东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 12 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？

上述历史经验对于我们考察当前这轮大宗商品不乏启示，我们认为未来须关注三点：一是中国的基建和房地产投资增速在多大程度上放缓？二是新兴经济体的投资回报率能否超过发达经济体？三是拜登的基建投资计划何时推出？三者共同决定了此轮大宗商品上涨空间和持续性。

宏观点评：春节信贷不打烊——2021 年 2 月金融数据点评

展望未来，房地产和影子银行相关融资将继续压缩，小微企业贷款或成为信贷主要增长点。两会政府工作报告透露的信号表明今年房地产相关融资、影子银行信贷将是继续被压降的对象，多地已出台限制和严查房贷的措施。但为“处理好恢复经济与防范风险的关系”，解决中小企业融资的问题被放在核心地位。企业贷款尤其是小微企业贷款将发挥重要的信贷“稳增长”作用，如果按照 30%的增速测算，2021 年新增普惠小微贷的规模有望 4.5 万亿。

固收金工

固收点评：傲农转债：业绩高成长的生猪养殖后起之秀

公司是集饲料、养殖、屠宰及食品、兽药动保、原料贸易等产业链一体化综合发展的农牧企业，产业协同优势显著。在饲料方面，公司饲料业务品类齐全，包括猪料、禽料、水产料、反刍料等各品种；在养殖方面，公司搭建了以原种猪场为核心、种猪扩繁场为中介、商品猪场为基础的上小下大宝塔式繁育体系。

本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大。产业链纵向整合，业绩增长注入新动力。

行业

销量、业绩均表现亮眼，开启新战略周期：销量、业绩均表现亮眼，开启新战略周期

销量方面蔚来最为强势，小鹏和理想稍弱：蔚来 Q1 销量预计 2 万至 2.05 万辆，1-2 月分别为 0.72 万/0.56 万，3 月估计为 0.72-0.76 万；小鹏 Q1 销量 1.25 万，1-2 月分别为 0.6 万/0.22 万，3 月估计为 0.43 万；理想 Q1 销量 1.05-1.15 万，1-2 月分别为 0.54 万/0.23 万，3 月估计为 0.28-0.38 万。此前销量基本都能超指引，故而 3 月销量有望略超预期。

工控行业月报：工控需求高增、进口替代加速

20Q4 工控需求旺盛、OEM 行业高增，21Q1 淡季不淡。20 年疫情后工控行业重回复苏轨道，20Q1~Q4 同比增速分别-12.4%/+6.4%/+6.7%/+6.3%，景气度逐季抬升，Q4 OEM、项目型市场同比分别+15%/-4%；分下游看，先进制造电子及半导体、锂电、物流、工业机器人自 20Q1 以来需求强劲，基建相关的工程机械、起重、电梯高增，传统行业纺织、包装等 Q3 全面好转、Q4 延续；分产品看，20Q4 低压变频/交流伺服/小型 PLC 增速

分别 16.7%/29.0%/34.9%

东吴碳中和系列报告（四）：碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估

报告创新点：1）从碳中和视角下搭建行业投资框架及环保产业映射；2）对碳交易市场交易现状、建设进展及 CCER 抵消机制做了较为全面的梳理；3）对垃圾焚烧 CCER 项目碳减排及经济性效益进行敏感性测算，得出度电垃圾焚烧 CCER 收入近 4 分钱，利润弹性约 12%。

教育行业点评：新一轮 K12 课外培训整顿或将来临，线上/线下义务教育阶段课外培训监管趋严

投资建议：针对本次“两会”义务教育课外培训机构热点问题和本周北京的课外培训机构停课排查事件，我们预计义务教育课外培训行业或将迎来 2018 年以来又一次大规模的整顿行动，对于线下机构，我们认为行业规范化仍是主线，行业监管趋严，行业将迎来进一步洗牌。对于线上机构，过去大量的广告投放或已造成一定不良影响，未来广告内容也更加规范化，广告投放规模有可能在监管下放缓。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）。

推荐个股及其他点评

诚意药业（603811）：立足海洋，扎根健康，制剂原料药一体化优势企业

我们认为公司核心产品盐酸氨基葡萄糖受益于集采入围、营销改革等因素正处于放量期，原料药制剂一体化竞争优势显著，现金流等各项财务指标优秀，估值有望修复，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

腾讯控股（00700）：解析视频号意义与商业化概览

视频号一方面有望使腾讯系的用户时长占比企稳回升，另一方面又为不同的业务注入了新的增长动力，我们预计 2020-2022 年，腾讯实现收入 4857/6119/7433 亿元 RMB，分别同比增长 28.7%/26.0%/21.5%，实现归母净利润 1258/1590/1951 亿元 RMB，同比增长 34.8%/26.4%/22.8%，对应 PE 分别为 41.3/32.7/26.6 倍。按照 2022 年 35 倍估值计算，对应目标价 847 港元/股（港币/人民币=0.84）。我们维持公司“买入”评级。

柏楚电子（688188）：2020 年年报点评：业绩大幅提升，定增募投打开成长空间

盈利预测与投资评级：由于新品拓展，我们调整 2021-2022EPS 至 5.57（-0.01）、7.24（+0.16）元，预计 2023 年 EPS 为 9.22 元，当前股价对应动态 PE 分别为 48 倍、37 倍、29 倍。考虑到公司出色的盈利能力，以及具有较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：下游制造业投资不及预期；激光切割控制系统大幅降价；高功率与超快控制系统增长不及预期；FPGA 和 ARM 核心芯片进口风险。

宏观策略

宏观点评：以史为鉴，2016-2018 年的大宗商品上涨为何不给力？

观点

在《谁拉动了每一轮大宗商品繁荣？》一文中，我们发现 2016-2018 年的大宗商品上涨是 21 世纪以来涨幅最小的一轮。从持续时间来看，这轮大宗商品的上涨比前一轮（2008-2010 年）还要长一个月，但涨幅仅为后者的五分之一。本文试通过回顾这段历史思考其对于当下的借鉴。

回顾 2016-2018 年这一轮的大宗商品上涨，我们发现两个有趣的现象：一是油价和铜价的见底基本同步，但油价见顶的时间比铜价滞后了一年（图 1）；二是油价的涨幅远远超出铜价（图 2），可见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拖累。

2016 年基本金属价格的见底反弹，主要源于此前中国经济的筑底回升。2015 年央行的 5 次降准和 5 次降息，以及大量抵押补充贷款（PSL）向房地产的投放，推动了中国工业部门活动的反弹（图 3）。鉴于全球基本金属的需求在金融危机后已由中国主导（图 4），其价格的反弹自然在情理之中。

但这轮基本金属反弹总体上乏善可陈，我们认为有如下三点原因：

一是中国基建投资的疲软。在去杠杆的目标下，2017 年下半年来随着政府对银行表外和地方融资的持续收紧，基建投资增速出现断崖式下滑（图 5），其相应的基本金属需求自然受到拖累。以铜为例，其消费量的近三分之一分布在基建领域，与建筑业相当（图 6）。

二是房地产投资回升的受限。在货币宽松和棚改的支撑下，2015 年底以来的房地产扩张虽然持续了四年多，但随着 2016 年底中央“房住不炒”的提出，房地产调控日趋频繁和精细化，使得这轮房地产投资在涨幅上远不及 2008-2010 年的那轮扩张，其对于基本金属需求的支撑亦未能对冲基建放缓的影响（图 7）。

三是新兴经济体的投资回报率偏低。由于 2014 年后新兴经济体的投资回报率一直低于发达经济体（图 8），这就导致在 2016-2018 年大宗商品上涨期间，新兴经济体并没有吸引到足够的资本流入，其国内资本开支周期因而受到抑制。因此，这段时期在中国之外，缺乏其他新兴经济体对大宗商品需求的有力支撑。究其原因，我们认为是美联储持续的加息加剧了新兴经济体本就高企的债务风险。

另外，特朗普基建投资计划的未能实施，也是此轮基本金属上涨中的一大遗憾。虽然 10 年 1.5 万亿美元的规模看上去不算大。但边际上对大宗商品需求的拉动依然是显著的，我们不妨做一个简单的对比，2018 年中国基建投资增速下滑了 11 个百分点，如果当年美国实施了特朗普的基建投资计划，则可以对冲掉中国 8 个百分点的基建投资增速下滑。

至于为什么原油在这轮大宗商品上涨中好于基本金属？因为全球原油消费仍由发达国家主导而非中国（图 9-图 10）。2017 年的特朗普减税带动了发达经济体经济增速的回升，叠加同期欧佩克的减产、以及 2018 美国退出伊朗核协议，共同推升了这轮油价反弹的周期和幅度。

上述历史经验对于我们考察当前这轮大宗商品不乏启示，我们认为未来

请务必阅读正文之后的免责声明部分

须关注三点：一是中国的基建和房地产投资增速在多大程度上放缓？二是新兴经济体的投资回报率能否超过发达经济体？三是拜登的基建投资计划何时推出？三者共同决定了此轮大宗商品上涨空间和持续性。

风险提示：美国财政刺激规模超预期，全球疫苗接种进度放缓

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

宏观点评：春节信贷不打烊——2021 年 2 月金融数据点评

事件

央行公布 2 月金融数据，新增信贷 1.36 万亿元，前值 3.58 万亿元；社融增量 1.71 万亿元，前值 5.17 万亿元；社融存量同比 13.3%，前值 13.0%。M2 同比 10.1%，前值 9.4%；M1 同比 7.4%，前值 14.7%。

观点

2 月新增信贷创同期历史新高，企业中期贷款需求旺盛。2 月新增人民贷款规模创下 2 月史上最高，反映出就地过年对经济生产端的支持作用，从结构上看企业中场期贷款新增 1.1 万亿，也创下同期历史新高，企业投资需求保持旺盛；居民端短贷萎缩，但中长期贷款新增 4113 亿，较 2019 年 2 月增加 1887 亿，从侧面反映出 1 至 2 月房地产销售表现不俗，但整体消费可能并不如此前局部数据显示的那么乐观（图 1 和 2）。

实体经济贷款支撑社融同比加速，影子银行压力不减。2 月新增社融 1.71 万亿，同比增速较 1 月上升 0.3 个百分点，其中实体经济本外币贷款新增 1.39 万亿。表外融资中，银行未贴现承兑汇票表现较好，新增 640 亿，分别较 2020 年和 2019 年同期多增 4601 和 677 亿，侧面反映实体经济贷款需求旺盛以及银行资产负债的压力，2 月票据贴现利率继续上涨，一定程度上体现了央行禁止地方法人银行异地揽储以来对银行负债产生的压力。值得注意的是，信托贷款减少 936 亿元，同比多减 396 亿元，今年加强信托融资监管是压降影子银行的重要方向（图 3 和 4）。

企业债融资不弱，政府债券尚未发力。2 月企业债净融资 1306 亿，虽然少于 2020 年，但较 2018 年和 2019 年更高，信用风波的影响在逐步消退。政府债券净融资 1017 亿，相较前两年大幅减少，主要在于今年 2 月专项债目标未提前下达。根据两会政府工作报告，今年专项债新增规模将达 3.65 万亿，与去年 3 月至 12 月专项债+特别国债的新增发行规模大致相当，政府债券有望“厚积薄发”（图 5 和 6）。

季节性因素下 M1 增速腰斩，财政存款下降助力 M2 增速回升。今年晚春导致 2 月现金和住户存款相较去年季节性大幅增加（图 7），基数效应导致 1 月和 2 月 M1 增速波动巨大。2 月财政支出显著增加使得金融机构财政存款减少 8479 亿，预计主要是央行口径财政存款（不计入 M2）的下降，M2 增速随之上升（图 8）。

展望未来，房地产和影子银行相关融资将继续压缩，小微企业贷款或成为信贷主要增长点。两会政府工作报告透露的信号表明今年房地产相关融资、影子银行信贷将是继续被压降的对象，多地已出台限制和严查房贷的措施。但为“处理好恢复经济与防范风险的关系”，解决中小企业融资的问题被放在核心地位。企业贷款尤其是小微企业贷款将发挥重要的信贷“稳增长”作用，如果按照 30%的增速测算，2021 年新增普惠小微贷的规模有望 4.5 万亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：疫情变异不可控，全球货币继续扩大宽松；中国经济出现过热迹象，央行超预期收紧货币政策

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔）

固收金工

固收点评：傲农转债：业绩高成长的生猪养殖后起之秀

事件

傲农转债（113620.SH）于 3 月 10 日开始网上申购：总发行规模为 10.00 亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地等多个项目。

当前债底估值为 93.00 元，YTM 为 3.30%。傲农转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，票面面值为 100 元，票面利率第一年至第六年分别为：0.30%、0.50%、1.00%、1.50%、1.80%、2.00%，到期赎回价格为票面面值的 116%(含最后一期利息),以 6 年 AA 中债企业债到期收益率 4.5764%（3/9）计算，纯债价值为 93.00 元，纯债对应的 YTM 为 3.30%，债底保护性较强。

当前转换平价为 90.81 元，平价溢价率为 10.12%。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 9 月 16 日至 2027 年 3 月 9 日。初始转股价 14.80 元/股，正股傲农生物 3 月 9 日的收盘价为 13.44 元，对应的转换平价为 90.81 元，平价溢价率为 10.12%。

转债条款中规中矩，总股本稀释率为 9.11%。下修条款为“15/30、85%”，有条件赎回条款为“15/30、130%”，有条件回售条款为“30、70%”，条款中规中矩。总股本稀释率为 9.11%。按初始转股价 14.80 元计算，转债发行 10.00 亿对总股本和流通盘的稀释率分别为 9.11%和 9.76%，会对股本造成一定的摊薄压力。

预计上市价格在 94.25~105.69 元区间，预计网上中签率为 0.0045%。综合可比标的，考虑到傲农转债的债底保护性较强，但是评级和规模吸引力一般，预计上市首日转股溢价率在 10%左右，对应的上市价格在 94.25~105.69 元区间。预计网上中签率为 0.0045%，建议积极申购。

观点

公司是集饲料、养殖、屠宰及食品、兽药动保、原料贸易等产业链一体化综合发展的农牧企业，产业协同优势显著。在饲料方面，公司饲料业务品类齐全，包括猪料、禽料、水产料、反刍料等各品种；在养殖方面，公司搭建了以原种猪场为核心、种猪扩繁场为中介、商品猪场为基础的上小下大宝塔式繁育体系。

本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大。2015 年以来，受我国环保要求趋严、东部沿海地区猪场拆迁、能繁母猪数量下降等影响，我国猪肉价格不断上升；2016 年下半年以来，由于补栏的增加，猪肉价格呈现下降的态势；2018 年 8 月至今，随着非洲猪瘟的爆发，部分养殖户受到疫病防控压力影响，逐渐退出或缩小养殖规模，使得我国能繁母猪及

请务必阅读正文之后的免责声明部分

生猪存栏量持续大幅下降，生猪价格出现快速回升，受生猪供应持续紧缺影响，生猪价格持续维持在高位，本轮“猪周期”有望延长，公司利润弹性巨大。

产业链纵向整合，业绩增长注入新动力。2020 年 6 月，公司以 2.46 亿元收购厦门银祥肉业有限公司 70%股权，厦门银祥肉业承诺 2020-2022 年归属于母公司股东的税后净利润分别不低于 2,250、2,650、3,200 万元。由此，公司成功进军生猪屠宰加工领域，进一步完善了公司生猪产业链版图，为未来业绩增长注入新动力。

风险提示：生猪价格波动风险、猪瘟疫情风险、生猪出栏量不达预期。

（证券分析师：李勇）

行业

销量、业绩均表现亮眼，开启新战略周期：销量、业绩均表现亮眼，开启新战略周期

投资要点

销量方面蔚来最为强势，小鹏和理想稍弱：蔚来 Q1 销量预计 2 万至 2.05 万辆，1-2 月分别为 0.72 万/0.56 万，3 月估计为 0.72-0.76 万；小鹏 Q1 销量 1.25 万，1-2 月分别为 0.6 万/0.22 万，3 月估计为 0.43 万；理想 Q1 销量 1.05-1.15 万，1-2 月分别为 0.54 万/0.23 万，3 月估计为 0.28-0.38 万。此前销量基本都能超指引，故而 3 月销量有望略超预期。

21 年以改款新车为主，22 年会有全新车型周期：蔚来 ET7 将于 22Q1 交付，目前订单超公司预期；小鹏铁锂版 G3 和 P7 分别于今年 4 月和 5 月开始交货，21Q2 推出第 3 款新车并于 Q4 交付，22 年将推第 4 款新车；理想 22 年起保持每年 2 款新车发布速度，23 年将交付首款纯电车型。且 22 年的新车型基本都搭载下一代智能化平台。

21 年扩大渠道+产能扩张，带动销量高增长：蔚来目前 121 个城市，23 个 NIOHouse 和 300 个 NIOSpace，21 年新开 20 个 NIOHouse 和 120 个 NIOSpace；小鹏目前 69 个城市 160 家销售店，年底达到 110 个城市 300 家；理想目前 47 个城市 60 家零售店，年底达到 100 个城市 200 家零售店。产能方面，蔚来 Q1 受限芯片+电池，月产能 7500 辆，年中可达到 1 万辆；小鹏今年正扩产至月产能 1 万，22Q3 新工厂将投产。

Q4 整体盈利水平有所提升，蔚来、小鹏毛利率均提升明显：蔚来 Q4 汽车毛利率 17%，环比+3pct，但是由于汇兑损益，Q4 亏损环比扩大 26%至 15 亿；小鹏 Q4 汽车毛利率 6.8%，环比+3.6pct，亏损 8 亿，环比缩窄 31%；理想 Q4 汽车毛利率 17%，环比-2.7pct，Q4 首次扭亏实现 1.1 亿净利润。

在手现金 300 亿+，加大研发投入，研发团队计划翻番：20 年末，蔚来在手现金 425 亿，小鹏 353 亿，理想 300 亿。蔚来计划 21 年研发费用翻番至 50 亿，超此前计划的 30 亿；小鹏 20 年研发投入 17 亿，目标 21 年研发人员翻番；理想计划今年智能驾驶团队翻番至 600 人，21 年研发投入 30 亿，同比增 2 倍，24 年研发投入提升至 60 亿。

投资建议

请务必阅读正文之后的免责声明部分

造车新势力销量再创新高，高景气度维持，Q1 销量预期上修至 45-50 万辆，同比大增 250-300%，全年销量预期上修至 240-250 万辆，同比 80%；近期板块回调，核心标的估值跌至 35-45 倍，而行业基本面持续向上，Q1 销量排产超预期，锂、六氟等加速涨价，行业供应偏紧，景气度高企，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、恩捷股份、容百科技、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、欣旺达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业、容百科技、当升科技，关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、天奈科技、国轩高科、孚能科技、中科电气、星源材质）。

风险提示：（1）疫情风险：疫情或影响车企海外扩张速度；（2）原材料价格不稳定，影响盈利水平：原材料成本在整体成本中占比较高，原材料价格波动超预期，若涨价传导至整车厂，将会影响整车厂盈利水平；（3）政策风险：补贴、牌照等政策不及预期或影响下游需求

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

工控行业月报：工控需求高增、进口替代加速

20Q4 工控需求旺盛、OEM 行业高增，21Q1 淡季不淡。20 年疫情后工控行业重回复苏轨道，20Q1~Q4 同比增速分别-12.4%/+6.4%/+6.7%/+6.3%，景气度逐季抬升，Q4 OEM、项目型市场同比分别+15%/-4%；分下游看，先进制造电子及半导体、锂电、物流、工业机器人自 20Q1 以来需求强劲，基建相关的工程机械、起重、电梯高增，传统行业纺织、包装等 Q3 全面好转、Q4 延续；分产品看，20Q4 低压变频/交流伺服/小型 PLC 增速分别 16.7%/29.0%/34.9%；进入 21 年以来，由于先进制造行业资本开支需求旺盛，同时下游快速补库存，叠加春节错位，Q1 的制造业需求持续旺盛、淡季不淡，预计全年增速不低于 20 年，其中与先进制造相关的伺服、中型 PLC 等需求增速预计不低于 20%。

20 年疫情背景下进口替代开始加速，21 年有望进一步加速。20 年全年由于海外疫情反复，部分国内市场的外资工控厂商产品供应紧张，内资企业的工程师红利和比较优势进一步凸显，部分下游加速了工控零部件的国产化替代，内资份额迅速提升，在行业整体复苏的背景下，外资增速区间在 10-30%左右，内资增速基本在 50%以上，今年 1 月以来进口替代趋势进一步加速。

投资建议：强推龙头汇川技术，工控 20 年订单同比+70%、20Q1 订单旺盛，经营α强，有望延续 40-50%高增长，重点看好。强烈推荐汇川技术、宏发股份、雷赛智能！推荐良信电器、麦格米特、信捷电气、正泰电器等。

风险提示：宏观经济下行、竞争加剧。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

东吴碳中和系列报告（四）：碳中和投资框架、产业映射及垃圾焚烧量化评估

投资要点

报告创新点：1）从碳中和视角下搭建行业投资框架及环保产业映射；2）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对碳交易市场交易现状、建设进展及 CCER 抵消机制做了较为全面的梳理；3）对垃圾焚烧 CCER 项目碳减排及经济性效益进行敏感性测算，得出度电垃圾焚烧 CCER 收入近 4 分钱，利润弹性约 12%。

碳中和投资框架：从前端能源替代、中端节能减排、后端循环利用构建投资框架。2019 年中国碳排放全球占比近 29%，“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。能源替代/节能减排/循环利用/生态碳汇将成为实现碳中和的重要途径，碳交易提供有效制度支撑。

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

碳中和制度支撑：碳交易一迎全国化&多元化&机构转变三大变化，CCER 需求提升利好可再生能源。

三大变化：a.试点向全国，2021 年 6 月全国碳市场有望上线；b.行业扩充，钢铁/水泥/化工等行业有望于“十四五”纳入全国碳市场，c.2018 年主管机构由发改委转变为生态环境部。

两种模式：碳交易产品分碳排放配额及自愿减排量（CCER）抵消两种，CCER 将为可再生能源项目提供附加收入。

市场空间：按 5%抵消比例测算，我们预计全国碳市场初期 CCER 需求量约 1.65 亿吨/年，长期有望扩容至 4 亿吨/年。

垃圾焚烧量化评估：商业模式有望 C 端理顺现金流改善，垃圾焚烧 CCER 贡献 12%利润增量。

1）CCER 有望贡献 12%利润弹性。依据已审定垃圾焚烧 CCER 项目，现审定生活垃圾焚烧项目数量占全部 CCER 近 4%，头部焚烧公司产能占比约 30%，地理区位、减排技术及发电效率是单位减排量的影响因素。中性情景下，度电 CCER 收入达 0.039 元，对垃圾焚烧项目收入端弹性达 4.48%，利润端弹性达 12.01%，净利率提升 2.02pct 至 29.96%。

2）商业模式有望向 C 端理顺现金流改善，国补竞价上网影响有限。国补最新政策明确 2021 年以后新开工/新核准项目采用竞价上网，我们测算若补贴退坡 0.05/0.1/0.15 元/Kwh，项目净利率将下降 2.24/4.77/7.64pct，垃圾处理费需上涨 21.54%/43.08%/64.62%可抵消退坡影响。按我们统计的主流公司项目产能进度表，主流上市公司受竞价上网影响不足 3 成，上海环境/瀚蓝环境等风险收益比较高。考虑 a.CCER 附加收入可冲减部分国补退坡；b.垃圾处理费调价机制有望启动，若国补退坡部分顺价至 C 端，对应人均垃圾处理费上升幅度为 3.99/7.99/11.98 元/年，最多仅占居民可支配收入的 0.03%，支付难度小。

3）碳中和推动绿色金融，企业融资成本有望下降。

重点推荐：1、固废：【瀚蓝环境】、【高能环境】；2、环卫电动化：【盈峰环境】、【ST 宏盛】、【龙马环卫】；3、再生资源：【中再资环】；4、工业节

请务必阅读正文之后的免责声明部分

能:【维尔利】。

建议关注：环境咨询:【南大环境】。

风险提示：宏观政策超预期收紧，CCER 碳价下行，国补退坡风险

（证券分析师：袁理）

教育行业点评：新一轮 K12 课外培训整顿或将来临，线上/线下义务教育阶段课外培训监管趋严

事件提要

近期关于义务教育课外培训机构的话题在“两会”期间引起了热烈关注，主要包括：1）在线教育平台广告过量投放，制造家长焦虑等问题。2）课外培训机构超标超前、应试导向，加重学生学业负担等问题。

紧接着，本周北京部分地区开始了新一轮的培训机构整治，期间或采取培训机构停课检查等方式。

点评分析

K12 课外教培整治，自 2018 年起已经持续了若干年：2018 年中全国各地已经对 K12 课外培训机构有过一轮整治，主要也是针对的以“应试”为导向的培训，加重了学生课业负担，引发了家长焦虑情绪。具体表现为 1）查处无证无照的培训机构；2）纠正超纲超前的强应试行为；3）对于办学条件，安全隐患，师资聘任，招生宣传等情况进行整治。在 2018 年开始的整治下，整个 K12 教培行业（尤其是初中和小学阶段的培训）出现了较大程度的洗牌，不够规范的中小教培机构大量倒闭，而新东方，学而思等大型上市培训机构经营较为规范，经历 2018 年的整改后持续发展。

线下 K12 课外培训：整治下或将淘汰出清一批中小 K12 课外培训机构，行业监管持续趋严。2018 年以来监管已经提出的诸如培训机构教师须具备教师资格证问题，培训机构仅能提前预收 3 个月学费，生均面积不低于 3 平方米等办学条件规范，小机构中更大概率出现不合格机构被取缔或淘汰的情况。本着对于筛选逐渐幼龄化趋势的整治，义务教育阶段和学前教育阶段的课外培训监管可能会进一步加严，本轮整治有可能成为 2018 年以来的再一次较大规模的行业整治行动，投资者需要持续保持观望。

线上 K12 课外培训：“烧钱”营销获客模式或将收敛：本次两会在线教育主要在广告投放，收费管理等方面引起了社会关注。我们预计接下来：1）广告内容模式整治：在线教育的广告投放将逐渐规范化，或将减少一些诱导性的语言，增加理性的宣传，避免引起家长过于焦虑；2）广告开支也会有所限制，大概率会对在线教育通过高营销获客的增长逻辑和扩张速度带来一定影响。

投资建议：针对本次“两会”义务教育课外培训机构热点问题和本周北京的课外培训机构停课排查事件，我们预计义务教育课外培训行业或将迎来 2018 年以来又一次大规模的整顿行动，对于线下机构，我们认为行业规范化仍是主线，行业监管趋严，行业将迎来进一步洗牌。对于线上机构，过去大量的广告投放或已造成一定不良影响，未来广告内容也更加规范化，广告投放规模有可能在监管下放缓。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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）。

风险提示：政策落地不确定性，招生不及预期，扩张不及预期等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

推荐个股及其他点评

诚意药业（603811）：立足海洋，扎根健康，制剂原料药一体化优势企业

公司是国内海洋生物医药制造龙头企业，拥有制剂原料药一体化优势。公司地处浙江温州，在海洋生物药物方面有着得天独厚的优势。现有核心品种盐酸氨基葡萄糖原料药产能及制剂销量位于国内行业前列。此外，公司最早涉及利用超级色谱技术生产高纯度鱼油 EPA 的制药企业，产品将于 2021 年上半年试生产。可以说，公司以海洋生物医药、中医药等为主要发展方向，原料药和制剂一体化形成完整产业链，辐射带动海洋健康产业转型升级。

氨糖市场空间广阔，公司医院端和药店端同时发力，预计 2025 年将成为收入 10 亿元+品种。氨糖在中国有 5000 万以上的适应群体，是治疗和护理骨关节炎的重要品种。公司盐酸氨基葡萄糖进入第三批带量采购，量价齐升，预计医院端收入提高近 5 倍，占据医院市场近 40%的市场份额。同时在 OTC 端与全国知名连锁药店国大药房、益丰药房、高济医药等密切合作，迅速拓展渠道端。根据我们的判断，公司盐酸氨基葡萄糖产品预计 2021 年收入达到 3 亿元以上，2025 年成为 10 亿元以上品种。

其他产品具备原料制剂一体化优势，积极寻求投资机会。托拉塞米、天麻素原料药、硫唑嘌呤原料药等产品在各自细分市场的占有率处于行业领先地位。公司在主业稳定增长同时，也在医药行业内寻找外部投资机会。公司 18 年 10 月收购了福建华康，进一步拓展产业链，制剂毛利率持续上升。2020 年 5 月以来，公司收购浙江康乐 28.77%股权，不仅获得丰厚的投资收益，而且在海外渠道方面给公司一些协同。产品管线方面，公司不断通过自研和并购拓展品类，近年来维生素 K1 放量迅速，后续有门冬氨酸鸟氨酸等品种持续贡献业绩。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的收入分别为 8.08、10.29、12.60 亿元，增速分别为 18.6%、27.4%、22.5%，预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.63、2.29、3.08 亿元，增速分别为 24.4%、40.0%、34.5%。2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.98、1.37 和 1.84 元，当前股价对应估值分别为 22X、16X、12X。我们认为公司核心产品盐酸氨基葡萄糖受益于集采入围、营销改革等因素正处于放量期，原料药制剂一体化竞争优势显著，现金流等各项财务指标优秀，估值有望修复，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：氨糖在新拓展的零售终端销售不达预期；利尿药物市场竞争加剧；带量采购政策推进速度超预期；销售费用增长过快等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

腾讯控股（00700）：解析视频号意义与商业化概览

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

微信视频号是一个人人都可以记录和创作的开放内容平台。视频号的重点在于“号”，每个人可以开通一个公开的视频号，通过视频号 ID 公开地进行发声，这里 ID 是基石，它可以承载视频内容、直播或小程序等，而浏览者是微信身份，可以通过社交推荐进行分发。视频号是微信基于社交关系链的突破，同时又不再局限于社交关系，开始走向与公域流量场景的结合。

发展视频号有利于提升腾讯系的用户时长占比，同时有助于打通腾讯系各主要节点的相互连接，具有重要的战略意义。腾讯体系的用户时长占比自 2018 年开始因为抖音快手等短视频内容消费形式的崛起而逐步下滑，而即时通讯时长占比在被压缩，短视频当前已超越即时通讯，成为互联网第一大用户需求。时长占比的下滑意味着用户注意力的分散，导致公司变现的难度增加，因此公司需要能够抵御时长占比侵蚀的应用，视频号此时应运而生。

视频号商业化形式丰富，目前有四条商业化路径：直播打赏分成、广告、直播电商技术服务费和抽佣、云业务整合后的技术解决方案收入。直播打赏方面，公司于 2020 年底上线了视频号直播打赏功能，以此激发直播内容主的创作热情，目前腾讯还未在打赏环节抽成，但是参考成熟直播平台的商业模式，未来或将获取一定的分成比例。广告商业化目前在内测当中，视频号广告的用户推荐标签和广告主投放标签以及投放系统，会跟公众号广告、微信朋友圈广告、小程序广告和未来即将上线的微信生活广告整合，成为同一个体系，从而提升精准度。直播电商的变现方式是一整套体系，直播间可以投放微信广告，给直播间做引流，从而直接进行交易转化和流量引导；抖音和淘宝直播目前对 GMV 收取 1~5%的电商抽佣，随着基础设施的完善，其未来可能也会考虑抽佣；此外还有微信支付的支付费率。微信视频号与云业务的整合方面，视频号会与小程序、企业微信、微信支付一起，与 CSIG 腾讯云的智慧零售、智慧医疗等 2B 的企业营销解决方案和企业服务解决方案的运营打通，成为腾讯云 B 端 SaaS+PaaS 解决方案的一部分，除了产生云收入外，还会有一些关于企业 CRM 等技术解决方案收入。

盈利预测与投资评级：视频号一方面有望使腾讯系的用户时长占比企稳回升，另一方面又为不同的业务注入了新的增长动力，我们预计 2020-2022 年，腾讯实现收入 4857/6119/7433 亿元 RMB，分别同比增长 28.7%/26.0%/21.5%，实现归母净利润 1258/1590/1951 亿元 RMB，同比增长 34.8%/26.4%/22.8%，对应 PE 分别为 41.3/32.7/26.6 倍。按照 2022 年 35 倍估值计算，对应目标价 847 港元/股（港币/人民币=0.84）。我们维持公司“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，行业政策风险，新产品上线不及预期

（证券分析师：张良卫　研究助理：张飞鹏）

柏楚电子（688188）：2020 年年报点评：业绩大幅提升，定增募投打开成长空间

事件：①公司发布 2020 年报。②公告向特定对象发行 A 股股票预案。

中低功率稳步增长+总线系统快速放量，收入端表现强劲

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年公司实现营业收入 5.71 亿元，同比增长 51.79%，制造业持续复苏，激光行业需求旺盛，2020 年公司各类产品订单量持续增长：①中低功率产品随动和板块控制系统分别实现收入 2.2、2.1 亿元，分别同比增长 33.87%、38.97%；②高功率总线系统进入快速放量阶段，2020 年实现收入 7068 万元，同比增长 197.57%，是公司收入快速增长最大驱动力；③此外，新品智能切割头客户反馈良好，实现了小批量销售，套料软件等收入也实现了大幅提升，受此驱动其他业务 2020 年实现收入 6945 万元，同比增长 91.07%。IPG 公告指出 2021 年头几周中国地区的订单需求旺盛，我们判断激光行业高景气度在 2021 年有望延续，公司将充分受益。

净利润大幅提升，2020 盈利水平依然出色

2020 年公司实现归母净利润 3.71 亿元，同比增加 50.46%，净利率为 64.75%，下降 0.7 个百分点，盈利水平表现较为稳定：①毛利端，2020 年公司综合毛利率 80.73%，较 2019 年减少 0.79 个百分点，毛利率略低的总线与其他业务收入占比提升有一定影响。②费用端，2020 年公司期间费用率为 25.83%，较 2019 年增加 3.56 个百分点，其中销售费用率和研发费用率分别增加了 0.97 和 3.39 个百分点，销售费用和研发费用率提升主要系 2020 年向上述费用中涉及的部分人员施行股票激励计划，产生股份支付费用，同时合并范围的上海波刺自动化科技有限公司产生销售费用所致。③我们注意到，2020 年公司利用闲置资金购买理财产品等合计取得投资收益 5809 万元，对本期的财务报表产生一定的积极影响，是 2020 年公司净利率下降不大的一大重要原因。

定增用于智能切割头扩产项目等，纵横延展打开公司成长空间

公司拟发行股票的股票数量不超过 3000 万股，募集资金总额不超过人民币 10 亿元(含本数)，扣除相关发行费用后，4 亿元用于智能切割头扩产项目，3 亿元用于智能焊接机器人及控制系统产业化项目，3 亿元用于超高精密驱控一体研发项目。①切割头与控制系统的协同互补，智能切割头扩产项目顺应产业发展趋势，有助于提高公司激光切割控制系统业务的整体竞争力；布局智能焊接领域，属于横向拓展，切入智能切割的下游工序，提升公司产品在客户生产工序的垂直渗透率；超高精密驱控一体研发项目有助于弥补公司相关技术领域空缺，为公司未来产业布局奠定基础。②从财务影响方面看，本次向特定对象发行完成后，公司的资本实力进一步增强。公司的总资产和净资产规模均会有所增长，营运资金得到进一步充实。

盈利预测与投资评级：由于新品拓展，我们调整 2021-2022EPS 至 5.57（-0.01）、7.24（+0.16）元，预计 2023 年 EPS 为 9.22 元，当前股价对应动态 PE 分别为 48 倍、37 倍、29 倍。考虑到公司出色的盈利能力，以及具有较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：下游制造业投资不及预期；激光切割控制系统大幅降价；高功率与超快控制系统增长不及预期；FPGA 和 ARM 核心芯片进口风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连　研究助理：严佳）

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