东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 10 日

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

宏观策略

策略周评：东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格——市场温度计

机构行为：春节后抱团股大幅回调，资金分化明显，目前市场处于历史上少见的分化阶段，即没有一致的风格选择。过去一周外资偏好银行、基础化工、钢铁等行业，对食品饮料、有色金属、计算机等行业相对谨慎。公募基金抱团进一步减弱，风格分化明显。

股市流动性：最近一周公募基金发行回暖，新成立偏股型公募基金 914 亿元，前值 596 亿元。A 股市场资金净流入 633 亿元，前值 257 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周上升。

固收金工

固收周报：周观：贷款利率回升，再谈强美元预期（2021 年第 7 期）

银保监会主席郭树清提及“2021 年贷款利率将回升”，扰动市场情绪，当日股市盘中跳水，上证综指从开盘微涨至收盘跌 1.21%。郭树清主席的表态如何解读：首先，郭主席所提及的“贷款利率将回升”更多的是一种对于银行自发行为的客观描述，而非口头加息的主观意愿。2020 年存量浮动利率贷款定价基准转换如期完成，央行货币政策传导的效率加强，企业融资成本明显下降，金融系统向实体经济让利 1.5 万亿元的目标得以完成。

行业

运营商深度研究：站在十年新征程的起点

1）未来 10 年，ToC 业务生发新的动能；2）政策利好、角色转变，运营商 ToB 市场将大放异彩；3）运营商加快推进混改、股权激励等创新机制进度；4）估值提升与估值重构，看好运营商长期投资价值。

推荐个股及其他点评

容百科技（688005）业绩预告点评：业绩亮眼，单吨盈利持续向上

Q1 业绩实现高增，符合预期。公司预告 21Q1 净利润 0.9-1.2 亿元，同比增长 257%-376%，环比-9%~+21%；，扣非归母净利润 0.7-1 亿元，同比增长 178%-297%，环比增长-2%~+40%;，符合预期。其中 Q1 股权激励费用影响 1500 万，若加回，扣非净利润中枢为 1 亿。Q1 出货量环比微降，但单吨利润如期上升。21 年第一季度基本满产，我们预计 Q1 公司出货量 8500 吨，同比增长近 80%，环比略降 6%，主要受春节和邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面，加回股权激励费用，Q1 单吨利润达到

10000-11000 元/吨。环比 Q4 提升 10%，主要受益于前驱体自供比例提升。

广汽集团（601238）：1-2 月累计批发同比 2019 年+3.36%

2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们维持广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%的预测，对应 EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 15.96/11.35/9.45 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格——市场温度计

机构行为：春节后抱团股大幅回调，资金分化明显，目前市场处于历史上少见的分化阶段，即没有一致的风格选择。过去一周外资偏好银行、基础化工、钢铁等行业，对食品饮料、有色金属、计算机等行业相对谨慎。公募基金抱团进一步减弱，风格分化明显。

股市流动性：最近一周公募基金发行回暖，新成立偏股型公募基金 914 亿元，前值 596 亿元。A 股市场资金净流入 633 亿元，前值 257 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周上升。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：周观：贷款利率回升，再谈强美元预期（2021 年第 7 期）

观点

银保监会主席郭树清提及“2021 年贷款利率将回升”，扰动市场情绪，当日股市盘中跳水，上证综指从开盘微涨至收盘跌 1.21%。郭树清主席的表态如何解读：首先，郭主席所提及的“贷款利率将回升”更多的是一种对于银行自发行为的客观描述，而非口头加息的主观意愿。2020 年存量浮动利率贷款定价基准转换如期完成，央行货币政策传导的效率加强，企业融资成本明显下降，金融系统向实体经济让利 1.5 万亿元的目标得以完成。在前期优惠政策逐渐退坡的情况下，银行让利行为不会一直延续，贷款利率上行是银行出于其自身利润考量而出现的必然结果。

其次，通过回顾可以发现历次加息并非单次行为，通常具有连贯性。在经济企稳尚未得到完全确认，货币政策强调“不急转弯”的当下，加息概率较低。

美元近期重返升势头，至截稿时收盘于 92.00，强美元预期是如何成势的？强美元预期未来可能遭遇的挑战，投资人需要关注哪些方面:年初，我们在判断美元格局时，认为美元全年或“慢牛”，年底看向 93-95。我们认为当前几个年初认为的利多因素仍然存在，而几个利空因素逐渐瓦解是近期美元快速抬升的原因。具体来看，利多因素：（1）长周期来看，弱美元，强欧元、日元的预期组合让渡给强美元，弱欧元、日元的预期组合是全球经济复苏的必要非充分条件；（2）由于美元指数的构成因素，存在强人民币、强美元的预期空间，强美元未必一定暗示弱人民币；持有强人民币信念的投资人未必一定要放弃强美元预期；人民币国际地位

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的上升，可能伴随欧元、日元国际地位的下降，未必是美元；（3）推动弱美元预期利多“铁锈地带”传统部门，利多财富再分配；而推动强美元预期利多广义金融部门以及仰仗金融部门的广义科创、成长企业估值，强美元预期在大选后回归存在政治经济学理论依据；（4）“再通胀”导致强美元预期，强美元预期会对“再通胀”形成闭环调整路径。

而利空因素，比如当时我们认为美国实际利率（TIPs10Y）还存在从去年8月份以来震荡中枢-0.1%继续向下20-30BPs的空间，这是由于我们认为通胀预期的抬升速率会快于名义利率；但实际利率收盘报-0.66%，非但没有下探，反而上攀了30-40Bps，这是导致美元超我们预期走强的一个主要因素。展望未来，两点投资人值得密切关注：（1）首先，美国财政“泄洪”对美元来说，经常账户路径利空，资本账户利多，并不是单一路径，这是我们值得注意的一个点。经常账户来说，宽财政会导致经常账户赤字扩大，利空美元；而资本账户来说，宽财政会提振总需求，提高实际利率，利多美元；（2）后市美债10Y抬升的风格也很重要，侧重通胀预期拉升利空美元，侧重实际利率拉升则利多美元。从前期报告《美债10Y面临调整的三个原因》中我们观察了通胀预期历史顶部2.5%的高度粘性，且判定后市拉动需要靠实际利率，而联储不会让实际利率抬升速率过快等面向，得出2021年美债10Y“缓”抬升的基线判断，后市美债10Y抬升风格如何切换，值得投资人保持密切关注。

风险提示：美债收益率大幅波动，货币政策超预期收紧。

（证券分析师：李勇）

行业

运营商深度研究：站在十年新征程的起点

回顾运营商从模拟转向数字的辉煌十年与被OTT的失落十年，我们认为5G开启了运营商新征程：1）未来10年，ToC业务生发新的动能；2）政策利好、角色转变，运营商ToB市场将大放异彩；3）运营商加快推进混改、股权激励等创新机制进度；4）估值提升与估值重构，看好运营商长期投资价值。

风险提示：

1、运营商收入端承压，被迫削减建网规模或者向上游压价，通信设备商以及光器件厂商面临订单不足以及产品单价下滑，导致受2、影响的公司营收增长放缓，毛利率下滑。

3、国家对5G、物联网等新兴领域扶持政策减弱，运营商部署5G/NB-IoT网络意愿减弱，资本开支下滑超出预期，通信设备、光4、通信器件等集采不达预期，相关厂商面临订单不足的风险。

5、5G标准化和产品研发进度不及预期。

7、杀手级高流量应用迟迟不能面世，数据流量增速下滑，网络运营商收入增长乏力、扩容网络意愿不足，导致上游企业面临订单不足。

8、国内通信设备厂商运营成本提升，毛利率降低，产品竞争力下降，相关厂商价格竞争激烈，导致相关公司盈利能力不达预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

9、中美贸易摩擦缓和低于预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

推荐个股及其他点评

容百科技（688005）业绩预告点评：业绩亮眼，单吨盈利持续向上

投资要点

Q1 业绩实现高增，符合预期。公司预告 21Q1 净利润 0.9-1.2 亿元，同比增长 257%-376%，环比-9%~+21%;，扣非归母净利润 0.7-1 亿元，同比增长 178%-297%，环比增长-2%~+40%;，符合预期。其中 Q1 股权激励费用影响 1500 万，若加回，扣非净利润中枢为 1 亿。Q1 出货量环比微降，但单吨利润如期上升。21 年第一季度基本满产，我们预计 Q1 公司出货量 8500 吨，同比增长近 80%，环比略降 6%，主要受春节和邦普前驱体供应紧张影响。单吨利润方面，加回股权激励费用，Q1 单吨利润达到 10000-11000 元/吨。环比 Q4 提升 10%，主要受益于前驱体自供比例提升。

扩产提速+大客户放量，未来 2 年持续高增。公司目前产能 4 万吨，6 月新增 2 万吨，Q3 新增 2 万吨，年底规划达到 12 万。我们预计今年公司出货 6 万吨左右，同比实现 130%+；22 年出货有望超 10 万吨，连续翻番。公司深度绑定宁德时代，21H1 开始供 SK，且海外大客户紧密接触中，海外占比 22 年将大幅提升，公司 25 年目标 30 万吨，远期市占率目标 30%。客户方面，公司深度绑定宁德时代，是宁德时代高镍三元的主供应商，同时海外客户拓展顺利，21 年和 22 年订单将逐步落地。

全球销量持续超预期，电解液业务快速增长。我们预计公司全年电解液出货 4.6 万吨，同比增长 50%以上，其中 Q4 电解液出货 1.8 万吨，同环比大增+131%/+38%，主要受益于下游需求的增加。Q4 起六氟供需格局改善，开启涨价周期，截至目前从底部上涨 30%+，公司终止收购九九久股权，我们预计受原材料涨价影响，电解液价格短期未完全传导，影响 Q4 电解液业务盈利水平，全年预计为公司贡献 1.3 亿元左右净利润，同比接近翻番。

一体化加强，盈利能力将进一步提升。21Q1 单吨净利润 1.1+万/吨（不考虑股权激励费用），后续新产能投产后有望进一步降低成本，同时前驱体自供比例也将从年初 10%提升到 30%，全年单吨利润有望达到 1.2 万/吨;未来随着客户结构的改变，并加强一体化布局，单吨利润可维持且有进一步上升的空间。

盈利预测与投资评级：维持前期盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利 2.1/6/10 亿元，同比增长 144%/181%/76%，对应 PE 为 112x/40x/23x，考虑正极格局好转，公司是高镍龙头，给予 21 年 60xPE，对应目标价 80 元，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

广汽集团（601238）：1-2 月累计批发同比 2019 年+3.36%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

公告要点：2021 年 2 月广汽集团产量为 103937 辆，同比 2019 年+4.06%，环比 1 月-45.82%，1-2 月份累计同比 2019 年+4.8%；销量为 105128 辆，同比 2019 年+2.8%，环比 1 月-51.63%,1-2 月份累计同比 2019 年+3.36%。广汽本田产量 43457 辆，同比 2019 年+19.43%，环比 1 月-31.38%；销量 41064 辆，同比 2019 年-2.37%，环比 1 月-47.10%。广汽丰田产量 40670 辆，同比 2019 年+53.91%，环比 1 月-49.02%；销量 41500 辆，同比 2019 年+52.54%，环比 1 月-53.79%。广汽自主产量 14397 辆，同比 2019 年-42.51%，环比 1 月-54.06%；销量 13711 辆，同比 2019 年-32.58%，环比 1 月-60.14%。

广汽整体产销同比 2019 年正增长，广丰表现优秀：2 月广汽集团产批环比 1 月-45.82%/-51.63%，下滑幅度大于长城（-38.42%/-35.98%）和上汽（-36.49%/-38.85%），小于吉利（批发-50.60%），处于中等水平。核心原因在于春节假期叠加芯片短缺的影响。广汽 2 月产批同比 2019 年分别+4.06%/+2.80%，1-2 月累计同比依次为+4.80%/+3.36%，均实现正增长，主要系 2019 年同期基数较低所致。广丰 2 月产批同比 2019 年分别+53.91%/+52.54%，远超集团总体，表现优于广汽自主及广汽本田。

企业端广丰去库，自主+广本小幅补库：根据我们自建库存体系显示，2 月广汽集团整体去库存，企业当月库存为-1191 辆。自主+广本企业端补库去库，广丰小幅去库，企业库存当月分别为 686 辆、2393 辆、-830 辆。企业库存累计分别为+5340 辆、+31908 辆、-6198 辆。（2017 年 1 月开始）。

广汽 2 月下折扣率小幅增加：广汽 2 月下车型算术平均折扣率 7.94%，环比 2 月上+0.25pct，略超行业 0.11pct 的涨幅。其中广丰算数平均折扣率 6.18%，环比 2 月上+1.47pct；广本算数平均折扣率 5.42%，环比 2 月上基本持平；自主算数平均折扣率 6.66%，环比 2 月上+0.10pct。雅力士致享+致炫成交价下跌幅度较大，绝对值环比跌幅超 1 万元。

盈利预测与投资评级：2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们维持广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%的预测，对应 EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 15.96/11.35/9.45 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

风险提示：若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）

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