证券研究报告

晨会速递

2021 年 03 月 26 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	3,363.59	-0.10%
深证成指	13,421.16	0.10%
创业板指	2,656.00	0.81%
沪深 300	4,926.35	-0.05%
中证 500	6,157.41	0.24%
科创 50	1,219.71	-0.14%
香港恒生	27,918.14	-2.03%

行情数据为 2021 年 03 月 25 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:

- **工信部发布“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023 年）**
- **淘宝特价版宣布战略升级**
- **发改委等 28 部门：打造智慧出行平台“车城网”**
- **中海油服：2020 全年实现净利润 27 亿**
- **上海首个机器人超级工厂投产，实现“机器人”制造“机器人”**
- **国家能源局淘汰煤炭落后产能工作成效显著**
- **隆基硅片 4 月报价保持不变**
- **龙蟒佰利扩版图，拟 4 亿元收购 2 家公司**
- **惠发食品：与沙县小吃集团合作后，将全面负责沙县小吃商标品牌运营**
- **央行：保持贷款平稳增长、坚持“房住不炒”**
- **中国家电业“芯”崛起**

晨会点评:

- **【家电】智能化、套系化、健康化成 AWE 最大主旋律(罗岸阳)**

智能化、套系化、健康化成 AWE 最大主旋律。

海尔发布全球首个场景品牌“三翼鸟”。

各大家电品牌如格力、海信等都推出智能中心概念产品，旨在推动家居智能、套系、互联。

健康类产品，如空气净化器、扫地机器人、按摩仪等也备受关注。

- **【电力设备&新能源】电新景气度向好，排产持续高增长(武浩)**

近期电新板块出现了比较大的回调，但是我们跟踪产业链发现，电动车景气度依然处于向上的通道，排产依然保持很高的增长，光伏这一轮价格的博弈也很快出现结果，所以我们认为目前已经到了电新最好的买入时点。

- **【纺织服装&轻工】纺织化妆品观点更新(汲肖飞)**

重点把握三条主线：一是重点关注优质公司业绩改善投资机会，关注森马服饰、星期六、地素时尚、比音勒芬、健盛集团；二是体育服饰赛道景气度相对较高，本土头部品牌逐步构筑护城河、业绩有望持续增长，

短期受市场风格调整影响，估值调整到位后仍值得关注；三是化妆品行业持续高增，国货品牌不断加强研发夯实产品基础，在功能性护肤品等细分赛道已展现出优势，关注贝泰妮、华熙生物、珀莱雅、上海家化、丸美股份、御家汇等。

报告速览：

- **【固收】债券深度报告：降低政府杠杆率，会减轻利率债供给压力吗？(李一爽)**
- **【非银】行业研究深度报告：“往事”已去，迎风而起(王舫朝)**
- **【非银】新华保险（601336.SH）：公司点评报告：NBV 降幅收窄，期待人力质态提升(王舫朝)**
- **【金工】基金研究报告：权益基金减仓消费，加仓周期、TMT(张雨蒙)**

重要财经资讯

工信部发布“双千兆”网络协同发展行动计划（2021-2023 年）

据工业和信息化部 3 月 25 日消息，为推进“双千兆”网络建设互促、应用优势互补、创新业务融合，进一步发挥“双千兆”网络在拉动有效投资、促进信息消费和助力制造业数字化转型等方面的重要作用，工信部印发《“双千兆”网络协同发展行动计划(2021-2023 年)》。

该计划主要目标：用三年时间，基本建成全面覆盖城市地区和有条件乡镇的“双千兆”网络基础设施，实现固定和移动网络普遍具备“千兆到户”能力。千兆光网和 5G 用户加快发展，用户体验持续提升。增强现实/虚拟现实(AR/VR)、超高清视频等高带宽应用进一步融入生产生活，典型行业千兆应用模式形成示范。千兆光网和 5G 的核心技术研发和产业竞争力保持国际先进水平，产业链供应链现代化水平稳步提升。“双千兆”网络安全保障能力显著增强。

到 2021 年底，千兆光纤网络具备覆盖 2 亿户家庭的能力，万兆无源光网络(10G-PON)及以上端口规模超过 500 万个，千兆宽带用户突破 1000 万户。5G 网络基本实现县级以上区域、部分重点乡镇覆盖，新增 5G 基站超过 60 万个。建成 20 个以上千兆城市。到 2023 年底，千兆光纤网络具备覆盖 4 亿户家庭的能力，10G-PON 及以上端口规模超过 1000 万个，千兆宽带用户突破 3000 万户。5G 网络基本实现乡镇级以上区域和重点行政村覆盖。实现“双百”目标：建成 100 个千兆城市，打造 100 个千兆行业虚拟专网标杆工程。

淘宝特价版宣布战略升级

今日，淘宝特价版宣布进行战略升级。阿里巴巴集团副总裁、C2M 事业部总经理汪海表示，未来一年，淘宝特价版将打造全品类源头直供体系，持续补贴日用消费品，打造最大性价比综合电商平台。此次淘宝特价版直供体系升级的核心是食品生鲜和品牌服饰两大品类。

发改委等 28 部门：打造智慧出行平台“车城网”

证券时报网讯，据发改委 25 日，发改委、财政部、工信部、证监会等 28 个部门日前联合印发《加快培育新型消费实施方案》。方案提出，实施智能化市政基础设施建设和改造。协同发展智慧城市与智能网联汽车，打造智慧出行平台“车城网”。推进智慧社区建设，实现社区智能化管理。推动智能建造与建筑工业化协同发展，建设建筑产业互联网，推广钢结构装配式等新型建造方式，加快发展“中国建造”。

中海油服：2020 全年实现净利润 27 亿

中海油服（601808）发布 2020 年报。报告期内，公司实现营业收入人民币 289.59 亿元，同比减幅 7%；实现净利润人民币 27.18 亿元，同比增加人民币 1.90 亿元。

2020 年，面对新型冠状病毒肺炎疫情和低油价的双重挑战，中海油服践行“技术发展、国际化发展”战略，积极统筹疫情防控和生产运营，细化落实降本提质增效实施方案，全速推进关键核心技术研发和成果转化，在行业环境和服务价格承压情况下，实现净利润同比正增长。2021 年公司将把握新发展机遇，贯彻落实绿色低碳理念，践行创新驱动发展战略，完善风险应急机制，构建以国内大循环为重点、国内国际双循环体系的新发展格局，加速提升公司核心竞争力，全面推动公司高质量发展，为股东、客户和社会各方创造更大价值的回报。

上海首个机器人超级工厂投产，实现“机器人”制造“机器人”

上海首个机器人超级示范工厂日前在嘉定正式投产。2 万平方米的厂房里几乎看不到产业工人，都是用机器人制造机器人，据厂方介绍：通过先进的硬件和现代化的管理软件打造出这样的智能制造系统，就能批量运用工业机器人进行生产制造。目前这个超级工厂已具备年产 6 轴工业机器人 1 万台，机器人柔性工作站 500 套的生产能力。随着批量机器人的投入使用，用工量可减少 80%，产品测试一次性通过率上升 15%，单位面积产出效率提升 30%以上。到 2022 年，上海将建设 100 家智能制造示范工厂，今年年内首批 20 家智能工厂将全部上线。

国家能源局淘汰煤炭落后产能工作成效显著

为贯彻落实党中央、国务院深化供给侧结构性改革的决策部署，2019 年以来，国家能源局会同有关部门组织开展了 30 万吨/年以下煤矿分类处置工作，指导各地按照“严格执法关闭一批、实施产能置换退出一批、升级改造提升一批”的要求，有序淘汰落后产能。截至 2020 年底，全国 30 万吨/年以下煤矿 1129 处、产能 1.48 亿吨/年，较 2018 年底减少 911 处、产能 1.04 亿吨/年，降幅分别达 45%、41%。

隆基硅片 4 月报价保持不变

2021 年 3 月 25 日，隆基公示单晶硅片价格，其中 G1、M6（170μm 厚度）报价为 3.65 元/片、3.75 元/片，M10（175μm）报价为 4.56 元/片，4 月报价保持不变。这是隆基在 40 天内三次提涨硅片报价之后，首次报价保持不变。

根据 PVinfoLink 本周价格跟踪，国内单晶硅片 175μm 厚度 M6(166mm)价格每片 3.65-3.8 元人民币、海外每片 0.5 13-0.518 元美金 ； 国内 M10(182mm)及 G12(210mm) 175μm 厚度分别为 4.56 元及 6.16 元人民币上下。PVinfoLink 分析，多晶方面，在多晶用料随单晶料大涨、以及印度买气回温的情况下，多晶硅片价格开始反应硅料成本的大幅上涨，厂商报价区间拉大，来到每片 1.5-1.7 元人民币之间，但本周尚在商谈期间，大多在未来一周期间才会实际落地。

龙蟒佰利扩版图，拟 4 亿元收购 2 家公司

龙蟒佰利 3 月 24 日晚公告，公司一次性收购 2 家公司，并对 3 家子公司增资。龙蟒佰利公告，公司全资子公司佰利新能源拟以现金收购焦作市中州炭素有限责任公司所持有的河南中炭新材料科技有限公司 100%股权，交易价格为 2.92 亿元。公司控股子公司云南国钛拟以现金收购公司控股子公司东方锆业所持有的朝阳东锆新材料有限公司 100%股权，交易价格为 1.64 亿元。

中州炭素经营范围包括石墨及碳素制品制造、销售等，是中国最早的炭素企业之一。朝阳东锆经营范围包括危险化学品生产、危险化学品经营、稀有稀土金属冶炼、有色金属压延加工、特种陶瓷制品制造等。

惠发食品：与沙县小吃集团合作后，将全面负责沙县小吃商标品牌运营

惠发食品在互动平台表示，公司与沙县小吃集团合作后，将全面负责沙县小吃商标品牌运营，为沙县小吃产业搭建一条涵盖产品定向研发、标准化生产加工、仓储、分拣、冷链运输、品牌餐饮为一体的全程可追溯生态产业链、供应链，在保持沙县小吃传统优势的前提下进行全面升级，目前各项工作正在有序推进中。

央行：保持贷款平稳增长、坚持“房住不炒”

央行在北京召开全国 24 家主要银行信贷结构优化调整座谈会，会议指出信贷总量上要“稳字当头”，保持贷款平稳增长、合理适度，把握好节奏。会议要求保持小微企业信贷支持政策的连续性、稳定性，加强中小微企业金融服务能力建设，实现普惠小微贷款继续“量增、价降、面扩”。会议指出推动金融系统继续向实体经济合理让利，小微企业综合融资成本稳中有降。坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度，加大住房租赁金融支持力度。

中国家电业“芯”崛起

从终端产品向上游芯片等核心部件突破，是中国家电业重要的升级方向之一。2021 年将是中国家电龙头企业自研芯片大规模应用的关键一年。在 3 月 23 日开幕的 2021 中国家电及消费电子博览会(AWE)上，格力电器、美的集团、四川长虹、海信视像、格兰仕等都不约而同地展示了中国家电业的“芯”力量。物联网、智能家居的发展，使芯片需求旺盛。家电企业自主开发芯片，不仅与传统家电终端业务之间有较高协同性，可大幅减少成本、降低对国外核心部件的依赖，还成为抢夺 AI、物联网时代话语权的利器。

晨会观点

【家电】智能化、套系化、健康化成 AWE 最大主旋律(罗岸阳)

2021 年中国家电及消费电子博览会（AWE）今天在上海正式落下帷幕，在本次展会中各大家电厂商都带来了最新的产品和规划，整场展会的关键词中不可缺少的就是“智能化”、“套系化”、“健康化”。

海尔智家带来了自己智慧家庭战略的最新成果，在展会现场向大家展示了智慧家庭场景定义“新居住”，发布了全球首个场景品牌“三翼鸟”，标志着了海尔从卖产品到卖场景，提供阳台、厨房、浴室、全屋空气、全屋用水、视听等智慧家庭全场景解决方案。场景品牌三翼鸟除了将多样产品集合发挥其智能化的优势外，也是套系化家电的一个体现，未来家庭里的各类家电将进一步完成相互联通，以进一步满足消费者需求为中心。

除了海尔以外，格力也顺应智能家电的大趋势，向消费者展示了家庭智能云中心，旨在将家居多领域融合；海信家电推出行业首款场景中央空调，主打既是中央空调，也是家庭智能中枢。除了传统家电产品板块，各企业也纷纷提出物联网概念，将家电业务向外衍生，形成互动，如海尔提出的衣联网、食联网；海信的物联网模块也被应用于智慧家居、工业互联网、智慧城市等方面。

在今年展会的产品中，“健康化”也是主题之一。许多家电企业针对消费者日益增长的对于健康环境类产品需求推出一系列空气净化类产品，也将健身、食品健康等融入产品理念当中。受居家习惯的影响，清洁类产品如扫地机器人、拖地机、擦窗机等也成为最为瞩目的产品之一。

【电力设备&新能源】电新景气度向好，排产持续高增长(武浩)

在目前位置，我们主要推荐一季度经营情况较好的，以及未来几年增速很快，同时回调比较多的标的，比如宁德时代、汇川技术，我们跟踪下来汇川 1—2 月份通用自动化的订单同比都有接近翻倍的增长。

从公司来看，汇川成立之初依靠核心团队技术积累，突破了矢量变频技术，依托变频器成功进入工控市场。然后通过内生外延的模式，不断拓展技术同源的工控类产品，目前已经形成通用自动化，电梯，新能车电控，工业机器人，轨道交通 5 大业务板块，我们认为各个板块最近这几年都有增长的动力。

首先通用自动化业务是公司传统优势业务，目前拳头产品变频器和伺服系统市占率做到国内第一，但也只有 10—15%左右的市占率，而且目前行业龙一龙二均由海外龙头垄断，未来还有广阔的市占率提升空间和进口替代空间。通用自动化行业每年大概有 6—7 个点的增长，但是公司通过行业，技术，产品营销拓展下游应用领域，并通过提供综合解决方案增强客户黏性，获得远超行业增速的增长。

我们预计公司今明年利润 29.3 和 38.2 亿元，同比增长 40.8%和 30.1%，强烈看好。

另外我们也持续看好美畅股份、赛伍技术这两家公司在细分赛道的独到优势：

在光伏装机规模持续增长背景下，公司作为金刚线龙头，受益下游硅片企业扩产，销量有望持续增长，且价格下降压力很小（竞争对手盈利较差已经考虑退出这个市场），也就意味着这个公司在光伏行业是一个收入增速可以与装机增速持平的状态，且我们提到过，美畅自身的成本还在下降，也就意味着公司利润增速将高于光伏发展增速，这在整个光伏行业是非常难得的。预计公司 2020-2022 年实现营收 12.5、15.9 和 20.4 亿元，同比增长 4.6%、27.5%和 28.4%，归母净利 4.6、6.3 和 8.5 亿元，同比增长 12.7%、36.5%和 35.5%，强烈看好。

赛伍技术抓技术和需求，在技术上，公司专注于以粘合剂为核心的薄膜高分子材料技术平台，拥有材料及工艺数据库，可迅速开发出不同特性的产品；在需求上，公司主张市场和研发双轮连动，要求研发人员具备市场意识和访客意识，第一手甚至早于客户获得需求。

基于此创新开发全新产品，享受创业者利润。公司产品在新能源汽车、3C 等领域已具备放量潜质。在巩固光伏领域优势地位的同时，公司新能源汽车用侧板膜、CCS 集成膜和电芯蓝膜已实现对 CATL、比亚迪等全球动

力电池及整车龙头的批量供应。3C 领域也已广泛布局关键部件的制程环节，逐步实现进口替代。

【纺织服装&轻工】纺织化妆品观点更新(汲肖飞)

1）服装行业优质龙头品牌业绩较快增长，疫情影响改善叠加冷冬催化，业绩复苏力度逐步夯实，头部品牌收入恢复增长；（2）21 年 1-2 月淘系护肤品及彩妆全网 GMV 分别同增 25%/27%；重点品牌方面：a)珀莱雅全网同增超过 95%，彩棠全网达 1919%高增长；b)玉泽全网同增 60%，佰草集全网下滑 13%；c)玻尿酸原液相关品牌润百颜、夸迪高增长，其中润百颜同增 372%，夸迪同增 19103%；d）皮肤学护肤品品牌薇诺娜同增 34%。总体上，细分赛道国货品牌加大研发投入，夯实产品基础，保持高于行业景气度。 （3）重点把握三条主线：一是重点关注优质公司业绩改善投资机会，关注森马服饰、星期六、地素时尚、比音勒芬、健盛集团；二是体育服饰赛道景气度相对较高，本土头部品牌逐步构筑护城河、业绩有望持续增长，短期受市场风格调整影响，估值调整到位后仍值得关注；三是化妆品行业持续高增，国货品牌不断加强研发夯实产品基础，在功能性护肤品等细分赛道已展现出优势，关注贝泰妮、华熙生物、珀莱雅、上海家化、丸美股份、御家汇等。

报告速览

【固收】债券深度报告：降低政府杠杆率，会减轻利率债供给压力吗？（李一爽）

摘要：

3 月 15 日国常会上提及了“政府杠杆率要有所下降”的说法，有观点认为这可能代表着 2021 年利率债供给规模将比预期显著下降。但是，今年两会上 3.57 万亿的财政赤字规模与 3.65 万亿的新增专项债额度仍然较高，加上部分补充中小银行资本专项债的发行，显性的狭义政府杠杆率可能难以下降。另一方面，如果要压降包括隐性债务在内的广义政府杠杆率，除了限制新增隐性债务外，发行“偿还政府存量债务”再融资债券可能也是重要的政策手段，这反而会造成利率债供给压力增加。在央行对中长期流动性投放仍然谨慎的背景下，利率债发行可能仍将是影响市场的重要因素。

2020 年一般国债净融资规模超过中央赤字预算，加上 1 万亿特别国债发行，全年国债净融资规模达到 4.04 万亿，由于纳入关键期限后 2 年期国债发行规模上升，国债平均发行期限缩短。2020 年中央财政赤字规模增至 2.78 万亿，一般国债净融资甚至超过中央财政赤字规模 2553 亿元，加上 1 万亿抗疫特别国债，国债净融资规模达到了 4.04 万亿，创下历史新高。其中，2020 年净融资规模超过赤字或与中央预算稳定调节基金调入与补充的时滞有关，可能是暂时性现象。由于我国对国债实行余额限额管理，即便 2020 年国债净融资规模超赤字，但仍在限额范围内。整体供给规模加大，加上协调特别国债及地方债发行，也导致一般国债发行更多向 9 月-12 月集中。9-11 月单只附息国债平均发行规模接近 700 亿的上限，贴现国债四季度单只平均发行规模也在 400 亿以上，接近以往的 4 倍。此外，2020 年 12 月财政部还多发了一期计划外的 2 年期国债 503.6 亿元，这可能也是旨在增加 2 年期供给，以提升其作为国债收益率曲线上“新关键点”的有效性为主。在被纳入关键期限后，2 年期国债发行规模的上升，也导致 2020 年国债平均发行期限有所下滑。

2021 年国债发行净融资规模或仍在 2.75 万亿的赤字附近，总发行规模或达 7.34 万亿，超过 2020 年的水平，5-6 月、8-9 月国债净融资规模相对较高。由于财政预算中调入资金规模大幅减少且低于上年末稳定调节基金余额，我们估计 2021 年国债净融资额可能仍然维持在中央财政赤字的 2.75 万亿附近。但是考虑到全年到期规模约为 36000 亿元，年内发行年内到期的贴现国债约为 9945 亿元，因此 2021 年全年国债发行总规模接近 7.34 万亿。从节奏上看，截至 2021 年 3 月 19 日，2021 年一季度国债发行占比已高达 19%，相比近年来平均 13%水平大幅提升，主要系 2021 年一季度国债到期占比较高所致。展望全年，从往年发行经验来看，二三季度将迎来国债发行高峰，4、7、10 月发行规模或相对较高；净融资分布上，5-6 月、8-9 月国债净融资规模相对较高。

预计 2021 年地方债发行总规模或达 7.58 万亿，超过去年的 6.44 万亿。考虑中小银行专项债以及偿还存量债务的再融资债，地方债净融资额约为 4.91 万亿，比去年多增 5500 亿左右。2021 年地方财政赤字 8200 亿元，新增专项债额度 36500 亿元，考虑 2021 年预计发行中小银行专项债 1647 亿元后，新增地方债规模约 4.63 万亿。再融资债券发行实现限额管理，但 2020 年再融资债券发行规模超过当年上限，主要由于财政部在 2020 年 12 月给部分省份下达了新的偿还存量债务再融资债的试点额度，其作用更类似于置换债。考虑到这部分再融资债一季度已发行超 4000 亿，且部分省份已经将新增试点额度发行完毕，我们预计偿还存量债务的再融资

债在 2021 年发行规模或在 6000 亿左右。“偿还到期本金”类再融资债发行上限与当年到期规模有关，我们按照往年经验，假设二者比例维持在 88%左右，那么预计“偿还到期本金”再融资债券发行规模约为 2.35 万亿。综合来看，2021 年地方债发行总规模或达 7.58 万亿，净融资额约为 4.91 万亿，比去年多增 5500 亿左右。

2021 年地方债发行高峰主要集中于二三季度，各月发行节奏可能较为均衡，其中，4-6 月及 8 月发行规模或相对较高，均在万亿左右，而考虑到期规模后 5 月净供给压力相对较大。考虑 2021 年两会正常召开，财政部未于年前提前下达新增债券额度，预计今年地方债发行节奏将回归至 2019 年以前。而 3 月初财政部按程序下达 1.77 万亿新增专项债额度，预计 2021 年地方债发行仍将集中于二三季度，其中，4-6 月及 8 月发行规模或相对较高，均在万亿水平，而考虑到期规模后 5 月净供给压力相对较大。而 2020 年 11 月 4 日发布的《关于进一步做好地方政府债券发行工作的意见》中再次重申对长期限债券的发行限制，并允许与项目期限不匹配的专项债续发，预计 2021 年地方债加权期限或将有所回落。

预计 2021 年政金债净融资规模 1.88 万亿，总发行规模约为 5.16 万亿，早发行早放贷早收益背景下，政金债发行节奏仍将集中于前三个季度，1 月或为全年发行高峰。自 2011 年以来，我国政金债净融资规模基本维持在万亿左右波动，2017 年-2019 年政金债发行/到期比例稳定 150%左右。政金债净融资规模的变动与不同政策环境下的信贷投放有关，2020 年疫情冲击下政策宽松力度较大，国开行、进出口行、农发行新增贷款超 2.1 万亿，政策银行净融资规模上升至 2.55 万亿；而 2021 年宏观政策仍需保持必要支持力度，预计 2021 年政金债净融资规模较去年将有所回落，但或仍高于近年平均水平，或在 1.88 万亿左右，则全年总发行规模约 5.16 万亿；而据此计算发行与到期比例也较 2020 年下滑至 157%左右，接近于 2017 年至 2019 年平均水平。发行节奏上，早发行早放贷早收益背景下仍将集中于前三个季度，1 月或为全年发行高峰。

综合来看，我们估计利率债总发行规模或达 20 万亿，相对于 2020 年总发行规模 18.77 万亿多增 1.32 万亿，其中，地方政府债发行规模较去年多增 1.14 万亿，国债发行规模增加约 2274 亿，而政金债发行规模则较去年小幅下滑 430 亿元左右。从净融资上看，利率债净融资规模约为 9.54 万亿，较去年减少约 1.41 万亿，其中政府债券净融资规模将达到 7.66 万亿，虽比去年减少近 7400 亿，但整体仍处于历年的高位。从节奏上看，政府债券净供给高峰或将向二三季度集中，尽管单月净融资规模相比于 2020 年 5 月及 8 月两个峰值有所下降，但整体发行节奏相对均衡，4-9 月的净融资规模或均在万亿上下。

3 月 15 日国常会上提出“政府杠杆率要有所降低”的新表述，这也使得市场猜测政府债券的供给压力可能有所降低。但是，截至 2020 年末社科院公布的显性政府杠杆率为 45.6%，政府债务余额达 46.55 万亿，而本文测算 2021 年末政府债务余额约为 54.22 万亿，相对 2020 年末上升了 16.47%。即便以市场预期偏高的 11%的 GDP 增速计算，到 2021 年末的狭义政府部门杠杆率也将达到 48.08%。 “政府杠杆率要有所降低”的目标，可能更多是包含隐性债务的广义政府杠杆率。一般估计隐性债务规模或在 30-50 万亿左右，与显性债务大致相当。因此，在显性债务增速下降的背景下，如果隐性债务的规模不再增长或进一步压降，都可能实现广义政府杠杆率下降的目标。而通过化解隐性债务降低政府杠杆率，一方面要限制新增隐性债务的规模，另一方面也要通过“置换”化解存量风险。财政部在 2020 年底下达的“偿还政府存量债务”再融资债券的试点额度，可能就是化解隐性债务的重要形式。由于当前“偿还政府存量债务”再融资债券仍为试点额度，且多数在一季度已经发行完毕，因此对市场的冲击相对较小。但如果发行“偿还政府存量债务”再融资债券成为化解地方政府隐性债务中更重要的工具，在试点完成后规模进一步铺开，那么政府债券供给规模可能进一步增大。

从某种意义上看，“偿还政府存量债务”再融资债券发行，一方面会在短期使得资金从银行体系中漏出，一方面在债务偿还后可能带来信用环境的收缩，可能同时起到紧货币紧信用的效果。理论上看，如果央行在这一过程中维持宽松的政策取向，其对于紧信用的影响将大于紧货币，对于利率债而言是偏利好的，这也是在 2015、2016 年置换债大规模发行时期，由于央行政策宽松的影响，供给压力并没有对市场造成明显的冲击。但是，如果央行对于中长期流动性投放仍然谨慎，维持资金面紧平衡的状态，那么“偿还政府存量债务”再融资债券发行对于市场的冲击可能相较于 2015-2016 年更大。

风险因素：估算方法存在偏差。

【非银】行业研究深度报告：“往事”已去，迎风而起(王舫朝)

股质风险出清 ，资产质量提升促进估值修复。自国务院于去年 10 月出台《关于进一步提高上市公司质量的意

见》，要求上市公司“严格执行企业会计准则”，各家上市券商主动清理股质存量风险、足额计提为企业“挤水分”，预计 2020 年行业资产计提减值合计超 230 亿元，占全行业净利润的 14.60%，引发市场对券商板块资产质量及业绩增速的担忧，持续低配。经测算，目前 A 股股票质押比例 4.99%、高比例质押公司数大幅下降，15.46%的股票质押市值跌破平仓线（2021/2/19，VS2018 年底近 30%），当前全市场股票质押风险已大幅缓解。券商连续三年大额计提 “清洗”坏账，存量风险出清，行业有序压缩新增股质规模，2021 年减值压力大幅降低；极致行情下一部分小市值优质股票被市场抛弃，影响股质融资安全边际，随着被“错杀”的优质股票质押股质回归合理区间，计提减值可能转回。场内股票质押业务的风险缓释，券商板块反弹逻辑确定，估值中隐含的坏账导致的净资产减值被消化，促进估值修复。

经济复苏在路上，流动性收紧对券商影响有限。净利润增速回升是市场估值的核心支撑，通常社融增速领先于企业盈利增速 2-4 个季度，而本轮信用扩张因受到疫情冲击，盈利增速回升节奏有所拖延，现阶段正是本轮盈利增速回升的起点；本轮信用周期中房地产的“虹吸效应”已被削弱，对股市资金分流大大降低；货币政策流动性收缩，并不意味着股市流动性收缩，在打破刚兑背景下，银行理财产品收益率持续下行，比价效应促使居民储蓄“搬家”通过公募基金入市，保险资金入市尚有较大增量空间，股市流动性仍有保障。而券商由于业绩弹性来自于资本市场，历来被认为是市场牛熊的影射，券商估值与市场整体估值高度正相关。而在去年开始的抱团行情中，赚钱效应十足，但券商走势与上证指数出现背离，出现结构牛市而券商缺席的原因我们认为有两个，一方面是行业大额计提减值，对估值形成压制，另一方面，则是在极致抱团行情中，互联网券商东方财富受到青睐，传统券商被机构投资者超低配。当前板块估值 PB1.78x，处于历史 20%分位以下、2011 年以来的 30%-40%分位，在风险出清、资产质量大幅改善的背景下，传统券商已具备估值优势。同时从已披露年报或业绩预增的情况来看，上市券商净利润平均增速在 50%以上，也是我们判断券商有望迎来反弹行情的重要原因。

高 ROA 业务条线业绩高增将推动行业 ROE 继续提升。2020 年券商全业务条线实现高速增长，证券行业迎来证券史第二业绩年，在多家券商大额计提减值的前提下，仍有 0.72 个百分点的增长，2020 年行业 ROE 为 6.81%，我们认为 2021 年行业 ROE 将继续大幅提升，主要源于：第一，A 股上市公司盈利改善，风险偏好提升，交投更加活跃，交易量和两融有望继续维持高位；第二，券商资管结构改善收入步入增长通道、退出渠道畅通推升券商私募股权投资回报、公募基金爆发对持股/参股券商利润贡献可观，大资管行业迎来增长拐点；第三，受益于注册制稳步推进，投行业绩增长确定性较高；第四，随着居民财富增长和金融工具日益丰富，投资者对专业财富管理服务需求日益强烈，财富管理走向成熟，收入结构稳定，ROA 的提升将驱动行业 ROE 继续提升。

投资建议：温和通胀下，企业盈利改善，市场风险偏好提升，伴随交易量放大，券商板块将自我强化。当前券商 PB1.78 倍（2021/3/24），估值处于历史估值 1/4 分位以下，考虑到行业将迎来全市场注册制稳步推进、20%涨跌幅和 T+0 交易制度改革等超预期政策红利，板块整体估值具有较大抬升潜力。2020 年券商板块赢业绩、输表现，2021 年依然是资本改革大年，行业将持续享有长期政策利好，综合实力强的头部券商将充分受益，建议关注：1.估值与基本面存在明显背离现象的头部券商国泰君安（PB1.17 x，111 亿净利润，YoY+29%）、华泰证券（PB1. 23x，108 亿净利润，YoY+20.22%）。2.投行、资管、财富管理业务综合实力行业领先的中金公司（PB3.78x ，预增 75 亿元净利润，YoY +78%）、招商证券（PB1.61x，预增 95 亿元净利润，YoY +30%）。

风险因素：疫苗上市不达预期疫情反复、中美关系恶化等；股市大幅波动；资本市场改革不及预期；投资者风险偏好降低导致的交易量大幅下滑等。

【非银】新华保险（601336.SH）：公司点评报告：NBV 降幅收窄，期待人力质态提升(王舫朝)

事件：新华保险公布 2020 年年报，实现营业收入 2038.6 亿元，同比+18.5%，实现归母净利润 142.9 亿元，同比-1.8%，扣非后净利润 143.6 亿元，同比+12.5%。加权平均每股收益 4.58 元，同比-1.9%。加权平均净资产收益率 15.36%，同比-4.05pct。

点评：

2020 净利润同比-1.8%。新华保险 2020 实现营业收入 2038.6 亿元，同比+18.5%，实现归母净利润 142.9 亿元，同比-1.8%，主要因为佣金手续费支出税前扣除比例政策导致去年同期基数较高以及准备金计提增加 116.44 亿元导致税前利润下降。

NBV 降幅收窄，营运偏差增长超预期。全年 NBV 同比-6.1%（1H20 YoY-11.4%），降幅收窄，主要因 NBVM 拖累，同时也考虑了风险贴现率假设下调 50bp 的影响，1）银保趸交拉动新单保费大增 YoY+44.1%至 465.5 亿

元，2）银保渠道低 margin 导致 NBVM-10.6ppts 至 19.7%，但较中期的 15.3%有所回升，主要因为下半年高 margin 健康险业务占长险首年保费的占比较 1H20 提升 8.4ppts 至 33.5%。内含价值 2406 亿元，同比+17.3%，增速下降 1.1ppts，但保持高位稳定，其中 NBV、预期回报贡献占期初内含价值比重分别为 4.5%、8.8%，较年初下降 1.2ppts、0.4ppts。营运偏差同比+151%，对 EV 贡献较年初增加 1ppts 至 1.9%。风险贴现率变动对 EV 贡献为 1.8%。

银保渠道新单占比提升，个险人力数量高增但质态有待改善。全年总保费增速 15.5%，领先同业，其中新单（长险首年+短期险）为主要贡献，同比+44%（主要因趸交同比+198.9%）。十年期以上期交同比-10.4%，降幅较 1H20 收窄，占首年期交的占比为 45.9%，续期业务同比+6.8%，占总保费的比重维持在 70.8%的高位。分渠道看，公司发力银保趸交业务，银保渠道新单同比+125.4%，占新单保费的比重较年初+18ppts 至 50%，其中银保趸交同比+188%，占长险首年期交的比重提升 16.3ppts 至 75.4%。个险渠道新单保费同比+7.1%，占新单保费的比重较年初下降 15.6ppts 至 45.3%。公司规模人力创历史新高，个险营销员同比+19.5%至 60.6 万人，但受疫情影响，队伍质态仍承压，月均合格人力同比-3.8%至 12.8 万人，月均合格率同比-9.2ppts 至 23.8%，月均人均综合产能 2617 元，同比下降 22.7%。

买卖价差兑现推动投资收益较好表现。2020 投资资产较 9656.5 亿元，较年初增加 15%，总投资收益同比+28.4%，主要源于投资收益兑现使得买卖价差增加（2020 117.2 亿元 vs2019 -2.27 亿元）。总投资收益率达 5.5%，同比+0.6ppts。净投资收益率 4.6%，同比-0.2ppts。公司加大对定期存款和股权型金融资产的配置，减少对债权型资产的配置。定期存款占比较年初提升 5.1ppts 至 12.7%；股权型占比较年初提升 2.7ppts 至 21.4%，其中股票+基金占比增加 2.5ppt 至 14.6%，加大了对低估值、高股息的港股资产的配置；债权型占比下降 6.8ppts 至 58.8%，而在结构上加大了长久期地方债和国债的配置。非标占比有所下降，债券型非标占比较 2019 年压降 4.5ppts 至 18.4%。

投资建议：去年银保趸交拉动全年新单增长亮眼，但 margin 和人力质态仍有待改善。考虑到公司通过优化基本法实现优质增员，以及加大代理人培训力度，我们预计人力产能有望释放，叠加人力数量高增，将助推高 margin 产品的销售，预计低基数下 NBV 有望迎来增长。在通胀预期升温的背景下，长端利率仍有望回升，助力估值修复。我们坚信一体两翼以及科技赋能有望为公司长期发展带来增长动力。公司当前估值仍处于历史低位，建议关注。

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

【金工】基金研究报告：权益基金减仓消费，加仓周期、TMT（张雨蒙）

基金风格变化：根据风格偏离度模型测算（以偏股混合型和普通股票型基金为样本），权益基金本周除中游制造板块减仓外，其他板块均小幅加仓。

基金风格偏离度：本周基金风格与上周相比较，偏离度指标机构由集中转向分散，同时超额收益继续小幅降低。

基于机构风格偏离度的 FOF 策略：top20 及 top20 组净值均显著跑赢基准指数，其中 top20 组合表现相对较好，该组合在回测期间年化收益为 18.78，夏普比率 0.80；同期沪深 300 年化收益 9.04 ，夏普比率 0.38。

风险因素：新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，金融监管政策收紧，资本市场波动对基金影响的不确定性等。

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

工业互联网专家电话会议（1）	通信	3 月 21 日（周日）	
信达 TMT 每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	3 月 21 日（周日）	
信达周期半月谈会议	煤炭/化工/有色/石化	3 月 21 日（周日）	
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&交运	3 月 24 日（周三）	
信达 TMT 每周谈电话会议	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

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。