认的全球科技创新领导者。然而近年来，美国的领先地位不断地受到来自中国的挑战，在当前中美科技竞争火热化的阶段，提高美国核心竞争力刻不容缓，EFA 旨在重振美国在科技创新领域的地位，因此受到了广泛关注。

美国公共研发投入不足：60 年代至今，美国公共研发投资占 GDP 的比例已经从 2%跌至不足 0.6%。虽然私人部门的研发投资弥补了政府研发投资的下降，使得美国研发投资总额占 GDP 的比重变动不大，但是由于公共研发投资的回报率要远高于私人部门的研发（>2x）并且存在更强大的正面外部效应，美国当前公共研发投入显然是不够的，也要落后于主要竞争对手——中国。

EFA 提案全文中，与竞争相关的词汇出现频次超过 30 次。提案更是指出，美国的全球竞争对手赶超美国只是时间问题，在关键技术（如人工智能、量子计算、先进通信和先进制造业）的竞争中获胜的国家将成为未来的超级大国。

EFA 的核心在于对美国国家科学基金会（NSF）的改造和扩大（表 1）：

将“科技（Technology）”加入命名。NSF 将更名为 NSTF（National Science and Technology Foundation），即国家科学和技术基金会。

组织结构的调整。NSTF 将新增一名副主任，负责监督新成立的科技董事会，并执行为基础研究提供资金的任务，上述研究涉及存在公认的全球科技挑战的、对美国具有地缘战略意义的领域（表 2）。此外，为新成立的科技董事会设立新的顾问委员会。

资金授权：为新董事会在五年内提供 1,000 亿美元，以重振美国在关键技术的探索和应用方面的领导地位；在五年内提供 100 亿美元的再授权，以供商务部指定至少 10 个区域科技中心。

EFA 的意义已上升至国家安全领域，并最有可能被签署成法：

参议院多数党领袖舒默曾表示：“新冠疫情表明了美国与世界其他地区之间的科技差距正在迅速缩小，这威胁到我们的长期健康、经济竞争力和国家安全”、“为了确保我们的优势，我们将科学研究视为国家安全的优先事项，并提供大量新的投资以资助关键的研究和开发，在全美各区域建设未来的产业。”共和党参议员托德？杨认为中国的影响力在疫情期间有所扩大。美国的历史上充满了大胆的尝试和精确计划的投资，充分发挥了公共和私营部门的合作，疫情后美国应该采取主动措施，而 EFA 可以帮助美国回归领导地位。

在加大研发投入方面存在三个法案，但唯独 EFA 获得了两党及两院支

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持，预计通过的概率最大。《21 世纪就业计划》（21 Century Jobs Package）由众议员罗·卡纳提出，规模更大（10 年内拨款 1 万亿美元），但未获得两党及两院支持；《创新中心加速法案》（Innovation Centers Acceleration Act），仅由参议院民主党议员发起，提议在 10 年内投入 800 亿美元。

风险提示：中美冲突升级，地缘政治风险加剧

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

宏观点评：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？

谁能阻挡美债收益上涨？今年以来美债收益率上涨迅猛，上涨的逻辑也非常明确，经济上，美国经济强势复苏、通胀（预期）升温；政策上，美联储尽管一再重申保持宽松，但是部分疫情时期的特殊政策退出，依旧给市场造成不小冲击，比如即将在 3 月底到期的 SLR（补充杠杆率）豁免政策（可能导致部分银行减少美债仓位）。但我们不能忽视本轮经济复苏和市场逻辑切换的速度都十分迅速（图 1），当一项主流交易火热了 2 个月，我们就应该去思索背后的“负反馈”机制可能在哪？近期需求拖累下的原油和投机过热降温的铜价都是很好的例证，那么谁能成为阻挡美债收益率的继续大幅上涨？

宏观层面，通胀预期而不是通胀才支撑美债收益率的重要因素。尽管市场相信通胀今年会显著上涨，但是支撑长端美债收益率的因素是通胀预期而不是通胀本身。从历史上看，美国经济走出衰退、通胀显著回升的阶段长端国债收益率往往震荡或者下跌。而当前通胀曲线倒挂的形态来看，市场依旧认为偏高的通胀是“暂时性”的（图 2 和图 3）。

政策层面，目前市场如何定价美联储的货币政策？3 月议息会议后对美联储加息担忧降温，但 Taper（缩减资产购买）的阴影依旧笼罩着市场。当前的美债市场定价了怎样的预期？根据纽约联储针对一级交易商和市场参与者的调查显示，市场已经预期明年第一季度美联储将缩减资产购买规模（图 4）。考虑到年内美联储配合拜登政府财政计划的必要，我们认为这一预期是合理的。在美联储没有进一步表态紧缩前，美债收益率在政策面的驱动力是明显减弱的，参照 2013 年市场也不应过早对 Taper 进行定价（图 5）。

中观层面，美债收益对于海外投资者的吸引力在上升。日本机构投资者一直是海外购买美债的主要力量。不过由于财年临近结束（每年 3 月结束），为了避免财报恶化，日本机构投资近期抛售美债加剧了美债收益率的上涨。从美国和日本的利差来看，经汇率对冲的 10 年期国债利差达到 2014 年末以来的高点（图 6）。随着股市进入震荡期，4 月新财年开启下的日本机构再配置需求，将成为美债收益率阶段性降温重要因素。

资产层面，美元和美债同时上涨与全球经济复苏的逻辑并不相符。美元是全球经济和市场的风险因子。从历史上看美债、美元的同步显著上涨往往会造成新兴市场经济体和风险资产的压力上升，比较典型的是 1980 年初和 1998 至 2002 年的拉美债务危机，2018 年全球经济放缓、风险资产下挫，最近土耳其和巴西被迫加息也是这一压力的体现。值得注意的是当美元和美债收益率一齐上涨时，往往是美债收益率先见顶回落（图 7）。综合以上考虑以及全球疫苗的进展，我们认为第二季度美元依旧将保持强势，但美债收益率上涨动力将阶段性减弱，大概率陷入震荡，等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

待美联储 6 月进一步释放货币政策的明确信号。

风险提示：美国经济复苏过快，经济过热导致美联储年内提前缩减资产购买规模。地缘政治形势超预期恶化，导致市场避险情绪升温。欧洲等主要非美经济体疫苗进展超预期，上半年实现全民免疫导致美元走弱。

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔）

宏观专题报告：大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示

观点

大宗商品正在经历 21 世纪以来的最快速上涨，市场对其后续上涨动能不乏质疑，尤其是在近期铜、油价格出现了回调的情况下。本轮大宗将会如何演绎？我们复盘了 21 世纪以来的过去三轮大宗商品繁荣，通过梳理每一轮背后的影响因素，得到判断当前大宗上涨持续性的参考。

回顾这三轮大宗繁荣，我们发现三轮涨势各具特征。第一轮（2001-2008 年）历时最长（79 个月）、涨幅最大（395%），第二轮（2009-2011 年）上涨最快（27 个月内上涨 127%），第三轮（2016-2018 年）上涨最弱（29 个月内上涨 67%）。那么，这三轮各具特征的上涨周期分别由何主导？哪些指标可以作为当前判断大宗走势的借鉴？当前大宗上涨与过去哪一轮最为相似？

第一轮：基本面驱动的最长上涨（2001-2008 年）。经济基本面而非流动性主导是 2001-2008 年大宗商品繁荣最为显著的特点。正是美国-欧洲-新兴市场的复苏共振带来的需求拉动，使得这一轮大宗商品上涨的持续性令后几轮都无法企及。结构上，中国主要拉动金属上涨，但由于这一时期全球经济增长主要靠发达国家而非中国，这就导致此轮能源价格上涨明显高于基本金属。

第二轮：政策+基本面驱动的最快上涨（2009-2011 年）。当前（2020 年 4 月以来）大宗上涨与第二轮在起源（中国政策刺激）、持续性（金属向原油传导）、幅度（中国铜进口量上台阶）方面都较为相似。区别在于第二轮大宗繁荣在中国央行持续加息中退出，而当前大宗上涨方兴未艾。

第三轮：政策驱动的最弱上涨（2016-2018 年）。从结构上看，基本金属上涨的乏力是这轮大宗商品上涨逊于以往的一大原因，主要的拖累因素在于（1）中国去杠杆目标下的基建投资断崖式下滑；（2）中国房地产政策调控精细化下的地产投资增速表现平淡；（3）美联储加息导致的新兴经济体投资回报率偏低。

比较历史三轮大宗繁荣与当前这一轮（2020 年 4 月至今）上涨，我们认为当前这一轮上涨与第二轮（2009-2011 年）的相似性最高，即兼具政策与基本面的驱动。由于全球央行的大放水，当前这轮大宗商品上涨受到流动性的驱动；而后续随着国内宽松政策的退出，这一轮上涨的动能正在由流动性向经济基本面转换。与此同时，叠加供给端全球铜及石油行业 CAPEX 处于历史较低的水平来看，我们认为此轮大宗上涨并未结

请务必阅读正文之后的免责声明部分

束，仍具备一定空间和持续性。

风险提示：美国财政刺激规模不及预期；持续通胀引发货币政策收紧；全球疫苗接种进度放缓

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——工业企业利润对 A 股盈利的前瞻判断

工业企业利润与全 A 非金融部门整体相关性较高。工业企业利润和全 A 非金融部门自 2011 以来的净利润相关系数高达 0.85。2018 年后钢铁行业相对收益波动与工业企业利润的相关性提升，指数更为领先。

中下游行业工业企业利润参考意义较强。工业企业统计口径主要为二产，对于中游制造行业指导意义更大；下游行业如食品饮料、电子行业工业企业利润对于上市公司盈利的参考性也较强。

上游行业工业企业利润参考性相对偏低。但 2018 年后，工业企业利润无论是对上市公司盈利的参考、还是对行业指数行情的传导都有所增强，主要源于供给侧改革后行业集中度提升。

行业指数走势的拐点一般领先于盈利。工业企业利润趋势性上行阶段，相关行业指数一般获得超额收益。但食品饮料行业 2020 年以来大幅上行，与企业盈利基本无关。

风险提示：企业盈利不及预期；历史经验不代表未来。

（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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

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）

固收周报：周观：央行一季度例会，美债期限利差复盘（2021 年第 10 期）

观点

中国人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会于 3 月 24 日在北京召开，与上一次例会相比出现怎样的变化：中国人民银行官网披露的货币政策委员会例会内容可大致分为国内外金融形势、货币政策、信贷政策、利率、汇率五个部分，如下表所示。主要表述变化有三点：（1）与上次例会相比，增加“国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多”内容。这一判断与公布的 1-2 月进出口数据和经济数据相吻合，进出口数据在剔除“基数幻觉”后仍然超预期，表明进出口逻辑或从“供

请务必阅读正文之后的免责声明部分

需错配”向“复苏共振”逻辑转换。（2）本次例会删除了“保持对经济恢复的必要支持力度，综合运用并创新多种货币政策工具”。货币政策基调整体仍强调时度效，保持稳健，但在我国经济复苏的大背景下，创新型货币政策工具将逐步退出。同时，本次货币政策委员会例会再提“保持货币供应量和社会融资规模同名义经济增速相匹配”，结合 1-2 月超预期的社融及信贷数据，我们判断今年社融存量增速将呈现缓慢下行趋势，于 9 月出现低点。（3）本次例会增加了针对汇率的表述，提出“深化汇率市场化改革，增强人民币汇率弹性”。结合人民币汇率实际走势来看，去年下半年人民币明显单边升值，今年以来双向波动。总体来看，货币政策委员会 2021 年第一季度例会对经济形势判断乐观，考虑到“防风险、稳杠杆”的要求，未来流动性收敛可能性加大。

美债 10Y 收益率本周周中迎来四个交易日回调，收盘价累计下降 11.6Bp，期限利差（10y-2y）也同步出现一定触顶回落迹象，如何思考收益率曲线形态的边际趋平？历史上有何演绎：（1）首先，从本周公布的几项美国经济数据来看：美国至 3 月 20 日首次申请失业救济人数减少 9.7 万人，自新冠疫情开始以来首次申请失业救济人数首次降到 70 万人以下；美国四季度 GDP 终值上调至 4.3%；美国 3 月服务业采购经理人指数（PMI）录得 60.0，创下了 2014 年 7 月以来最强的扩张，3 月制造业 PMI 为 59，虽略低于市场预期的 59.5，但也创下了 2007 年以来的第二高。这些数据充分说明美国经济随着疫苗的普及正处于强劲复苏时期，债市资金出于逐利需求仍将持续流出，期限利差扩大仍为主流趋势。从过往经济周期来看也是如此：当经济刚刚脱离 NBER 衰退期而处于扩张期开始时，期限利差往往冲高以回应市场情绪切换，从而使得美债收益率曲线更加陡峭。（2）其次，当前处于经济复苏伊始，虽然经济的各项指标都在回暖，但市场的情绪尚不稳定，对于利空利多因素敏感，股债资金流动仍趋于频繁，从而导致资产价格难现趋势性因素。从历史数据来看，当衡量股价波动幅度的 VIX 恐慌指数波动范围走阔时，美期限利差往往处于高位，因而当前美债 10Y 收益率回调的市场时机尚未到来，还需等待市场情绪进一步稳定再谈美债多头。（3）在 2020 年 12 月 FOMC 中已经出现“taper”一词，而本周鲍威尔在接受 NPR 采访时又表示，随着经济的好转，将逐步减少所购买的美国国债和抵押贷款支持证券的数量，并在经济几乎完全恢复之时，撤回在紧急时期提供的支持。在经济数据的支撑下，联储鹰派的苗头有所显现。这除了预示美债买方的进一步冷清，更可能暗示美债 10Y 的收益率上升仍在联储的忍受范围内，不会迎来联储的强硬干预。

风险提示：货币政策超预期收紧，中美关系紧张。

（证券分析师：李勇）

固收点评：温氏转债：拓展畜禽养殖一体化项目

事件

温氏转债（123107.SZ）于 3 月 29 日开始网上申购：总发行规模为 92.97 亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于养猪类、养鸡类和水禽类一体化项目及补充流动资金。

当前债底估值为 90.34 元，YTM 为 2.09%。温氏转债存续期为 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%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 108%（含最后一期利息），以 6 年 AAA 中债企业债到期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收益率 3.8664%（3/25）计算，纯债价值为 90.34 元，纯债对应的 YTM 为 2.09%，债底保护性较强。

当前转换平价为 97.03 元，平价溢价率为 3.07%。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 17.82 元/股，正股温氏股份 3 月 25 日的收盘价为 17.29 元，对应的转换平价为 97.03 元，平价溢价率为 3.07%。

转债条款较宽松。下修条款为“15/30、90%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，下修条款较为宽松，赎回条款中规中矩。总股本稀释率为 8.19%。按初始转股价 17.82 元计算，转债发行 92.97 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 8.19%和 10.79%，会对股本造成一定的摊薄压力。

预计上市价格在 112.94~119.92 元区间，预计中签率为 0.02%。综合可比标的，考虑到温氏转债的债底保护性较强，并且评级较高和规模较大，预计上市首日转股溢价率在 20%左右，对应的上市价格在 112.94~119.92 元区间。预计网上中签率为 0.02%，建议积极申购。

观点

公司是以畜禽养殖为主业、配套相关业务的现代农牧企业集团，是我国肉猪养殖龙头企业。公司采取紧密的“公司+农户”产业分工合作模式，主要展开肉猪和肉鸡养殖业务，截止 2019 年，猪肉类养殖业务收入占比 57.16%，肉鸡类养殖业务收入占比 36.62%。

公司发挥产业合作分工优势，打造全产业链格局。“公司+家庭农场”模式使公司有效整合资本、土地、劳动力等资源以达到规模扩张。公司以华农温氏 1 号猪和温氏 WS501 为主要经营品种，以天露黑猪为特色经营品种，目前在国内养猪业占较大份额。除了养殖业务外，公司实现了“农牧设备制造-生物制药-畜禽养殖-食品加工和销售”的全产业链，参与从农场到餐桌的每一步。

掌握关键核心技术，紧跟信息化数字化潮流。公司目前掌握畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键技术，建有多个国家重点实验室，拥有一支高水平科技研究人才。目前，农户可通过手机 APP 办理领饲料、订苗、贷款支持等业务，公司也通过养殖大数据掌握集团整体经营状况。

风险提示：重大畜禽疫情风险、进口肉食品替代风险、生猪出栏量不达预期。

（证券分析师：李勇）

金工专题报告：碳减排奏响主旋律，环保赛道再迎峥嵘

投资要点

“十三五”走出阵痛期，经历付费方式、业务模式和技术驱动三大积极转变。十三五期间环保产业发展稳定，2019 年产业整体营业收入达 17800 亿元。期间板块表现不佳主要受三大因素压制：1）依靠加杠杆驱动的工程业务的不确定性以及加杠杆模式破裂后对成长的压制；2）行业 ToG 属性对于财政支付能力的依赖；3）行业初期较粗放的发展模式。当前行业经历付费方式（由 G 端/B 端付费转向 C 端，模式理顺）、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业务模式（运营占比提升，发展稳定持续现金流优异）、技术驱动（技术权重提升）三大积极变化。行业走出阵痛期，业绩企稳估值回升。

从治理到“碳中和”，政策有效再迎峥嵘五年。碳减排成“十四五”主旋律，总书记在国际会议上多次宣示，表明了实现承诺的决心和意志。“2030 碳达峰、2060 碳中和”已上升至前所未有的高度，成为大国崛起的必要筹码。我们从前端能源替代，中端节能减排，后端循环利用以及自然循环端构建碳中和背景下行业投资框架，行业受益包括 1）能源替代：新能源环卫装备，可再生能源（生活垃圾焚烧）项目，电网改革需求；2）节能减排：综合能耗管理、合同能源管理、减排设备、升级工艺流程；3）循环利用：垃圾分类与再生资源回收；4）环境规划：全产业链受益；5）碳交易：可再生能源（如生活垃圾焚烧、生物质利用等）、甲烷利用（污水处理、填埋气资源化）、林业碳汇等申请 CCER 自获取碳减排的附加收入。

环保细分领域分析。1）环卫：大行业小公司轻资产，关注电动化、物业化促边界扩张壁垒提升。城市管家内涵丰富环卫服务边界扩张，我们预计 2025 年市场空间 4685 亿。市场化率提升带来项目主体从 G 端向 B 端转移的成长红利，我们预计市场化空间达 3748 亿，较 2019 年提升 134%。2）垃圾焚烧：刚性扩张模式改善。2025 年焚烧占比提升至 85%，我们预计垃圾焚烧处理量可达 2.73 亿吨，是 2019 年的 2.25 倍。3）湿垃圾：垃圾分类打开蓝海市场。垃圾分类全覆盖渐行渐近，厨余垃圾投资市场蕴藏千亿空间。4）再生资源：废电拆解 3 年 5 倍，理论报废量与潜在需求量预期差大。5）环境咨询：聚焦精准治污，我们预计 2025 年环境咨询市场可达 3973 亿，十四五环境咨询复合增速 14%。

中证环境治理指数历史表现。中证环境治理指数（399806.SZ）重点聚焦在膜法水处理、固废处理、大气治理和节能再生等与污染管理密切相关的行业。1）市值分布上，中小市值股票占比高。2）行业分布上，指数聚焦电力及公用事业，行业配置集中。3）估值指标上，当前指数估值处于低位水平，具有较大的上升空间。4）指数收益上，近期收益表现突出，近 3 月涨跌幅为 6.66%，同期与主要宽基指数对比排名第一。5）重仓股上，成分股集中度较低，个股风险分散化。

汇添富中证环境治理基金投资价值分析。汇添富中证环境治理基金（501030.OF）是汇添富基金管理公司旗下一款被动指数型基金产品，基金经理为赖中立先生。1）超额收益分布右偏，短期收益表现亮眼。自上市以来基金月度超额收益整体密度上呈现右偏分布，表明从历史分布来看较大超额收益有概率发生。2）跟踪能力强，指数偏离度小。2017 年以来年化跟踪误差在 4%水平以下，超越 99%同类 LOF 基金，跟踪能力强且长期持续性较好。3）积极参与打新，打新收益丰厚。自 2017 年以来，基金各年打新分别贡献了 0.65%、0.59%、1.84%、5.22%的收益。

风险提示：1）政策推广不及预期；2）融资环境改善不及预期；3）财政支出低于预期；4）行业竞争加剧；5）市场发生变化

（证券分析师：高子剑　证券分析师：袁理）

行业

计算机应用行业：部分网安公司招标统计，Q1 订单同比高增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

行情回顾：本周（3.22-3.26）计算机行业(中信)指数上涨 4.43%，沪深 300 指数上涨 0.62%，创业板指数上涨 2.77%。本周网安板块反弹力度加强，绿盟科技、深信服、启明星辰等公司表现亮眼。十四五规划把科技创新提到前所未有的高度，中美博弈亦有愈演愈烈之势，同时科技股前期回调幅度较大，市场有望提升对科技板块的关注程度。随着远端利率的上行和市场风险偏好的降低，目前估值体系正逐渐从 DCF 向 PE/PEG 切换，当前位置首推基本面拐点最大、业绩持续兑现的信创，其次是景气度高、估值便宜的网络安全。继续推荐业绩增速较高、估值处在相对底部的公司：东方通、用友网络、绿盟科技、中国长城、中国软件、启明星辰、神州数码、奇安信、卫宁健康等。热门白马股继续推荐：金山办公、广联达、恒生电子，关注深信服。

本周我们梳理了绿盟科技、奇安信、启明星辰、安恒信息、美亚柏科和天融信等多家重点网络安全公司一季度订单情况，整体来看，订单金额和中标数量相比 2020/2019 年均实现大幅增长，考虑 2020 年底部分订单收入递延确认以及 2020Q1 低基数，我们预计 2021 年 Q1 网安公司的业绩仍将维持较高增速。3 月中旬发布的《十四五规划》明确要求要培育壮大和全面加强网络安全保障体系和能力建设。我们预计在政策、信创、攻防演习、新兴赛道和新技术需求释放等多因素推动下，结合十四五规划和数字化经济的持续转型，网安公司高景气度仍将维持。目前部分行业龙头和高成长二线公司估值处于低位，具备较好的配置价值，重点推荐绿盟科技、启明星辰、奇安信、安恒信息、美亚柏科、卫士通、格尔软件等，关注天融信、深信服、中孚信息等。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

化工行业 2021 年 3 月第四周周报：业绩驱动股价上涨，继续推荐顺周期化工板块

投资要点

本周板块表现:本周市场指数涨跌不一，上证综指报收 3,418.33，本周累计上涨 0.40%，深证成指本周上涨 0.58%，化工板块（申万）下跌 3.42%。

本周化工个股表现：本周化工板块涨幅居前的个股有广信材料、晶瑞股份、乐通股份、丰元股份、高盟新材、容百科技、新宙邦、*ST 兆新、建龙微纳、容大感光。广信材料拟在龙南开发区购置约 140 亩土地，规划投资兴办年产 2 万吨感光材料、2 万吨涂料及 1 万吨配套材料项目，受消息提振本周广信材料累计上涨 30.69%。本周晶瑞股份发布业绩年报，归母净利润 7,695.01 万元，同比增长 145.72%，业绩推动股价上涨 21.09%。同样受年报和一季报业绩推动，新宙邦本周上涨 11.04%。

本周原油市场动态：本周原油市场空好消息博弈，尽管苏伊士运河船只搁浅堵塞交通，引发供应忧虑提振油价，但是欧洲因新冠病毒大流行而重新实施的封锁可能会影响能源需求，油市震荡。本周 ICE 布油报收 64.57 美元/桶（涨幅 0.06%）；WTI 原油报收 60.97 美元/桶（涨幅-

请务必阅读正文之后的免责声明部分

0.73%）。

重点化学品跟踪：本周对于我们监测的化学品涨幅前五的产品为硫酸（6.34%）、液氯（4.63%）、丙酮（3.09%）、固体烧碱（2.89%）、重质纯碱（2.67%）。本周硫酸价格继续上涨，二季度为冶炼企业的集中检修期，内蒙古、甘肃等地冶炼企业检修计划排开，同时成本端硫磺价格持续高位支撑作用明显。本周山东东营耗氯厂家开工恢复，3 月 24 号淄博厂家停车检修，市场供需两端利好助推液氯价格上调。本周内蒙古地区响应能耗双控红色预警措施，片碱供应减量，市场片碱价格总体小幅上涨。

化工行业年度投资主线：周期主线中，随着新冠疫苗获批上市，全球经济复苏或将成为全年投资主线，顺周期化工品有望迎来主动补库存行情；成长主线中，面对美国制裁和全球贸易的不确定性，高科技产业配套材料的自控可控将持续带来电子化学品国产化率的提升，此外，可降解塑料、尾气催化材料等行业扩容也为行业龙头带来成长性。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股荣盛石化、万华化学、宝丰能源、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和奥福环保。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎）

电气设备新能源行业周报：锂电龙头产销两旺 Q1 超预期，光伏减产观望持续

投资要点

电气设备 7925 上涨 0.61%，表现强于大盘。风电涨 3.78%，发电及电网涨 2.08%，发电设备涨 2.01%，工控自动化涨 1.6%，光伏涨 1.3%，新能源汽车跌 0.13%，锂电池跌 0.3%，核电跌 0.97%。涨幅前五为龙源技术、安科瑞、ST 天成、ST 惠程、经纬辉开；跌幅前五为航天机电、中能电气、新宏泰、首航节能、好利来。

行业层面：电动车：宁德时代入股时代永福科技持股 60%，入股富临精工子公司，加码磷酸铁锂布局；特斯拉国产 ModelY 在华售价上涨 8000 元；由于芯片短缺，蔚来汽车暂时停产 5 天；杉杉科技与中石油锦州石化公司签署战略合作协议；国轩高科拟建动力电池产业链项目，总投资 120 亿元；零部件短缺，福特工厂停产；蜂巢正进行 B 轮融资，之后将启动 IPO 工作；电池级碳酸锂报价 8.75 万/吨，本周+1.2%，钴（长江有色）报价 35.8 万/吨，本周-1.1%，镍报价 12.36 万/吨，本周+0.2%，三元 622 型前驱体报价 11.9 万/吨，本周-5.6%，三元 622 型正极报价 18.05 万/吨，本周-2.2%；新能源：1-2 月份全国新增光伏装机 3.25GW，数据再创新高；韩国 2020 年光伏新增装机规模约 4.1GW；意大利签署国际太阳能联盟协议，将清洁能源转型作为优先事项；南非招标 2.6GW 太阳能和风电项目，投标方案 8 月初截止；国家能源局印发关于《清洁能源消纳情况综合监管工作方案》的通知；14 省市 2021 重点建设 171 个光伏项目；江西能源局：3 月 25 日前申报 2021 年新增光伏项目，配储能项目优先；国家能源集团大象转身：“十四五”规划新能源 1.2 亿千瓦；协鑫、聆达股份展开深度合作：硅片 5GW+电池 8GW+组件 10GW 等；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

趋稳：通威电池价格下降；隆基单晶硅片、协鑫硅料不涨价；本周单晶硅料 123 元/kg，环比上涨 4.24%；单晶硅片、单晶电池、单晶组件、玻璃价格持稳；工控&电网：前 2 月电网投资 227 亿，同比+64.5%（低基数），相比 19 年 1-2 月下降 7%。

公司层面：天赐材料：1）2020 年实现营收 41.19 亿元，同增 49.53%；归母净利润 5.28 亿元，同增 4432.33%。2）Q1 预计归母净利润为 2.5-3 亿元，同比增长 502.35%-622.82%。新宙邦：1）2020 年营收 29.61 亿元，同增 27.37%；归母净利润 5.18 亿元，同增 59.29%。2）Q1 归母净利润约 1.43 亿元-1.63 万元，同增 45%－65%。3）为拟将现持有天奈科技股票 0.045 亿股(占总股本 1.93%)参与转融通证券出借交易。科达利：1）2020 年营收约为 19.85 亿元，同减 10.98%；归母净利 1.79 亿元，同减 24.72%。2）Q1 归母净利润盈利 0.82 亿元-0.89 亿元，同增 437.63%-483.53%。当升科技：2020 年实现营收 31.8 亿元，同比增长 39.36%；归母净利润 3.8 亿元，同比增长 284.12%。隆基股份：决定行使“隆 20 转债”的提前赎回权利。亿纬锂能：1）与德方纳米设立合资公司。2）于近日分别收到韩国和日本颁发的“一种钮扣式锂电芯密封结构及密封方法”专利证书。福斯特：2020 年营收约为 83.93 亿元，同增 31.59%；归母净利润约为 15.65 亿元，同增 63.52%。天齐锂业：2021 年 2 月 3 日至 3 月 22 日，天齐集团减持 0.15 亿股，占总股本 1%。嘉元科技：1）拟投资 10 亿元建设年产 1.6 万吨电解铜箔项目，总产能将达到年产 3.1 万吨。2）2020 年营收 12.02 亿元，同减 16.86%；归母净利润 1.86 亿元，同减 43.46%。三花智控：1）2020 年营收约 121.1 亿元，同增 7.29%；归母净利润 14.62 亿元，同增 2.88%。2）2021 年 Q1 归母净利润盈利 3.17 亿元-3.8 亿元，同增 50%-80%。孚能科技：客户北汽集团决定召回 16 年 11 月-18 年 12 月生产的部分 EX360、EU400，共计 31963 辆。孚能将承担召回费用，预计在 0.3 亿-0.5 亿元，质保金承担。金风科技：1）2020 年营收 562.65 亿元，同增 47.12%；归母净利润 29.64 亿元，同增 34.1%。

投资策略：电动车 2 月国内 11 万辆，同增 585%，3 月预计环比 1 月略增，Q1 销量上修至 47-49 万，21 年 240-260 万，同增 80%+，4 月排产环增 5%好于市场预期，碳酸锂 8.5 万+、六氟到 20 万+，锂电供应链明显紧张，CIBF 展也反应需求极其旺盛；欧洲 2 月十国注册 9.9 万，环增 4%，同增 65%，预计 3 月将进一步好转，21 年预计 200 万，同增 65%+；美国拜登上任后鼓励购买电动车或将推税收减免计划，21 年电动车中国、欧洲和美国均是爆发之年，均有望超预期高增，前期下跌估值回落到 30-45 倍 PE 为买入良机，Q1 龙头业绩同增 200%左右，强烈推荐电动车全球龙头和价格弹性龙头。中国 2060 年碳中和，2030 年碳达峰，欧盟碳排放目标提升到 55%，美国拜登上任重新加入巴黎气候协定，都将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，但春节后硅料超预期涨价超 30%，3 月组件减产 30%来应对下游投资商的观望，4 月目前看维持 3 月低迷状态，3 月末报价趋缓，预计 4 月降价后 5 月好转，全年看国内和海外项目多，21 年装机预计 160-180GW+，同增 30%+，低位建议逐步布局光伏龙头。工控 20 年 Q2/Q3/Q4 增长 6.4%/6.7%/6.3%，其中 Q4 来看 OEM 同比提速到 15%，项目型下降 4%，Q1 也是最强旺季，继续看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网龙头相对表现好，风电 20 年出货超 50GW 超预期，21 年有担忧，海上风电增长。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户、领先技术和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成本优势）、隆基股份（单晶硅片和组件全球绝对龙头、高增长低估值）、汇川技术（通用自动化持续超预期、动力总成全面突破）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟超预期）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、新宙邦(电解液龙头、氟化工超预期)、中伟股份（前聚体全球龙头、业绩超预期）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、当升科技（正极龙头&SK 供应链龙头、海外占比高）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、福斯特（EVA 和 POE 绝对龙头、感光干膜等上量）、固德威（组串式逆变器龙头、储能逆变器新秀）、天合光能（210 组件龙头、估值低）、中信博（跟踪支架渗透率向好、唯一中国跟踪支架龙头）、九号公司（电动平衡车和滑板车龙头、电动两轮车新秀）、晶澳科技（组件一线品牌、前三季度超预期）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：比亚迪、赣锋锂业、天齐锂业、三花智控、嘉元科技、诺德股份、雷赛智能、海优新材、良信电器、欣旺达、多氟多、天奈科技、爱旭股份、福莱特、金博股份、孚能科技、星源材质、国轩高科、思源电气、正泰电器、麦格米特、八方股份、林洋能源、特变电工、金风科技、日月股份、东方日升、许继电气、平高电气、国网信通、思源电气、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

公司估值：

0

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶）

通信行业跟踪周报：本周专题：中国移动年报业绩向好，政策支持下智慧交通持续发力

投资要点

本周策略观点：1、中国移动发展态势向好，盈利能力企稳回升：2020 年中国移动实现营收 7680.7 亿元，同比上升 2.97%；实现归母净利润 1078.43 亿元，同比增长 1.13%。移动 2020 全年 ARPU 为 47.4 元，同比下降 3.5%，降幅相比 2019 年收窄 4.1pct；同时产业数字化转型和智慧家庭等业务逐步成为运营商重要业绩增长点。2、智能网联汽车政策向好，互联网巨头引领行业：政策持续推进交通强国，近期交通部再次强调加快智慧交通发展；BAT 等互联网巨头纷纷携手主机厂进军整车制造行业，行业变革下投资机会不断凸显。3、我国智能网联汽车产业发展迅速，市场空间将持续扩张：我国智能网联汽车布局处于全球领先水平，同时 5G 基础设施建设也给为智能驾驶的推广提供了重要保障，未来智能驾驶市场空间有望持续扩张，建议关注车联网赛道相关优质标的。

行业前瞻：2021 年首届 NEPCON 峰会（2021.4.21），2021 年第二届信息通信技术国际会议（2021.5.7-5.9）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

首推组合：中国联通、中兴通讯、美格智能、天孚通信、淳中科技。

建议关注组合：港股运营商：中国电信、中国移动、中国联通；物联网/车联网：美格智能、移远通信、广和通、移为通信、道通科技、锐明技术、鸿泉物联；5G 主设备：烽火通信；碳中和：中天科技、科信技术、英维克、科士达；城市数字化转型相关：海康威视、大华股份、科大讯飞、万集科技、佳都科技、万通发展、中电兴发；低轨卫星：中国卫星、中国卫通、海格通信、和而泰、华力创通、欧比特、杰赛科技、康拓红外、天银机电、亚光科技、上海沪工、星宇网达；光模块：新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；IDC：宝信软件、奥飞数据、光环新网、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、城地股份、立昂技术、世纪互联、万国数据；高清视频：兴图新科；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；量子信息产业：国盾量子；小基站：上海瀚讯、震有科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；运营商/铁塔：中国移动、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：烽火通信、兴森科技、浪潮信息；UWB：浩云科技；全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；产业互联网：恒华科技、朗新科技；工业互联网：工业富联、威胜信息；大数据：每日互动、慧辰资讯、东方国信；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德。

市场回顾：近一周通信（申万）指数上涨 0.25%；沪深 300 指数上涨 0.62%，行业跑输大盘 0.37pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 0.50%，年初至今上涨 20.28%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

汽车行业周报：3 月累计批发同比 2019 年-2%，优中选优

投资要点

每周复盘：本周涨跌幅排名第 23，SW 乘用车 PE 处于 96%历史分位。SW 汽车下跌 1.0%，跑输大盘 1.6pct。汽车子板块呈小幅波动形态，SW 商用载客车下跌幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 23 名，排名靠后。估值上，自 2011 年以来，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 96%/87%分位，分位数环比上周 0%/-1%；SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 69%/52%分位，分位数环比上周-1%/-1%。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒；汽车零部件板块估值在 PE 方面低于传媒和计算机，PB 方面也均低于计算机和传媒。

景气跟踪：需求继续复苏，库存低位，折扣微幅增加。销量：3 月 15-21 日乘用车零售日均销量同比 2019 年微幅增加，乘用车批发日均销量同比 2019 年大幅缩减。3 月 15-21 日乘用车零售销量日均 45772 辆，较 2019 年同期相比增长 5%。3 月 15-21 日乘用车批发销量日均 46707 辆，较 2019 年同期相比减少-8%。3 月累计批发与零售同比分别-2%/+3%。库存：2 月乘用车企业库存-0.3 万辆，企业累计库存为-63 万辆，渠道库存-26.9 万辆，渠道累计库存为 336 万辆，渠道库存系数为 1.8 月。价格：3 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率微幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.52%，环比 2 月下旬+0.06pct，热门车型中价格变

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动幅度前五车型是传祺 GS82021+奥迪 Q5L2020+GLC 级 L2021+5 系 L2021+奥迪 A6L2021，豪华车型折扣率持续下降。2）多数车企 3 月上旬折扣率增加，幅度较大的是一汽捷达（捷达 VA32019+捷达 VA32020+捷达 VS52019+捷达 VS52020）+长城汽车（初恋 2021+大狗 2021+哈弗 M62021）+广汽乘用（传祺 GS82021），豪华品牌折扣率继续回收。

重点关注：芯片短缺致使停产影响持续，乘用车原材料价格继续上涨。3 月 21-3 月 27 日，无新增芯片厂商停产，部分工厂已恢复生产；整车制造厂商生产新增蔚来、通用、日产等停产。根据我们自建乘用车原材料价格指数模型，以玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材等五大原料价格指数加权，乘用车总体原材料价格指数日均值环比 2 月均值+6.95%（截至 2021/3/28）。

投资建议：优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：长城（A+H）+吉利（H）。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：福耀玻璃+星宇股份+拓普集团+中国汽研+德赛西威+华阳集团。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期，芯片短缺影响超预期。

（证券分析师：黄细里）

有色金属行业跟踪周报：碳中和背景下首推基本金属

投资要点

投资建议：看好碳中和及流动性推动的有色金属机会。疫苗进展顺利、流动性充裕拉升全球经济复苏预期，叠加碳中和背景下大宗品供给端的限制，我们判断有色金属行业整体进入需求和流动性共振的上升期，特别是对制造业需求敏感的基本金属类，最看好电解铝、铜、锌等。1）持续看好强周期的工业金属铜、铝，特别是排放大、高耗能的电解铝行业，碳中和带来行业供给收缩进而推升景气上行，建议关注：紫金矿业、云南铜业、江西铜业、云铝股份、天山铝业、南山铝业和索通发展。2）回调不改看好新能源上游材料，碳中和要求更加清洁的能源结构，锂、钴、铜箔、稀土、磁材需求景气度可期，关注超华科技、金力永磁，建议关注北方稀土、诺德股份、天齐锂业、华友钴业。

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 0.62%。有色金属（申万）指数下跌 4.26%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-6.44%、-7.91%、-4.41%、-6.20%、-3.45%和-1.55%。个股涨幅前五的公司为*ST 利源、章源钨业、ST 金泰、建龙微纳、格林美。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价走势先扬后抑，铜价下跌后废铜持货商挺价惜售意愿强烈；本周铝价跳水后反弹，碳中和带来的供应缩窄预期对铝市形成持续影响；本周铅价格偏强震荡；本周锌价冲高回落，短期缺乏走出单边行情的动力；本周锡价阶段性探底回升，消费商接货较好。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贵金属：本周黄金价格震荡运行。本周初，美国 10 年期国债收益率在触及逾一年高位附近徘徊后回落，同时美元也从高点回落，美元、美债双双回落令黄金得到支撑。

稀土：本周稀土市场主流产品涨跌互现，镨钕稳中偏强震荡，中重稀土铽钬贸易商少量让价出货，金属厂刚需采购，整体成交未及预期，磁材谨慎观望刚需采购，降库为主。

小金属新材料：本周镁锭市场稳中偏弱；国内锰铁市场弱稳运行；电解锰整体呈现逐步调涨趋势运行，市场交投氛围一般；钒市场僵持运行，市场观望情绪较浓。

锂钴：本周碳酸锂价格小幅上涨；本周氢氧化锂价格上涨；本周电解钴现货价格下跌；四氧化三钴价格下跌，主流供应商报价弱坚挺，下游看跌情绪浓厚。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

钢铁：供需缺口扩大，钢价盈利创新高

投资建议：持续看好碳中和背景下钢铁中期投资机会。在行业估值历史低位、盈利历史中位的大背景下，碳中和及压减粗钢产量大概率带来供给收缩，加之原料端铁矿、焦炭供给增加再次贡献成本红利，我们认为钢铁股中期将迎来一波业绩、估值双升的板块性机会。建议三条主线选股：1）需求较确定的制造业上游板材企业，首推宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份，建议关注：南钢股份、鞍钢股份等；2）对流动性敏感的上游资源品包钢股份（稀土），建议关注鄂尔多斯（硅铁）、方大炭素；3）高弹性低估值的长材股票，建议关注：方大特钢、柳钢股份、三钢闽光、韶钢松山。

行业观点：旺季来临，减产效果出现。近几周钢厂开工率小幅回落，产量基本平稳，但于此同时钢铁需求进入传统旺季，从我们跟踪的高频数据来看，今年钢铁旺季需求表现符合正常季节性。总体上，钢铁出现较大的供需缺口为大概率事件，因此现货涨价为预期之内。跟踪的现货毛利快速扩张，特别是即时毛利，已经达到 1000 元/吨左右。

行情回顾：本周申万钢铁下跌 5.7%，落后上证综指 6.1%。涨幅居前的个股为*ST 胜尔（10.7%）、方大炭素（8.8%）、太钢不锈（7.8%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 1.3%、2.1%、-4.7%、-4.3%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 33.0%、37.3%。

行业动态：

普钢：本周钢材社会库存 2070 万吨，环比减 1.4%；其中长材库存 1534 万吨，环比减 4.6%；板材库存 535 万吨，环比减 4.4%。三月中旬钢厂库存均值 1728 万吨，环比减 2.8%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 79.7%，环比持平。钢厂螺纹钢产线开工率为 68.5%，环比持平。本周上海终端线螺走货量 2.3 万吨，环比增 20.3%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别环比分别增 13.6%、19.9%、7.7%、16.9%。

特钢：本周模具钢市场价格部分上涨，成交一般。轴承钢主流品种价格小幅下跌。工业线材主要产品价格涨跌互现，市场成交略显不足。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

不锈钢：本周市场成交持续走弱为主，商家多认为短期板卷价格仍偏弱为主；加上冷轧库存较多，现货贸易商报价持续呈下降趋势。

钢管：本周国内焊管市场价格上调，库存下降；无缝管市场价格小幅调整。

铁矿：澳、巴、印铁矿石发货量 2208 万吨，环比持平；北方 6 港到港量 1056.9 万吨，环比持平。本周铁矿石港口库存 13066 万吨，环比增 0.3%。

铁合金：硅锰短期进入高位调整阶段；本周硅铁市场维持稳定，钢厂招标结束，现货价格表现略有松动。

风险提示：地产需求下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件）

商业贸易行业跟踪周报：“新疆棉”事件激发消费情怀，国货服装品牌崛起迎重要契机

行业观点：

我国棉花常年存在需求缺口，新疆为国内第一大棉花产地。根据中国储备粮管理集团数据，中国是世界最大的棉花消费国，也是世界第二大棉花生产国。我国 2020/2021 年度棉花产量约 595 万吨，总需求量约 780 万吨，需求缺口约 185 万吨，须靠进口补足。从产地上看，我国主要有三大棉花产地，分别为新疆棉区、黄河流域棉区、长江流域棉区。其中，新疆棉有绒长、品质好、产量高等诸多优势，据国家统计局数据，2020 年新疆棉产量达 516.1 万吨，占国内产量比重约 87%，位居全国第一。

“新疆棉”事件刺激爱国情怀，国货品牌服装迎需求利好，看好对标海外的国货品牌服饰龙头。“新疆棉事件”发生以来，已有超过 30 家的国货品牌服装和家纺企业发声支持新疆棉。中国有强大的供应链和消费市场，且近年来国货品牌持续提升品质及设计，国外品牌的无理抵制激发起国民的爱国情怀，是国货崛起的重要契机。看好对标海外的国货品牌服装龙头，包括对标耐克、阿迪达斯的安踏、李宁、Fila 以及对标优衣库、HM 的太平鸟、森马等。

投资建议：

保卫新疆棉花，国货崛起迎重要契机。新疆棉花品质优良，外国品牌对新疆棉花的抵制是无理的。国货服装品牌凭借较高的品质和性价比逐步得到消费者的认可，此次“新疆棉”事件激发国民爱国情怀，推动国货品牌崛起，建议关注安踏体育、李宁、太平鸟、森马服饰等品牌服饰龙头。

建议关注：京东集团，阿里巴巴，拼多多，安踏体育，李宁，森马服饰，太平鸟等。

风险提示：行业竞争加剧，疫情及宏观经济波动风险等。

（证券分析师：吴劲草　研究助理：阳靖　证券分析师：张家璇）

商业贸易行业周报（2021 年第 12 期）：K12 线上线下教培监管加码

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周观点

1 月中旬中纪委点名批评在线教育作为此次监管趋严的标志性事件以来，K12 教培问题开始引发社会持续关注，监管存在进一步趋严趋势。1 月中旬中纪委点名批评在线教育的乱象与监管问题，作为此次监管趋严的标志性事件，自此 K12 教培问题开始持续引发社会关注，主要针对问题包括：在线教育过度的广告投放引起了家长的焦虑，超前的学习氛围加剧了内卷幼龄化的形成，这些不良社会影响引起了政府及监管机构的重视。

本轮整治或将成为 2018 年以来较为严格，较大规模的一次监管行动。1）本次监管整治力度可能会较之前更大，涉及面更广：本轮整治可能是 2018 年以来再一次较为严格的监管行动，规模较大，或涉及线上与线下众多培训机构，线上教培的广告开支将有所限制，广告内容将更加规范，线下培训机构将面临进一步洗牌，小机构或被淘汰，大机构的扩张将受到一定限制，监管审批可能趋严。2）本次监管矛头主要指向低幼龄课外教培：尤其是在低幼龄阶段的在线教育，学科类培训，超前培训等方面。

本次整顿主要针对 K12（尤其是义务教育阶段）培训机构，对高教类公司，K12 学校类公司，以及职业教育公司影响不大。建议关注：高校公司（中教控股、希望教育等）；职业教育机构（中公教育、中国东方教育等）；K12 学校公司（天立教育等）。

近期研究汇总

《天立教育 2020 年报点评》：2021.3.21

本周天立教育发布了 2020 年报，收入 12.98 亿元，同比+41.5%，经调整净利润 3.81 亿元，同比+43.7%，主要得益于新开学校数量大，在校生人数的增长以及部分学校上调学费所带动。全国已有 32 所学校，在校生人数大幅增长已达到 5 万+，异地扩张已初具规模，我们认为未来 3 年公司仍将保持每年 5-10 所的学校扩张速度，长期看好其业绩增长。

《中国东方教育 2020 年报点评》：2021.3.26

本周中国东方教育发布了 2020 年报，疫情下收入 36.5 亿元，同比-6.6%，经调整净利润 5 亿元，同比-44.4%。公司作为我国职业教育龙头，2020 年因疫情影响令业绩承压，但主要集中在上半年，从 2020H2 开始公司实际经营逐步恢复，实现了下半年收入正增长，未来或受益于长期课程占比的提升以及新教学板块和业务的拓展带来的增量。看好公司疫情后全面恢复。

风险提示：政策风险，招生不及预期，扩张速度不及预期等。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫　证券分析师：张家璇）

机械设备行业跟踪周报：建议关注 Q1 有望超预期的机床、工程机械板块，估值回落的新能源设备板块

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【杰瑞股份】

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【晶盛机电】【先惠技术】【恒立液压】【浙江鼎力】【华测检测】

2.投资要点

【机床行业】制造业复苏背景下产业链需求旺盛，建议关注国产机床和刀具龙头

制造业投资正在强劲复苏，机床行业进入十年更新大周期。2 月制造业固定资产投资累计同比+37.3%，复苏势头强劲。聚焦机床行业，20Q4 数控系统收入 42 亿元（YOY+102%），其销售一般领先数控机床 3-4 个月左右，预示着 2021 年机床需求旺盛。此外，当前民营企业上市公司订单均已排产至 6-7 月份，进一步印证了机床的强景气度。中长期来看，中国机床行业进入十年更新大周期。过去十年国内机床需求从 400 亿美元下降至 220 亿美元，按照 8-10 年更新周期，十年周期拐点已至，我们预计 2021-2025 年国产数控金属切削机床市场规模 CAGR=23%，年均更新需求达千亿元。当前机床格局剧变，国企退场、民营企业崛起在即。创世纪、海天精工等国产厂商已跻身市场前列，有望在这一轮周期中脱颖而出；同时产能利用率提升+顺势扩张，规模效应下龙头业绩弹性高。建议关注有竞争力的民营企业龙头【创世纪】【海天精工】【国盛智科】。

机床刀具供不应求迎来涨价潮，建议关注正在加速放量的国产刀具龙头。短期来看，供需缺口较大，各大品牌纷纷涨价。①需求端：制造业复苏势头强劲+行业低库存+刀具更换频率以小时计算，需求确定性较强。②供给端：疫情影响海外产能，供给紧张。长期来看，刀具增长延续性较强。我国机床数控化率持续提升、刀具市场消费升级，我们预测国内刀具行业 5 年内市场规模有望超 600 亿元。疫情催化，国产刀具企业有望迎来业绩兑现期。①空间：国内数控刀具市场规模仅 400 亿元，对标全球龙头山特维克 300 多亿营收，国内企业成长空间充足；②机遇：近年来国产品牌性价比逐渐赶超日本厂商+疫情制约海外产能，刀具国产渗透将进一步加速。华锐精密、欧科亿等品牌已在部分领域接近欧美、日韩刀具的性能，IPO 融资扩产也将进入扩张周期，建议关注业绩有望加速放量的细分领域刀具龙头【华锐精密】【欧科亿】【恒锋工具】。

【工程机械】3 月挖机销量维持高增长基调，建议积极配置低波动周期中的强 α

据 CME 观测，2021 年 3 月挖掘机销量（含出口）72000 台左右，同比+45.73%左右。分市场来看，国内市场销量 67000 台，同比+43.75%；出口市场销量 5000 台，同比+78.70%，高增长仍是不变的基调。4 月是挖机春季销售旺季，从下游核心零部件厂商排产数据分析，国内单月挖机销量或延续增长态势。

建议积极配置低波动周期中的强 α。我们预计未来几年工程机械行业波动维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。海外出口回暖、国四法规切换、地产基建投资稳定增长、小城镇及新农村建设等因素催化下，行业内在增长动力持续。

行业景气度拉长，利于估值水平稳定。对标海外龙头，国内龙头三一、中联等 PE 较低，而受益于国内市场景气拉长、集中度提升及全球化推进，国内龙头业绩具备较高成长性，看好后续国产品牌戴维斯双击的机

请务必阅读正文之后的免责声明部分

会。

【锂电设备】电动车销量阶段性平淡不影响长期趋势，全球拥抱电动化利好设备商

1 月海外电动车销量淡季，冲量后的阶段性平淡不影响长期趋势。1 月全球电动乘用车销量 30.13 万辆，同比+93%，环比-42%；海外电动车销量 13.08 万辆，同比+14%，环比-56%；欧洲电动车销量 8.86 万辆，同比+18%，环比-63%，12 月冲量后销量出现阶段性平台，符合我们的预期。2 月欧洲电动车销量环比微增，东吴电新组预计 3 月欧洲销量增速将大幅提高，全年维持 200 万辆销量预期，同比+54%。

在全球拥抱电动化趋势下，设备公司将显著受益。建议重点关注海外疫情结束后扩产最受益+协助 LG 等一线电池企业共同研发的后道设备龙头【杭可科技】，具备整线供应能力的设备龙头【先导智能】，深耕动力电池系统集成，受益 PACK 自动化率提升的【先惠技术】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【联赢激光】。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

推荐个股及其他点评

歌尔股份（002241）：2020 年年报点评：

投资要点

2020 年全年业绩增速亮眼，2021Q1 高增长持续：公司发布 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 577.4 亿元，同比增长 64.3%；归母净利润 28.5 亿元，同比增长 122.4%，符合我们预期。公司坚持“精密零组件+智能硬件整机”的发展战略，积极推动声学、微电子、光学、结构件等精密零组件和智能无线耳机、AR/VR、智能可穿戴、智能家居等智能硬件产品业务的发展，特别是精密零组件、智能无线耳机、VR 等领域内的业务取得了较快增长。具体来看，2020 年精密零组件收入为 122.05 亿元，yoy+14.93%，毛利率 14.8%，yoy+0.97pct；智能声学整机营业收入为 266.74 亿元，yoy+79.95%，毛利率 12.5%，yoy+2.21pct；智能硬件营收为 176.52 亿元，yoy+107.34%，毛利率 23.9%，yoy+1.28pct。其中，2020Q4 单季实现营收 230.1 亿元，同比增长 109.0%，归母净利润 8.3 亿元，同比增长 181.4%。此外，公司预告 2021 年一季度实现净利润 8.2~9.7 亿元，同比增长 180%~230%，主要是因为公司虚拟现实产品、智能无线耳机产品销售收入增长，盈利能力改善；同时公司持有的 KopinCorporation 权益性投资公允价值变动损益增加。

TWS 份额持续增长，盈利能力进一步提升：根据 Canalys 预测，2021 年中全球 TWS 智能无线耳机出货量约为 3.5 亿台，同比增长约 39%，预计 2020 至 2024 年的平均年复合增长率约为 19.8%。公司是大客户核心供应商，2020 年 Q4 公司降噪耳机产线爬坡顺利，供应份额稳步提升，且

请务必阅读正文之后的免责声明部分

零部件自制比例稳步扩增。未来随着公司产能持续爬坡和生产良率的提升，公司有望进一步增强盈利能力，并持续提升客户供应份额。此外，大客户头戴式耳机和智能音响以及安卓系列客户亦有广阔市场。

智能穿戴、AR/VR 等领域多点开花：根据 IDC 的预测数据，2021 年测全球 VR 虚拟现实产品同比增长约为 46.2%，2020 至 2024 年的年复合增长率约为 48%。公司是全球 VR/AR 代工龙头，具备 VR 头显及配套设备的一站式研发制造能力，目前已进入 Oculus、Sony 供应链，2020 年公司产品出货量增长显著，中高端 VR 产品的出货份额领先。根据 Canalys 预测，2021 年智能可穿戴产品出货量约为 2 亿台，同比增长约 12%，预计 2020 至 2024 年的年复合增长率为 6.7%。在智能手表领域，公司可提供从产品概念、ID 设计、电子设计、结构设计到研发、生产制造的一体化解决方案，市场优势地位突出。公司在电声、SiP、VR 镜头等精密零组件和智能硬件整机领域具备垂直整合优势，未来随着 VR/AR、智能手表等智能硬件市场进一步起量，公司业绩增长潜能充足。

盈利预测与投资评级：公司零组件+整机协同性显著，我们上调 2021-22 年净利润预测为 41.3/54.5 亿元（前值 40.0/54.1 亿元），预计 2023 年净利润 66.5 亿元，对应 P/E 为 22.6/17.1/14.0 倍，维持“买入”评级。

风险提示：终端销量不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

美团点评-W（03690）：2020Q4 财报点评：主业重回高速增长，美团优选重金投入带来战略亏损

投资要点

事件：美团 2020Q4 实现营业收入 379.1 亿元，同比增长 34.7%；经调整 EBITDA-5.9 亿元，同比下降 127%；经调整净利润-14.4 亿元，同比下降 163.3%，公司 2020Q4 收入高于市场预期，但因美团优选的重金投入带来亏损加大，盈利情况低于预期。

外卖——公司 2020Q4 收入 215.4 亿，同比增长 37.0%，GMV 为 1562.9 亿，同比增长 39.4%，综合提点率为 13.8%,较 19 年同期下降 0.2 个百分点，主要因为交易用户补贴增加和品牌商户入驻扣点优惠；Q4 外卖业务运营利润 8.8 亿，利润率提升至 4.1%（19Q4 为 4.8 亿，利润率为 3.1%）盈利提升主由于早餐、下午茶及宵夜的消费场景持续以快于午餐及晚餐消费场景的增长速度增长，同时，月度交易用户数量及交易频次亦于第四季度创历史新高，导致外卖员配送端效率提升，成本下降。

运营端——2020Q4 年均交易用户达 5.11 亿，同比增长 13.3%；Q4 订单量为 33.3 亿，同比增长 33.0%，客单价为 46.9 元，同比增长 4.8%，公司平台上整体的餐厅质量于 2020 年进一步提升，优质餐厅的数量亦大幅增加。在供给侧升级的带动下，每笔餐饮外卖业务订单的平均价值同比持续提升。

业务结构——营销业务占比提升至 11.3%（19 年同期为 11.0%）,佣金收入占比下降至 88.5%（19 年同期为 88.9%），使用公司在线营销服务的活跃商家数量因其购买在线流量的意愿不断增加而上升，及各活跃商家所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贡献收入增加所致。

到店酒旅——2020Q4 公司到店、酒店及旅游业务收入同比增加 12.2%至 71 亿元。到店、酒店及旅游业务的经营溢利由 2019Q4 的 23 亿元增至 2020Q4 的 28 亿元，而经营利润率则由 36.7%升至 39.5%。收入上升主要为活跃商家数量上升及商家结构优化导致在线营销服务收入增加所致；经营利润率的改善主要由于（1）营销效率增加；及（2）在线营销服务收入的占比提高，收入组合因而出现变化。

盈利预测与投资评级：公司在美团买菜业务上大规模投入，对盈利造成的影响超出预期，我们将 2021-2022 年的收入水平由 1566/2013 亿元调高至 1758/2336 亿元，预计 2023 年的收入为 3003 亿元，同比增长 53.1%/32.9%/28.6%；下调 2021-2022 年 EPS，由 2.21/4.28 元调至-2.4/-0.9 元，预计 2023 年 EPS 为 0.5 元，对应 PE 分别为-127/-354/591 倍。美团优选虽短期影响公司盈利能力，但有助于公司深度下沉乡镇等原来难以渗入的地区，加强自身竞争优势的同时，提升获客效率，我们维持公司“买入”评级。（港币/人民币=0.85）

风险提示：外卖骑手成本上升，市场监管风险，新业务亏损风险

（证券分析师：张良卫）

科达利（002850）：2020 年报及 2021Q1 预告点评：经营情况持续向好，Q1 业绩亮眼

投资要点

2020 年归母净利润 1.79 亿元，同比下降 24.7%，符合市场预期。2020 年公司营收 19.85 亿元，同比下降 11%；2020 年归母净利润 1.79 亿元，同比下降 24.7%，扣非净利润 1.62 亿元，同比下滑 27.7%，非经常损益中主要为 0.2 亿元的政府补贴，符合市场预期。盈利能力方面，毛利率 28.16%，同比增加 0.03pct，净利率为 8.93%，同比下降 1.45pct，下半年盈利能力提升明显。

20Q4 营收同环比高增，毛利率提升明显。20Q4 公司实现营收 7.64 亿元，同比增加 44.21%，环比增长 43.35%；归母净利润 0.8 亿元，同比下降 11.55%，环比增长 55.58%，扣非归母净利润 0.71 亿元，同比下降 18.06%，环比增长 42.69%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 35.95%，同比下降 0.04pct，环比增长 10.54pct，产能利用率提升及产品结构改善下毛利率提升明显；净利率 10.5%，同比下降 6.62pct，环比增长 0.83pct；Q4 扣非净利率 9.31%，同比下降 7.08pct，环比下降 0.04pct。Q4 公司计提了 0.6 亿元的资产减值损失及 0.15 亿元的信用减值损失，若加回，则扣非净利率环比提升明显。

21 年 Q1 归母净利润 0.82-0.89 亿元，同比增长 437.63%-483.53%，符合市场预期。公司预告 21Q1 归母净利润为 0.82-0.89 亿元，同比增长 437.63%-483.53%，环比增长 2.1%-10.8%，行业明显回归景气，下游需求旺盛，公司业绩环比进一步增长。

分业务来看，锂电池结构件业务同比小幅下降，下半年明显回升。1）锂电池结构件业务 20 年收入 18.78 亿元，同比下降 9.2%，毛利率 29.2%，同比下滑 0.43pct，其中下半年营收 12.36 亿元，同比上升 20.94%，环比增长 92.52%，毛利率达 32.5%，环比+9.8pct，回升明显。2）汽车结构件业务 20 年收入 0.83 亿元，同比下滑 42%，毛利率达

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5.7%，同比下滑 1.3pct，H2 营收 0.56 亿元，环比增长 107%。

投资建议

盈利预测与投资评级：我们基本维持此前盈利预测，预计 21-22 年归母净利润为 4.44/6.27 亿，预计 23 年公司归母净利润为 8.80 亿，同比增长 148%/41%/40%，EPS 为 1.91/2.69/3.78 元，对应 PE 为 34x/24x/17x；公司为结构件全球龙头，21 年业绩高增长，我们给以 21 年 50xPE 对应目标价 95.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

建设银行（601939）：2020 年年报点评：普惠金融标杆，核心负债优势鲜明

事件：建设银行 2020 年营业收入 7558.58 亿元，同比增长 7.1%；归属于本行股东净利润 2710.50 亿元，同比增长 1.6%，对应 EPS 为 1.06 元/股。期末总资产 28.13 万亿元，较期初增长 10.6%；归属于本行普通股股东净资产为 2.26 万亿，较期初增长 8.02%，对应 BVPS 为 9.06 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标，因此建设银行盈利增速转正符合我们预期。

投资要点

盈利预测与投资评级：建设银行作为普惠金融标杆，2020 年普惠金融贷款余额及增量均为市场第一，全年盈利增速转正增长 1.6%。股东回报方面，分红比例维持 30.0%高水准，显著提振了高股息投资者的预期。不过，大力投放公司贷款也令建设银行的核心一级资本充足率同比降低 26BP 至 13.62%，但在大型银行中依然领先。展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行的净息差有望企稳，资产质量趋势改善，而当前估值仍接近历史底部，我们坚定看好估值回升。预计建设银行 2021、2022 年盈利增速分别为 6.9%、5.7%，目前 A 股/H 股估值对应 0.71x/0.55x2021PB、6.2x/4.8x2021PE，当前静态股息率 4.60%/5.99%，维持“买入”评级。

资产&负债：普惠金融高速领跑，公司贷款增长 20.1%，存款强劲增长 12.0%领先可比银行。

①资产端：建设银行 2020 年总资产规模增长 10.6%，作为国有大行，贷款和债券投资是拉动规模增长的主要力量，尤其建设银行在普惠金融领域持续发力。i）贷款总额全年增长 11.7%，其中公司贷款高增长 20.1%，在全年新增贷款中的占比接近 80%，下半年明显压降了票据贴现额度，将信贷资源全面投放至对公及小微贷款，个人贷款中的经营性贷款也同比增长近 1.9 倍至 1384.81 亿元。同时，传统优势的零售信贷仍保持可观增长，按揭贷款降速增长 9.9%，信用卡和消费贷则分别增长 11.4%、39.6%，整体信贷投放力度非常积极。ii）投资资产增长 11.9%，其中债券投资增长 14.0%。

②负债端：总负债增长 11.0%，存款增长是核心亮点，增速 12.0%领先于可比大型银行，其中主要是个人客户的存款大幅增长 17.0%，个人客户占比上升至 50.1%，近几年加大核心负债拓展力度取得了成效。需要

请务必阅读正文之后的免责声明部分

注意的是，活期存款的占比稳定于 53.8%，较期初下行 1.43pct，并没有像可比大型银行及头部零售银行那样明显提升，主要源于建设银行的活期存款占比本身长期领先，占比已经很高，所以在“高息揽储”全面从严监管的环境下，可以逆势凭借更有吸引力的存款收益率拉动一部分增量客户。

净息差：新口径下全年同比下行 13BP，贷款预计仍受重定价影响，负债成本回落、存款成本微增。

年报调整财务口径，将信用卡分期收入一次性重分类至利息净收入（此前计入手续费收入），虽然不影响经营实质，但改变了净息差、生息资产、手续费等指标数据，并追溯调整 2019 年。新口径下，2020 年净息差 2.19%，同口径下同比下滑 13BP，下滑幅度与前三季度（未调整财务口径时）基本相当，利息净收入同口径下同比增长 7.2%，增速相对优异。具体来看：

①资产端的公司贷款不受财务口径调整影响，全年收益率 4.12%，较 2019 年下行 29BP，基本等同于 1 年期 LPR 全年 30BP 的降幅，同时全年收益率较上半年的 4.22%进一步下行 10BP，考虑 LPR 在 3 月以后并未调整，我们判断这是存量贷款重定价造成的影响。

②资产端的个人贷款受财务口径调整影响显著，主要是“信用卡分期”被计入生息资产、相应的分期收益也被计入利息收入，拉高净息差。分析 2019 年追溯调整的数据可以看出，生息资产平均余额在新口径下增加了 4059 亿元，来自于信用卡分期，同时利息收入在新口径下也新增了 263.9 亿元，可以估算出信用卡分期的平均收益率约 6.5%，高于建设银行个人贷款的平均收益率。因此，本次财务口径调整会拉高净息差指标，但同时对应减少手续费及佣金净收入，造成中间业务收入的占比降低。

③ 负债端的总成本率同比下行 3BP 至 1.73%，较上半年也下行 2BP，主要因为下半年同业负债和发行债券的成本率进一步下行。核心的存款成本率全年 1.59%，仍然保持领先可比大型银行的优势地位，较 2019 年上行 2BP，较 2020 年上半年上行 1BP，2018 年以来存款成本持续上行的趋势有所放缓。如前文所述，考虑建设银行本身在存款端活期占比及成本率有优势，因此把握严监管环境带来的机遇，可以用更有吸引力的存款收益率拉动增量客户和存款规模，因此存款成本下半年没有降低。

展望后市，我们判断国有大行的净息差有望企稳，下半年预计逐步扩张。尽管一季度净息差预计仍将受到重定价影响而小幅回落，但在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，新发放贷款利率预计开始回升，同时大型银行的负债成本也得益于监管环境而保持平稳。总体上，我们建议对商业银行净息差的趋势保持理性乐观。

非利息收入：全年同口径增长 6.8%，财富管理类业务推动手续费增长。

①财富管理类业务受益于权益市场火热、理财转型深化等因素，是 2020 年财富管理型银行的普遍增长点。建设银行代理业务手续费增长 2.8%，主要由代销基金等业务推动；理财产品业务增长 3.9%，主要由理财业务平稳转型推动。2020 年末，建设银行的合计理财产品余额达到 2.22 万亿，同比增长 3.7%，其中表内的保本理财已基本清退，年末仅剩 568.54 亿元。此外，私人银行 AUM 也实现了 17.9%高速增长，达到 1.78 万亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

②银行卡手续费及信贷承诺手续费收入，均受疫情冲击同比下滑。不过电子银行业务收入增长 13.0%，得益于稳步提升的线上经营优势，网络支付交易额逐步提升。

③手续费以外的非利息收入中，部分子公司保险业务规模增长较快，带动保险业务收入同比增长 37.1%。此外，投资收益同比下滑 5.4%，主要是结构性存款规模增加和委外投资规模缩减导致。公允价值损益在四季度大幅回升，得益于债市波动估值回升。

支出端：成本收入比创近年来新低，资产减值四季度回落驱动盈利增速转正。

建设银行全年成本收入比为 25.12%，同比明显下降 1.41pct，公司本年加强费用的精细化管理，同时受益于疫情下阶段性社保减免的政策，员工成本支出同比下滑。此外，第四季度单季仅计提 321.8 亿元信用减值，单季同比下降 39.4%，是盈利增速转正的核心。2020 年四个季度的信用减值分别为 491.2、622.6、499.4、321.8 亿元，下半年减值计提收窄是优质银行的普遍趋势。

不良率仍在上行，但不良认定严格、拨备覆盖率相对充足，资产质量理性乐观。

①2020 年末不良贷款率 1.56%，环比三季度继续上行 3BP，连续三个季度不良“双升”，主要反映疫情影响。不过，建设银行的不良认定历来非常严格，2017 年起就已经把逾期贷款全面纳入不良口径，领先于同业。2020 年末，逾期贷款比例 1.09%，同比下行 6BP，但关注类贷款比例上行 2PB 至 2.95%，全年“双升”，预计受到大力投放信贷的影响，未来仍需持续关注资产质量状况。由于四季度信用减值收窄，因此拨备覆盖率较三季度小幅下滑 3.92pct 至 213.59%，与国有大行趋势一致，市场已有预期。

②展望 2021 年，我们建议对大型银行的资产质量理性乐观。目前经济增长基础仍比较薄弱，作为将大量信贷资源投向实体和小微的国有大行，资产质量仍需关注。但同时，资产质量指标比以往更扎实，不良新生成压力从趋势上得到缓解，无需过度担忧。

风险提示：1）资产质量超预期恶化；2）银行利差持续收窄；3）信贷融资需求低迷

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

三峡水利（600116）2020 年报点评：战略规划指明方向，业绩增长逐步兑现

投资要点

事件：1）公司发布 2020 年年报，实现营收 52.56 亿元、同比增长 302.17%；归母净利润 6.20 亿元、同比增长 223.43%；扣非后为 4.37 亿元，同比增长 443.00%，符合我们预期。2）公司发布《“十四五”（2021-2025）战略发展规划（纲要）》。

短期来看：业绩高增长符合预期，我们预计 2021 年有更亮眼表现。

1）短期业绩高增长符合预期：根据公司公告：电量和电价方面，2020 年发电量为 29.47 亿度，同比增长 51.98%；上网电量为 29.17 亿度，同

请务必阅读正文之后的免责声明部分

比增长 52.23%；售电量为 113.26 亿度，同比增长 13.69%；其中外购电量为 89.02 亿度，同比增长 7.49%；受到阶段性降低企业用电成本政策的影响，售电价为 0.415 元/度，同比下降 5.82%。收入和利润方面，2020 年实现营收 52.56 亿元、同比增长 302.17%；归母净利润 6.20 亿元、同比增长 223.43%；扣非后为 4.37 亿元，同比增长 443.00%。总体来看，公司业绩处于预增公告区间之内，符合我们预期。

2）2020 年联合能源只贡献 6-12 月利润，2021 年开始全年并表：需要重点关注的是，公司的年报业绩只包含联合能源、长兴电力 6-12 月的经营成果（资产重组于 2020 年 6 月份完成），而根据公司年报内容，联合能源 2020 年全年实现归母净利润 4.83 亿元，同比增长 58.23%，增长主要来自于自发电量、售电量增长和新开拓大水电检修业务；长兴电力 2020 年全年实现归母净利润 0.74 亿元，同比增长 58.23%，增长主要来自于投资收益。从 2021 年开始，联合能源和长兴电力实现全年并表，有望为公司利润贡献更多增量。

3）我们预计 2021 年公司经营表现会有更多惊喜：2017-2019 年拖累联合能源业绩表现的电解锰业务，从 2021 年开始，获益于电解锰价格的显著上涨（2020 年底开始电解锰价格持续上涨，截至到 2021 年 3 月 26 日，电解锰价格同比上涨 53.78%），预计该业务 2021Q1 有亮眼表现。根据公司年报内容，2021 年，公司计划完成销售电量 120.92 亿度、同比增长 6.76%，实现营业收入 107 亿元、同比增长 103.57%，如果我们假设公司净利率水平与 2020 年 6 月-12 月持平（资产重组是 6 月完成），为 9.91%，则对应 2021 年归母净利润为 10.60 亿元，同比增长 71.01%。

中期来看：公司十四五战略规划落地，配售电+综合能源服务+新能源发展路径清晰。围绕三大业务：配售电、综合能源服务、新能源，和四大产业发展平台：长兴电力为市场化配售电平台、综合能源公司、新能源开发运营平台、创新研究平台，公司预计到 2025 年，销售电量将超过 1000 亿千瓦时，其中市场化售电量超 800 亿千瓦时，总资产超过 320 亿元，营业收入超过 150 亿元，4 年收入复合增速为 8.81%。

估值及盈利预测：我们将公司 2021-2022 年的 eps 从 0.47/0.60 调整至 0.44/0.53 元，预计 2023 年的 eps 为 0.63 元，对应 pe21、18、15 倍。考虑到公司资产和业务的稀缺性，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱，来水波动较大等。

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

工商银行（601398）：2020 年年报点评：利润正增，分红稳定，逾期“双降”

事件：工商银行 2020 年营业收入 8826.65 亿元，同比增长 3.2%；归属于母公司股东净利润 3159.06 亿元，同比增长 1.2%，对应 EPS 为 0.86 元/股。期末总资产 33.35 万亿，较期初增长 10.7%；归属于本行普通股股东净资产 2.67 万亿，较期初增长 8.0%，对应 BVPS 为 7.48 元/股。由于前期银保监会已披露国有大行的全年经营指标，因此工商银行盈利增速转正符合我们预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

盈利预测与投资评级：2020 年在疫情冲击背景下，作为国有大行标杆，工商银行担负着支持实体、呵护小微的重任，总体经营表现稳健、卓越。公司全年利润增速转正，净息差下半年基本平稳，不良资产认定更严格，逾期贷款全部纳入不良口径。股东回报方面，分红比例维持 30.9%高水准，全年分红派息 948.04 亿元，显著提振了高股息投资者的预期，同时年末核心一级资本充足率维持 13.18%的相对高水准。展望 2021 年，随着经济持续复苏，贷款利率触底回升，国有大行的净息差有望企稳，资产质量趋势改善，而当前估值仍接近历史底部，我们坚定看好估值回升。预计工商银行 2021、2022 年盈利增速分别为 7.1%、5.5%，目前 A 股/H 股估值对应 0.65/0.59x2021PB、5.7/5.2x2021PE，静态股息率 4.97%/5.50%，维持“买入”评级。

资产&负债：2020 年特定金融环境下，总资产增长 10.7%，增速创 2012 年以来新高，存款端活期占比明显提升。

①资产端：工商银行 2020 年总资产增长 10.7%，贷款和债券投资是主要拉动力量（表 1）。i）贷款全年增长 11.1%，其中公司中长期贷款增长 12.8%、个人经营性贷款大幅增长 50.8%，是增速领先的两大信贷资源投向，反映了“支持实体、呵护小微”的核心导向，与此相对应，按揭贷款增速降至 10.9%、信用卡仅微幅增长，占比也相应降低。ii）投资资产增长 12.3%，其中债券投资大幅增长 17.4%，这与 2020 年前三季度社融高速扩张对应。

②负债端：总负债增长 11.0%，其中存款总额增长 9.4%。存款结构方面，公司客户、个人客户的存款分别增长 7.6%、11.3%，个人客户存款的占比上升至 46.9%。存款端的亮点在于，活期存款占比上升至 50.9%，较年初提升 2.2pct，公司和个人客户的活期占比都有所提升，主要得益于企业资金支持充裕+下半年结构性存款大幅压降。我们此前多次强调，随着监管层对所有“高息揽储”方式（诸如互联网存款、“靠档计息”等）规范监管，存款的恶性竞争环境将改善，利好大型银行及头部零售银行的负债成本。

净息差：新口径下全年同比下行 15BP，贷款预计仍受重定价影响，但存款及负债成本回落。

年报调整财务口径，将信用卡分期收入一次性重分类至利息净收入（此前计入手续费收入），虽然不影响经营实质，但改变了净息差、生息资产、手续费等指标数据，并追溯调整 2019 年。新口径下，2020 年净息差 2.15%，同口径下同比下滑 15BP，下滑幅度与前三季度（未调整财务口径时）基本相当（图 7），利息净收入同口径下平稳增长 2.3%。具体来看：

①资产端的公司贷款不受财务口径调整影响，全年收益率 4.23%，较 2019 年下行 25BP，基本接近于 1 年期 LPR 全年 30BP 的降幅。同时，全年收益率较上半年的 4.36%也进一步下行 13BP，考虑 LPR 在 3 月以后并未调整，我们判断这是存量贷款重定价造成的持续影响（表 2）。

②资产端的个人贷款受财务口径调整影响显著，主要是“信用卡分期”被计入生息资产，相应的分期收益也被计入利息收入，拉高净息差。分析 2019 年追溯调整的数据可以看出，生息资产平均余额在新口径下增加了 3830 亿元，来自于信用卡分期，同时利息收入也新增了 253 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，可以估算出信用卡分期的平均收益率约 6.6%，这显然高于工商银行总体的个人贷款收益率。因此，本次财务口径调整会拉高净息差指标，但同时相应减少手续费收入，造成中间业务收入的占比降低。

③负债端的总成本率同比下行 9BP 至 1.67%，较上半年也下行 4BP，主要是金融市场宽松环境下，下半年存款、同业、债券三大类负债品种的成本率都进一步下行。存款成本率全年 1.61%，尽管同比 2019 年上行 2BP，但相比 2020H1 已经回落 2BP。这是 2018 年以来，存款成本率首次回落，我们判断得益于结构性存款压降、各种“高息揽储”方式被全面监管后，活期存款占比提升。

展望后市，我们判断以工商银行为代表的国有大行，净息差有望企稳，下半年预计逐步扩张。尽管一季度净息差预计仍将受到重定价影响而小幅回落，但在经济持续复苏、信贷供不应求的环境下，新发放贷款利率预计开始回升，同时大型银行的负债成本也得益于监管环境而保持平稳。总体上，我们建议对商业银行净息差的趋势保持理性乐观。

非利息收入：全年同口径增长 5.7%，主要由投资端贡献，而手续费仅微幅增长 0.5%，总体受到疫情冲击。

①财富管理类业务受益于权益市场火热、理财转型深化等因素，个人理财及私人银行收入增长 8.4%，预计基金代销等收入高增长，这也是 2020 年财富管理型银行普遍增长点。关于银行理财转型，我们前期分析 2020 年银行理财年报，随着净值型产品占比的逐步提高，及投资者教育不断深化，大型银行的理财收入预计重归稳健增长。2020 年末，工商银行的非保本理财余额达到 2.71 万亿，同比增长 2.5%，其中个人产品 2.15 万亿，保持市场领先。此外，私人银行 AUM 也实现了 15.4%高速增长，达到 1.8 万亿。

②银行卡、投资银行、担保及承诺等手续费收入均下滑，拖累中间业务收入，预计是受疫情冲击下，落实减费让利政策的影响，且预计 2021 年仍难以显著反弹。

③投资收益大幅增长 2.15 倍，达到 299.65 亿元，这主要是保本理财产品到期兑付客户金额减少，延续了 2019 年四季度以来的趋势，也是理财转型推进的红利。

支出端：成本收入比创近年来新低，资产减值四季度回落驱动盈利增速转正。

工商银行全年成本收入比 22.30%，同比下降 0.98pct，创多年以来的新低，主要源于内部加强费用精细化管理。不过我们预计 2021 年成本收入比将有所回升。资产减值收窄是驱动盈利增速转正的核心。第四季度仅计提 229.38 亿元减值，同比大幅下降 44.3%，推动单季度盈利增速达到 44.2%。全年四个季度的减值计提分别为 594.92、659.64、542.74、229.38 亿元。此外，全年减值中仅 85%是针对贷款，另对其他类资产（预计表外理财）计提了 308.38 亿元减值，同比增长 83%，全方位夯实资产质量。

资产质量：四季度不良率仍在上行，但不良认定更严格，逾期贷款全部纳入不良口径，2021 年预计资产质量小幅改善。

①2020 年末不良率 1.58%，环比三季度上行 3BP，连续四个季度不良“双升”，主要受疫情冲击。不过，2020 年对不良的认定明显更严格，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

这也是造成指标上行的原因之一，判断依据是关注类贷款“双降”，关注类比例下行 50BP 至 2.21%，创 2014 年以来新低，同时逾期贷款也全部纳入不良口径，逾期与不良偏离度降至 91%。由于四季度资产减值力度减弱，拨备覆盖率也较三季度末下滑 9.51pct 至 180.68%，但市场已有预期，此前银保监会已披露国有大行四季度末不良率总体环比上行 2BP，拨备覆盖率下行 6.15pct。

②分条线来看，公司贷款的不良率 2.29%，较上半年末进一步上行 20BP，下半年以来对公业务信用风险逐步暴露。零售条线的个人贷款不良率较上半年下降 9BP 至 0.56%，消费贷、经营贷、信用卡的不良率全面下行，预计加大了对新生成不良的处置力度。不过，按揭贷款的不良“双升”，也反映出疫情对居民收入造成的影响。

③展望 2021 年，我们建议对大型银行资产质量理性乐观。目前经济增长基础仍比较薄弱，作为将大量信贷资源投向实体和小微的国有大行，资产质量仍需关注。但同时，资产质量指标比以往更扎实，不良新生成压力从趋势上得到缓解，无需过度担忧。

风险提示：1）资产质量超预期恶化；2）银行利差持续收窄；3）信贷融资需求低迷

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

中国人寿（601628）：2020 年报点评：NBV 增速领先行业，“重振国寿”稳中有进

事件：公司发布 2020 年年报，实现新业务价值 583.73 亿元，对应 VNPS2.07 元/股，NBV 增速-0.6%；有效业务价值 5035.53 亿元，同比+9.6%；期末内含价值 10721.40 亿元，同比+13.8%；整体业绩符合市场预期。

投资要点

NBV 增速降幅优于同业，龙头地位稳固：1）开门红提前蓄力叠加“重振国寿”改革成效，个险 NBV 增速逆势向上。2020 年公司新业务价值 583.73 亿元，NBV 增速在疫情冲击和高基数下仍保持稳定，为-0.6%，降幅远窄于同业，其中个险板块新业务价值 576.69 亿元，同比逆势增长 1.2%，主要系“重振国寿”改革增强公司价值创造能力与公司积极布局 2020 年开门红所奠定的较高新单基础所致。2)NBV 的亮眼增速核心在于新单规模与价值率的有机统一，其中 2020 年公司新单保费在疫情影响下仍强势增长 7.0pct 至 1939.39 亿元，长险新单保费为 1178.23 亿元，同比+5.4%。随着改革的纵深推进，公司产品结构持续优化，价值率逆境中维持稳定。2020 年公司首年期交保费 1154.21 亿元，同比增长 5.5%，占长险新单保费的比重继续提升 0.07pct 至 98%。此外，特定保障型产品保费占首年期交保费的比重同比提升 0.6pct，且件均保费也有所提升。受益于产品结构的改善，2020 年公司个险 NBVMargin 达 47.9%，同比略微下降 1.5pct，总体较为稳定。

保费规模稳步向上，主动清虚提质，代理人产能加速释放：2020 年公司总保费收入 6122.65 亿元，同比增长 8.0%，其中寿险/健康险/意外险的保费收入分别为 4805.93/1150.89/165.83 亿元，同比分别增长 7.6/9.0/11.0pct，市场领先地位稳固。2020 年公司总销售人力约 145.8 万人，其中个险板块总销售人力达 137.8 万人，同比缩减 14.6%，主要原

请务必阅读正文之后的免责声明部分

因为：1）疫情影响线下展业，代理人收入减少所导致的人员流动；2）公司贯彻有效队伍驱动的策略，严格队伍管理，主动清理低效代理人，改善队伍结构。虽人力规模有所下降，公司总保费与新单保费的正增长体现了其“一体多元”销售布局下队伍的质态改善、人均产能的提升与渠道价值创造能力的增强，2020 年公司个险板块月均有效销售人力同比增长 9.7%。

重塑投资架构体系，投资能力改善：2020 年公司总投资资产达到 40964.24 亿元，较 2019 年底增长 14.6%。同年，公司建立市场化的激励约束机制，投资资产统筹配置能力显著增强。公司及时把握权益市场上行机会，优化持仓结构，股票基金配置比例由 2019 年的 11.0%提升至 11.3%。2020 年公司实现总投资收益 1985.96 亿元，同比增长 17.5%；总/净/综合投资收益率分别为 5.3%/4.3%/6.3%，同比变动+7/-27/-94bps，带来投资回报偏差 240.24 亿元，账面浮盈 548.62 亿元。

盈利预测与投资评级：短期行业人力规模、新业务价值的修复仍需时间，我们维持公司 2021-2022 年新业务价值预测 542.4/600.5 亿元，对应 2021-2022 年 VNPS 为 1.92、2.12 元。随利率的企稳回升与疫情影响的出清，中长期行业资产、负债两端有望迎来趋势性改善。公司“鼎新工程”的深入推进将继续驱动公司实现规模与价值的共振，我们预计 2023 年公司新业务价值 662.5 亿元，对应 23 年 VNPS2.34 元。当前市值对应 2021-2023 年 A 股估值 PEV0.76/0.67/0.59 倍，维持“买入”评级。

风险提示：1）保障型产品后续销售不及预期；2）长端利率大幅下行影响投资端；3）投资收益大幅下行。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

广汽集团（601238）：2020 年年报点评：Q4 受减值计提影响，利润环比-64%

投资要点

公司业绩简述：广汽集团 2020 年实现营业收入 631.6 亿元，同比+5.8%；归母净利润 59.65 亿元，同比-9.85%；扣非归母净利润 48.07 亿元，同比+25.17%。全年毛利率 7.1%，同比-0.42pct。2020Q4 实现营业收入 198.7 亿元，同比+20.06%，环比+14.13%；归母净利润 9.6 亿元，同比+242.86%，环比-64.18%。Q4 毛利率 9.41%，同比+4.88pct。

2020Q4 收入增长符合预期，净利润不及市场预期。广汽 2020Q4 收入同比+20.06%，利润同比+242.86%。核心原因包括：1）收入同比增长主要系产品结构优化，单车售价边际提升。2020H2 广汽自主单车售价 10.67 万元，同比+9.73%；广汽本田 14.48 万元，同比+1.28%；广汽丰田 14.44 万元，同比+0.13%。2）净利润同比增长幅度较大，主要系 2019 年年底期间费用一次性计提规模较大，基数较低缘故。3）Q4 非经常性损益过高，达 5.2 亿元，扣非归母净利润 4.4 亿元，低于市场预期。主要系广丰广本年底费用减值计提增加+讴歌车型减值计提增加，投资收益降低所致。Q4 来自合营及联营企业投资收益达 21.7 亿元，同比+8.2%，低于销量涨幅（广丰广本分别为+20.55%/+29.23%）。资产减值准备 7.14 亿元，主要为无形资产、开发支出相关减值计提增加，压低利润率。

消费端渠道变革+用户运营，公司端产品设计定位明确+股权激励鼓励创新。1）需求端来看，广汽集团针对消费者运营做出巨大变革，强化推

请务必阅读正文之后的免责声明部分

荐营销渠道网络建设，探索直营新模式，达到商超店比例超 50%，进一步提高对消费者的运营管理。针对新能源汽车，分拆其销售和品牌运营，对标新势力车企，以 APP 增进私域流量，不断升级。2）供给端来看，公司未来产品核心聚焦新潮好看的高颜值以及超长续航和高度智驾的强配置，打造差异化竞争力；设立股权激励计划向新能源企业和核心技术创新领域人才倾斜，有效完善内部激励机制，鼓励创新。

盈利预测与投资评级：我们预计随广汽传祺+广汽埃安新车型上市持续放量，日系车型周期向上，有望持续改善。但鉴于行业芯片短缺影响持续及原材料价格不断上涨的影响，我们下调广汽盈利预测，2021-2022 年归母净利润由之前的 95/114 亿元下调为 70/90 亿元，2023 年归母净利润为 106 亿元；对应 2021-2023 年 EPS 为 0.67/0.87/1.02 元，PE 为 15.59/12.07/10.28 倍。调整广汽集团为“增持”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

上汽集团（600104）：2020 年年报点评：Q4 净利润同比-21%，出口业务表现较好

投资要点

公司业绩简述：上汽集团 2020 年全年实现营业收入 7421 亿元，同比-12.0%；归母净利润 204.2 亿元，同比-20.23%；扣非后归母净利润 177.4 亿元，同比-17.79%。其中，Q4 实现营业收入 2384.0 亿元，同比-6.03%；归母净利润 37.8 亿元，同比-21.41%，环比-54.18%，低于市场预期。

2020Q4 业绩总体低于市场预期，整车出口业务表现强劲：上汽集团 2020 年 Q4 实现销量 198.73 万辆，同比+8.95%，上汽自主/大众/通用/通用五零分别实现销量 65.79/150.55/146.75/160.00 万辆，分别同比+26.69%/-22.21%/+35.54%/+11.26%。Q4 集团总体营收及利润同比下降，核心原因在于单车盈利下降，大众/通用降幅较大：2020 年集团总体单车售价 9.48 万元，同比-3.59%；单车利润 0.36 万元，同比-11.16%。2020H2 大众/通用/通用五菱单车售价分别为 10.85/12.25/4.44 万元，分别同比-4.62%/-2.69%/-15.53%，环比-15.11%/+3.77%/-7.69%；单车利润分别为 0.92/0.25/0.07 万元，分别同比-1.27%/-49.31%/-21.20%，环比-22.68%/-20.74%（上汽通用五菱 2020H1 单车盈利为负）。上汽集团全年出口 39 万辆，同比超 10%，新能源汽车出口显著提升，目前全球已形成 9 个万辆级市场，其中包括印度、泰国等 3 万辆级市场，表现较好。

以荣威新 R 标+智己为先导推进智能电动化，长远持续发展海外市场，实现自主品牌崛起。1）短期来看，契合新四化发展大趋势，上汽集团分别以荣威品牌 R 标进军 20-30 万元和 30 万元以上中高端智能电动车市场，对标新势力车型。R 标首款 MARVELR 于 20 年年底上市，售价 22-26 万，预计智己纯电轿车于 4 月份上市，年底量产交付。上汽持续推进产品结构优化和新能源体系建设，坚持移动出行服务运营，完善充换电站布局有望实现全年 617 万辆销量目标。2）长期来看，首先，上汽一电动车突破进入欧美等成熟国家汽车市场，以智能车突破进入印度、东南亚等成长期国家汽车市场，技术进一步成熟以后再布局欧美等

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场，着力发展自主品牌，实现从传统汽车品牌向智能网联的发展转变。

盈利预测与投资评级：我们预计随公司智己+新 R 标高端智能电动品牌打开新能源市场，并不断开拓海外市场，上汽大众及通用有望见底企稳。但鉴于行业芯片短缺影响持续及原材料价格不断上涨的影响，我们下调上汽 2021-2022 年盈利预测，归母净利润由 236/257 亿元下调至 210/231 亿元，对应 EPS 为 1.80/1.98 元。2023 年对应归母净利润和 EPS 分别为对应 251 亿元和 2.15 元，2021-2023 年 PE 分别为 11.17/10.15/9.36 倍。调整上汽集团为“增持”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

用友网络（600588）：2020 年年报点评：业绩符合预期，云转型硕果累累

事件：用友发布 2020 年度报告，全年实现营业收入 85.25 亿元，同比增长 0.2%；扣非后归母净利润 9.04 亿元，同比增长 33.5%，符合我们预期。

投资要点

净利润增长 34%，产品标准化优势明显：用友 2020 年实现收入 85.25 亿元，同比增长 0.2%；扣非归母净利润 9.04 亿元，同比增长 33.5%；经营活动产生的现金流净额为 16.13 亿元，同比增长 5.2%。收入规模稳居行业领先的同时，经营质量也保持同步提升，体现出用友产品的标准化优势。续费率方面，大中客户续费率达到 98.96%，意味着大中客户对公司产品和服务的认可。

云收入增长 74%，云转型成绩斐然：公司云服务业务实现收入 34.2 亿元，同比增长 73.7%，总营收占比达到 40%，完成云预收款 10.9 亿元，较年初增长 83.9%，云服务业务继续保持高速增长态势。其中 1000 万元以上、500-1000 万元订单数量分别增长 117%、100%，订单金额分别增长 107%、121%。截至 2020 年底，公司云服务业务累计付费客户数为 60.16 万家，同比增长 17.5%。此外，公司软件业务实现收入 40.4 亿元，同比下降 22.2%；云加软件业务收入 74.66 亿元，同比增长 4.2%。

YonBIP 产品推广顺利，大型客户领域优势尽显：2020 年用友 BIP 类产品及服务收入 12.2 亿元，占比 35.7%，服务客户数达到 4949 家，且在央企中应用广泛；NCC 产品及服务收入 10.14 亿元，服务客户 876 家。用友在大型客户领域优势明显，在同业里遥遥领先。公司生态战略亦取得长足进展，云市场生态伙伴入驻呈快速增长之势，累计发展入驻伙伴 8000 家、入驻商品超过 11000 个，发布百款云生态融合型产品。

华为在核心领域采用 YonBIP，更多标杆客户选择用友：用友首次披露与华为在财经领域合作，而财经领域是数智化转型企业的核心和基础，华为选择用友，是对 YonBIP 在财经领域的产品能力和持续创新的信任。目前华为正在多个领域与用友合作创新 YonBIP 应用。除华为外，YonBIP 已成功签约云南烟草、中海油、工商银行、中核工业等众多标杆客户。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：公司设立了 2021 年度经营目标，包括云服务收入实现 80%增长，订阅收入实现 100%增长；云收入占比持续提升，我们预计将达到 60%。我们维持公司 2021-2023 年收入预测 100.14/134.02/181.75 亿元，考虑到公司加大研发投入，我们将 2021-2022 年净利润从为 8.95/18.49 亿元下调至 8.58/15.52 亿元，预计 2023 年净利润为 19.97 亿元，对应 PS 为 11/9/6 倍，相对目前 A 股其它云公司和港股金蝶国际处于折价状态。用友在大型企业优势明显，成长性领先行业，维持“买入”评级。

风险提示：企业服务产业竞争加剧；新冠疫情带来整体经济下行。

（证券分析师：张良卫　研究助理：王紫敬）

农夫山泉（09633）2020 年业绩点评：受益 PET 价格下行，全年盈利超预期

事件：公司发布 2020 年度业绩，全年实现营收 228.8 亿元（-4.8%），归母净利 52.8 亿元（+6.6%），略超我们预期；其中，20H2 归母净利 24.1 亿元，同比增长达 16.5%，公司拟派发期末股息每股 0.17 元，股息率为 0.5%。

（注：如无特别说明，本报告数据币种均为人民币）

投资要点

尽管暑期旺季受水灾影响，20H2 收入同比下降幅度收窄：受疫情影响，因部分消费场所关闭、运动出行减少等因素，饮料的消费受到重大冲击。据中国饮料工业协会数据，2020 年全国饮料产量同比下降 7.97%，其中包装饮用水下降 10.44%。同时，7 月多省份因暴雨而引起的水灾，亦直接冲击公司部分线下网点和产品运输，公司 20H2 依然实现收入 113.3 亿元（-3.2%），降幅较 H1 收窄 3.0pct。

受益 PET 材料价格下降，利润率显著提升：作为瓶身重要原料的聚对苯二甲酸乙二酯（PET）价格在 2020 年持续下行，因此公司整体毛利率自 2019 年的 55.4%上升至 2020 年的 59.1%，增加 3.7pct，提升显著。

分产品来看，饮用水需求韧性依旧，而功能饮料等具有场景化消费特点的饮料产品受疫情冲击更严重：

包装饮用水：包装饮用水全年营收 139.7 亿元（-2.6%）,其中由于受到暴雨和水灾影响，20H2 营收同比下降 5.9%，实现营收 68.6 亿元。但成本的下降导致全年 EBIT 达 50.6 亿元（+12.0%）；其中 20H2 实现 EBIT25.0 亿元，同比增长 8.85%。从产品结构来看，在疫情影响下，家庭消费场景机遇凸显，中大规格饮用水收入同比增长更快。

茶饮料：健康化趋势下，茶饮料逐步转向无糖茶，而农夫山泉“东方树叶”则是无糖茶中的领军品牌，预计 20 年实现双位数增长。而有糖茶品牌“茶Π”于 4 月再次携手代言人权志龙，并在电商推出三款全新杯装产品，以扩大客群覆盖，保持稳健的发展。全年茶饮料产品实现营收 30.9 亿元（-1.6%），其中 20H2 实现 14.9 亿元，实现同比正增长 10.5%。茶饮料全年 EBIT 达 13.1 亿元（+9.6%），EBIT 率自 2019 年的 38.2%提升至 2020 年的 42.5%。

果汁饮料：在消费升级和健康化趋势下，公司坚持“好果汁是种出来的”源头战略，驱动果汁饮料向高浓度果汁转型升级，整体盈利能力有

请务必阅读正文之后的免责声明部分

所提升。全年果汁饮料产品实现营收 19.8 亿元（-14.4%）。

风险提示：食品安全风险；行业竞争加剧风险；宏观经济波动风险；市场扩张不确定性风险。

（证券分析师：汤军　证券分析师：何长天　研究助理：樊荣）

中公教育（002607）：2020 年业绩预告点评：疫情影响或基本得到消化，中长期依旧前景乐观

投资要点

事件：公司预计 2020 年归属于上市公司股东的净利润 23.0-24.5 亿元，同比增长 27.46%-35.77%，扣除非经常性损益后的净利润 18.6–20.1 亿元，同比增长 9.39%-18.21%。对应 2020Q4 归属于上市公司股东的净利润为 9.79-11.29 亿元，同比增长 16%-33%，扣除非经常性损益后的净利润 7.82-9.32 亿元，同比增长-4%-15%。公司业绩基本符合市场预期。

疫情影响考试及培训节奏，导致增速出现扰动，但绝对增速依旧保持较高水平。回顾 Q3 的恢复性高增长主要是由于上半年严重疫情事件后，招录考试及培训集中开展及业绩确认，Q4 由于仍受制于疫情对招录节奏的影响，导致增速回归至合理水平。我们分析 2020 年公司经营受到疫情影响主要体现在：1）教师序列占收入比较高，2020 年受到的影响相对较大；2）由于 H1 疫情推迟公务员招录，导致考试及招录节奏更紧张，部分学习周期变短，我们判断也可能会影响定价的增长。3）我们预计考研依然保持较快增长。

疫情期间公司竞争力进一步提升，市场份额预计持续提升。公司通过逐步加大研发、教学、市场、服务等关键驱动要素的人才与资本投入，以研发为主导的市场领先优势进一步增强，公司线上业务快速发展，线下布局稳步推进，线上与线下融合（OMO）优势更加凸显，行业综合优势进一步加大。

看好后续恢复高增长，中长期依旧前景乐观。根据我们统计，截止 3 月 17 日，2021 年各省省考招录总人数达到 152,358 人，报名人数为 5,371,491 人，较于 2020 年招录人数相比招录人数同比下跌 6.3%，减少招录人数 10,264 人。招录人数下降我们认为与 2020 年疫情期间扩招有关，但报考人数依旧维持增长，同比增长 24 万，增幅为 4.6%。教师资格证考试及招录均正常推进，我们预计疫情影响已经基本消化，后续公司增速有望得到恢复，期待 2021H1 的恢复性增长，此外，依旧看好医疗、技能等新兴成长赛道的持续涌现，带来新增量。

维持“买入”评级。由于疫情的短期影响，我们将 2020-2022 年 EPS 从 0.42/0.57/0.74 元下调至 0.39/0.54/0.72 元，当前市值对应 2020-2022 年 PE 分别为 73/53/40 倍，考虑到疫情影响已经基本得到消化，以及市场格局进一步得到改善，我们看好公司在 2021 年经营得到恢复，维持公司“买入”评级。

风险提示：行业政策监管超预期风险，招录考试政策变动，公司管理风险，教学事故等。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖　证券分析师：吴劲草）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

鸿远电子（603267）：2020 年年报点评：自产与代理业务快速发展，有望持续受益于军工高景气

事件：公司发布 2020 年度报告，实现营业收入 17.00 亿元，同比+61.22%；归母净利润 4.86 亿元，同比+74.43%。

投资要点

下游军民市场需求强劲，自产业务与代理业务收入均大幅增长

1）自产业务：实现销售收入 8.86 亿元，同比+50.58%，其中核心产品瓷介电容器收入占比为 98.77%，直流滤波器占比已超过 1%。报告期内下游客户需求旺盛，瓷介电容器自产业务产销率达到 95.40%，直流滤波器产品产销量分别同比增长 171.87%和 61.35%。2020 年公司持续提升产品产能及扩充产品品类，电子元器件生产基地项目及直流滤波器项目基建主体工程已竣工启用，部分产线已投产，预计可实现多层瓷介电容器产能 7 亿只/年，奠定了自产业务持续快速发展的基础。

2）代理业务：实现销售收入 8.08 亿元，同比+74.87%。公司加强与核心客户的合作，前五名客户合计实现销售收入 49,881.84 万元，同比+139.41%，占本期代理业务收入比例为 61.73%，同比+16.64pct。报告期内扩充了代理品牌与产品类别，重点布局了 5G 通讯、汽车电子、物联网等新兴工业领域。同时受益于下游客户旺盛需求。

自产业务毛利率继续提升，费用管控得当助力盈利能力提升

公司实现归母净利润 4.86 亿元，同比+74.43%。1）毛利率方面，自产业务毛利率同比提高 0.93pcts 至 79.90%，代理业务毛利率同比下降 3.74pcts 至 10.08%，自产业务毛利率提高或由规模效应所致。受业务结构变化及代理业务毛利率下降影响，公司主营业务毛利率较上年同期下降 3.72 个百分点至 46.60%。2）费用端：报告期内销售费用率为 3.56%（-3.28pct），管理费用率为 5.18%（-3.39pct），研发费用率为 2.65%（-0.38pct），财务费用率为-0.55%（-0.46pct），整体期间费用率较上年同期下降 7.52pct 至 10.84%。综合影响之下，本期净利率同比+2.16pcts 至 28.59%，我们预计随着业务规模的扩大以及管理效率的提升，公司有望保持较强的盈利能力。

研发投入夯实技术优势，有望持续受益于军工市场高景气

2020 年公司在脉冲储能电容器、交流滤波器、陶瓷材料、电极浆料以及低温共烧陶瓷等方面继续加大研发投入，进行技术储备，并且高性能镍电极用电容器陶瓷材料技术已经达成批量生产能力，不断增强的技术实力更加稳固了公司的行业地位。公司高可靠 MLCC 产品广泛应用于航天、航空、船舶、兵器等领域，十四五期间我国航天、航空等领域先进武器装备列装有望加速，新型装备信息化水平的提高也带动 MLCC 等电子元器件产品渗透率的提升，公司有望持续受益于下游军工市场的高景气。

盈利预测与投资评级：我们维持 2021-2022 年净利润预测 7.04/9.71 亿元，预计 2023 年净利润 13.13 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 为 3.04/4.20/5.67 元，当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 41/30/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：自产业务增长不及预期；代理业务毛利率下降风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

新宙邦（300037）：年报点评：多点开花，Q1 业绩亮眼

投资要点

2020 年归母净利润 5.18 亿元，同增 59.3%，符合预期；公司营收 29.61 亿元，同增 27.4%；扣非净利润 4.81 亿元，同增 57.3%，主要为 0.26 亿元的政府补助；20 年毛利率为 36%，同增 0.37pct，净利率为 17.69%，同增 3.52pct。

21Q1 归母净利润 1.4-1.6 亿元，同比增 45%-65%，超市场预期。扣非归母净利润 1.2-1.4 亿元，同增 25.94%~46.94%，环增-12.41%~2.19%，我们预计公司 Q1 计提 0.3-0.4 亿元的股权激励费用，若加回，则扣非归母净利润中值达 1.7 亿元左右，超市场预期。

业务拆分来看，1）电解液业务 20 年收入 16.59 亿元，同比增长 43.44%，毛利率 26%，同比+0.3pct，其中下半年收入为 10.71 亿，环比接近翻番，毛利率 24%，环比下滑 5pct；2）氟化工业务 20 年收入 5.62 亿元，同比增长 13.40%，毛利率达 67%，同比+8.8%，下半年收入 2.53 亿元，环比下滑 18%，毛利率 71%，环比上升 8%；3）电容器化学品业务 20 年收入为 5.37 亿元，同比增长 4.11%，毛利率 39%，同比下滑 1.5pct，其中下半年收入 2.91 亿元，毛利率 38%，环比持平；4）半导体化学品营业收入 1.57 亿元，同比+37%，下半年增长迅速。

电解液海外客户放量，一体化提升盈利。全年电解液出货 3.8 万吨，同比增长 30%以上，单吨售价 4.3-4.4 万/吨（含税），同比+10%，全年毛利率 26%，同比基本持平。20 年翰康营业收入为 2.46 亿元，同比增长 38.54%，净利润 0.37 亿元，同比+89.1%。我们预计全年电解液单吨利润超 3000 元/吨，贡献 1.5 亿利润，其中子公司瀚康贡献 0.3 亿权益利润，同比近翻番。

存货增加，账面现金充裕。2020 年公司存货为 4.44 亿，较年初增加 32.39%；应收账款 9.91 亿，较年初增长 31.4%；2020 年公司经营活动净现金流为 8.81 亿，同比上升 56.92%；投资活动净现金流出 10.13 亿，同比上升 72.82%；资本开支为 3.64 亿，同比下降 30.12%。账面现金为 18.07 亿，较年初增长 471.67%，公司在手现金充裕。

盈利预测与投资评级：公司业务多点开花，我们将 21-22 年归母净利润由 7.28/10.30 亿上调至 7.57/10.93 亿，预计 23 年公司归母净利润为 14.81 亿，同比增长 46%/44%/35%，EPS 为 1.84/2.66/3.6 元，对应 PE 为 40x/27x/20x；考虑股权激励费用影响，我们给予 21 年 50 倍 PE，对应目标价 92 元，维持"买入"评级。

风险提示：电动车销量不及预期，氟化工原料价格上涨。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

中国东方教育（00667）：2020 年报点评：疫情下收入-6.6%，经调整净利-44.4%，期待职教龙头疫情后全面恢复

业绩简评

疫情下收入-6.6%，经调整净利-44.4%：疫情下 20 年公司收入 36.5 亿元，同比-6.6%，经调整净利润 5 亿元，同比-44.4%。收入利润出现大幅

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下滑主要因为受疫情影响，2020H1 旗下学校无法正常招生和开学所致。公司拟每股派息 0.135 港元，以最近一日收盘价对应股息率 0.9%。

公司利润相对收入受疫情影响更大主要因为：1）成本和费用相对刚性：2020 年毛利率同比下滑了 4.4pct，销售费用率和管理费用率在 2020 年增长了 4.8pct 和 1.3pct。2）非经常性项目影响较大：扣除汇兑损失 1.7 亿元以及股份支付等影响，公司 2020 年经调整净利润 5 亿元，同比-44.4%，经调整 EBIDTA 为 14.4 亿元，同比-20.1%。

各版块影响各不相同：新东方烹饪和万通汽车受疫情影响较大，其中新东方收入 19.5 亿元，同比-8.6%，万通汽车 4.8 亿元，同比-9.0%；新华电脑和欧米奇受疫情影响相对较小，2020 年分别实现收入 7.5 亿元/3.3 亿元，同比-3.5%/3.8%。美味学院则是疫情中逆势成长，2020 年实现收入 5581 万元，同比+15.6%。

疫情下公司仍保持高学校网点扩张：20 年公司经营虽然受到了疫情影响，但仍保持了高速扩张的趋势，截至 20 年末，公司共有学校及中心 206 所，同比+16%，即新开了 29 所。其中各版块拆来来看，欧米奇和新东方烹饪的新开学校数绝对增长最多，分别新开了 10 所和 8 所学校。

课程拆分：平均培训人次和学费均有下降，但 3 年期以上课程占比大幅提升，未来有望带来更稳定的收入：疫情下 2020 年平均培训人次小幅下降 2%至 13.3 万人次，平均学费同比下降 5%至 2.74 万元，但三年期以上课程占比大幅提升至 20 年的 37.8%。未来有望带来更稳定的收入。

2020H2 收入增长已同比转正，看好公司疫情后全面恢复：2020 年公司 2-4 月整体处于停课阶段，经营业绩也因此收到较大影响，但从下半年的数据来看，公司 2020H2 实现收入 21.3 亿元，较 2019 年 H2 的 20.84 亿元收入已经实现正增长，同比增速+2.3%，看好公司疫情后全面恢复。

盈利预测与投资评级：公司是我国职教龙头，有较强的品牌认知度，渠道优势和规模化管理经验，20 年因疫情影响令业绩承压，但从 20H2 开始已逐步恢复，实现了下半年收入正增长，未来或受益于长期课程占比的提升以及新教学板块和业务拓展带来的增量。但仍考虑到 20 年所受影响依然存在，我们将公司 21-22 年归母净利润从 12.7/14.7 亿元下调至 10.1/11.8 亿元，预计 23 年净利润 13.3 亿元，同比+294%/16.5%/12.7%，最新收盘价对应 21-23 财年 PE 分别为 28/24/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：招生不及预期、新建学校项目落地推进不及预期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

福斯特（603806）：2020 年年报点评：Q4 光伏胶膜毛利率超预期，新材料量利双升

投资要点

20 年归母净利润同增 63.5%，扣非归母净利润同增 87.7%，超预期：20 年公司实现营收 83.9 亿元，同增 31.6%，归母净利润 15.7 亿元，同增 63.5%，扣非归母净利润 15.2 亿元，同增 87.7%。其中 Q4 收入 29.2 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

元，同增 63.6%，环增 39.7%；归母 6.9 亿元，同增 90.3%，环增 67.1%。整体业绩超预期，主要原因在于胶膜业务毛利率超预期。

公司光伏胶膜产销双升，龙一地位稳固：公司 20 年销量达 8.65 亿平米，同比增加 15.57%，对应全球市占率约 55%-60%，大幅领先二梯队厂商，龙一地位稳固，其中 Q4 胶膜销量达 2.68 亿平米，环增 21.8%，同增 33.3%。截至 20 年末，公司胶膜产能达 10.5 亿平米，同增 41.1%，随着后续滁州 5 亿平米和嘉兴 2.5 亿平胶膜产能投放，公司产能剑指 18 亿平米，对应 180GW 组件需求，我们预计 21 年出货量将超 11 亿平米，同增 27%+。

Q4 毛利率超预期：光伏胶膜全年毛利率 29.04%，同比提升 8.5 个百分点，其中 Q4 毛利率达 36.4%，环比提升 5 个百分点，同比提升超 13 个百分点，对应单平米净利为 2.57 元。Q4 毛利率超预期主要是由于（1）价格高：胶膜 Q4 两次提价叠加高端产品占比提升，公司 Q4 胶膜单价为 9.96 元/平方米，同增 24.7%，环增 19.2%，为 14 年至今的最高价;（2）成本低：公司 Q4 树脂平均采购价为 11.98 元/KG，环比增长 23.8%，但测算公司 Q4 单平米成本环比仅提升 10%，我们预计是低成本库存所致。

感光干膜 20 年量利双升，多个新产品储备：公司感光干膜近几年处于快速成长期，20 年销售 4362.5 万平米，同增 206.5%，实现营收入 1.8 亿元，同增 220.5%，我们预计 21 年销量将超 1.6 亿平米。感光干膜毛利率提升显著，19 年毛利率仅 7.2%，20H1 为 16.06%，20H2 提升至 22.1%，我们预计 21 年随着规模化效应&配套的碱溶性树脂投产&高端产品结构占比提升，21 年毛利率将进一步提升。随着公司基于关键共性技术平台，拓展新材料产品体系的战略实施，FCCL、铝塑复合膜、水处理膜等新材料未来将持续贡献业绩增量。

盈利预测与投资评级：盈利预测与投资评级：基于光伏行业景气度、公司龙头地位提升，上调盈利预测，我们预计 21-23 年归母净利润 19.5/25.3/33.5 亿元（前值 21 年为 17 亿），同比增长 24.8%/29.7%/32.1%，给予 2021 年 40 倍 PE，目标价 101.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

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