新时代证券-研究所晨报（20210309）

● 总量研究

宏观研究：务实的政府工作报告

2021 年政府工作报告，让人感受最深的就是“务实”。经济目标：发展是解决一切问题的基础。政府工作报告仍然制定了经济增长目标，而不是像一些人预测的那样，淡化经济增长目标。这说明经济发展还是很重要的，“发展是解决我国一切问题的基础和关键”。政府对经济发展有着清醒的认识，不设置经济目标可能弱化各级政府以及社会的激励机制。2021 年经济增速比较高，政府将经济增长目标设置 6%以上，实现起来比较容易，“有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”。

策略研究：美股历史上“牛不过三”的魔咒

随着市场近期的调整，有部分投资者担心，2021 年 A 股可能会再次面临“牛不过三”的魔咒。我们统计了美股历史上牛市的上涨时间，能够发现 1910-1925 年和 1960-1983 年，也出现过长时间“牛不过三”的魔咒，背后很重要的短期原因是每一次经济改善周期均不会长过三年。1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒，在此期间，经济周期并没有改变，而是由于投资者结构的变化，股市已经不会对小级别经济下行做过度的反应了。

● 公司研究

青岛啤酒：步入业绩释放阶段，增长符合预期

事件：公司公布 2020 年业绩快报，报告期内实现销量 782.3 万千升，同降 2.8%，实现营收 277.6 亿元/-0.8%，归母净利润 22.0 亿元/+18.86%。

盈利预测评级：我们调整 2020-2022 年盈利预测，调整前归母净利润分别为 19.81/23.74/29.41 亿元，同增 6.9/19.9/23.9%，调整后归母净利润分别为 22.01/26.50/30.84 亿元，同增 18.9/20.4/16.4%，EPS 分别为 1.61/1.94/2.26 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 48/40/34 倍，上调评级至“强烈推荐”。

晨光文具：守正出新，国民文具第一品牌向文创巨头稳步前进

深耕文具行业三十载，成就国民文具第一品牌。公司是文具行业龙头，在书写工具领域市占率将近 20%，远超行业第二名。主营业务为传统核心业务（书写工具、学生文具、办公文具）与新兴业务（科力普、生活馆、九木杂物社）。2019 年营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.39%，增速显著优于行业平均。

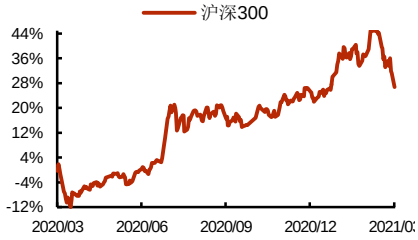
盈利预测评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31 元、1.65 元、2.02 元，对应 2020-2022 年 PE 为 55.8X、44.5X、36.3X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
公用事业	1.05%	休闲服务	-6.98%
采掘	-0.09%	国防军工	-6.19%
建筑装饰	-0.25%	食品饮料	-5.54%
纺织服装	-0.74%	电气设备	-5.32%
钢铁	-0.86%	医药生物	-4.62%

相关报告

《务实的政府工作报告》2021-03-07

《美股历史上“牛不过三”的魔咒》2021-03-07

《步入业绩释放阶段，增长符合预期》2021-03-07

《守正出新，国民文具第一品牌向文创巨头稳步前进》2021-03-07

内容目录

1、总量研究 3
1.1、宏观研究：务实的政府工作报告 3
1.2、策略研究：美股历史上“牛不过三”的魔咒 3
2、公司研究 4
2.1、青岛啤酒：步入业绩释放阶段，增长符合预期 4
2.2、晨光文具：守正出新，国民文具第一品牌向文创巨头稳步前进 5

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：务实的政府工作报告

2021 年政府工作报告，让人感受最深的就是“务实”。

经济目标：发展是解决一切问题的基础。政府工作报告仍然制定了经济增长目标，而不是像一些人预测的那样，淡化经济增长目标。这说明经济发展还是很重要的，“发展是解决我国一切问题的基础和关键”。政府对经济发展有着清醒的认识，不设置经济目标可能弱化各级政府以及社会的激励机制。2021 年经济增速比较高，政府将经济增长目标设置 6%以上，实现起来比较容易，“有利于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展”。另外，“6%”这个具体值，“体现了保持经济运行在合理区间的要求，与今后目标平稳衔接”，这样 2022 年经济增长目标可能设置为“6%左右”。经济目标具有连续性，避免了目标的大幅波动。

经济政策：适时调整完善。经济政策方面，相比 2020 年末中央经济工作会议定调的“不急转弯”，增加了“相机调控”、“根据形势变化适时调整完善”等描述。往年虽然没有这些字眼，但政策在实际操作中都是“相机抉择”的。这次出现在政府报告中，也是务实的体现。货币政策比较灵活，最有可能“相机抉择”。货币政策不会“急转弯”，但对于市场而言，需要注意的是，通胀及防风险条件下，货币政策存在微调的可能性。

财政政策比预期的积极一些。2021 年财政赤字率 3.2%，低于 2020 年的 3.6%，但高于预期的 3%，也高于 2019 年。从赤字规模来看，2021 年和 2020 年差不多，另外，拟发行地方政府专项债券 3.65 万亿元，也基本上和 2020 年持平。还将 2.8 万亿元中央财政资金纳入直达机制，规模明显大于 2020 年。整体看，2021 年财政政策还是比较积极的。在投向上，将加大对民生、乡村建设等领域的投入。

重要工作：顶层设计与脚踏实地兼顾。布局“十四五”规划，贸易摩擦让中国意识到经济安全是无法通过发展房地产获得的，经济安全只能依靠科技创新。扩大内需，促进消费与投资有效结合，实现供需更高水平动态平衡。乡村振兴，脱贫攻坚战取得全面胜利，新机构“国家乡村振兴局”成立，乡村振兴将是未来“三农”工作的主线。碳达峰、碳中和，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。碳达峰、碳中和涉及供给需求两方面，对经济、物价将产生深远影响。

经济影响：季调环比经济增速未必单调下滑。2021 年财政刺激强于预期。经济复苏和疫情节奏有很大关系。疫情反复以及就地过年推迟了一些消费，这些消费可能发生在二季度或其他时间。疫情影响下，经济复苏会有反复，财政货币政策也会相机抉择，季调环比经济增速未必单调下滑。

风险提示：政策落实不及预期；货币政策超预期。

1.2、 策略研究：美股历史上“牛不过三”的魔咒

随着市场近期的调整，有部分投资者担心，2021 年 A 股可能会再次面临“牛不过三”的魔咒。我们统计了美股历史上牛市的上涨时间，能够发现 1910-1925 年和 1960-1983 年，也出现过长时间“牛不过三”的魔咒，背后很重要的短期原因是每一次经济改善周期均不会长过三年。1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒，在此期间，经济周期并没有改变，而是由于投资者结构的变化，股市已经不会对小级别经济下行做过度的反应了。对 A 股来说，如果慢牛的大背

景已经形成，那么股市就不应该在经济领先指标（社融和货币环境）刚刚变化的时候见顶，A 股的牛市大概率还未结束。

（1）美股也有过牛不过三的魔咒。1910-1925 年和 1960-1983 年，美股均出现过长时间的区间震荡，期间美股历次牛市持续的时间都不会太长，非常类似 A 股过去 20 年“牛不过三”的魔咒。这一现象本质的原因可能是由于投资者结构和经济结构的变化，如果仔细观察期间每一轮牛熊的拐点，能够发现，促成拐点的直接原因，大多是经济和盈利的周期性波动。经济每一轮短周期改善的时间大约 2 年，上市公司盈利随之波动，导致股市每一次单边牛市都不超过三年。

（2）美股是如何破牛不过三魔咒的？1950-1968 和 1980-2000 年，美股均长时间打破了牛不过三的魔咒。期间，每一次单边上涨的时间均较长，即使期间出现调整，持续时间和跌幅大多较小。美国经济的短周期波动规律依然是 2 年左右，但股市对经济周期的反应开始钝化。幅度小一点的经济下行，股市直接忽略掉，而幅度稍大一些的经济下行，股市调整的时间也不会太长。只有危机式的经济下行，美股才会有非常剧烈的调整。

（3）对 A 股的启示。由于中国经济波动性已经大幅下降，最近几年投资者结构持续优化，我们有理由相信，当下的股市对经济的短周期波动容忍度已经大幅提升了。这意味着，如果 2021 年或 2022 年的某个时候，经济进入新的一轮下行周期，股市调整的时间和空间均会比之前的经济下行周期更小。一轮经济下行，一般最先是领先指标（比如社融和信贷环境）下行，之后半年到 1 年左右，经济同步指标开始下行（GDP、工业增加值等），随后经济会持续至少 1 年的下行。如果假设股市从社融拐点出现开始调整，到经济下行最快的时候结束，则股市震荡调整的时间可能会长达两年，这不符合股市慢牛的大背景。所以我们认为，按照美股长期慢牛的经验，股市的调整不可能领先经济指标很久开始，年初以来，部分投资者担心的社融和货币环境拐点，还不足以对股市产生致命伤害。

（4）短期策略判断：春节后市场的调整，主要是技术性调整，背后核心原因是部分板块过快上涨带来的技术性调整压力。整体 A 股的盈利趋势是在加速改善的，流动性层面，春季后的国内短期利率维持低位，并没有受到海外通胀预期回升的影响。历史上 A 股牛市中最剧烈的调整一般都是由于加息、提高存准、信贷额度管控等带来的，股市近期的调整应该不是牛市中最剧烈的调整，大概率在 1-2 周以内就可以结束。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 青岛啤酒：步入业绩释放阶段，增长符合预期

事件：公司公布 2020 年业绩快报，报告期内实现销量 782.3 万千升，同降 2.8%，实现营收 277.6 亿元/-0.8%，归母净利润 22.0 亿元/+18.86%；其中 2020Q4 销量 88 万千升/+3.0%，营收 33.38 亿元/+8.12%，归母净利润-7.77 亿元/-5.87%。

报表验证高端化，业绩增长符合预期。2020 年疫情冲击餐饮行业，啤酒销量受损，公司在加快高端啤酒（精酿、奥古特等）市场渗透和罐化率提升的同时，持续优化管理体系，实施精准营销，全年实现销量、收入和利润总额分别增长-2.8/-0.8/+18.8%，均优于行业水平：2020 年啤酒行业销量/收入/利润总额分别增长-7.0/-6.1/+0.5%。报告期内吨酒价格 3548 元，同增 2.1%，主要系高端化和罐化率

提升所致。2020Q4 公司啤酒销量 88.1 万千升，同增 3.0%；收入 33.38 亿元，同增 8.1%，经营保持稳健增长。

产品结构持续优化，盈利能力稳中有升。报告期内公司净利率 7.93%，较 2019 年提高 1.31pct，主要系产品结构优化所致。其中 2020Q4 销量占比 12%，较 2019Q4 提升 1pct，吨价 3788 元/+4.9%，测算四季度毛利率提升约 3-5pct 至 32-35%；净利润亏损 7.8 亿元，较 2019 年多亏损 0.43 亿元，判断主要系四季度啤酒消费淡季，销量占比约 10-12%，重资产属性下，折旧摊销+员工薪资固定稀释毛利，毛利率较全年平均水平低约 10pct；叠加计提关厂、股权激励等费用所致。

高端化和关厂提效共振，公司进入业绩释放阶段。啤酒行业格局稳定，佐餐需求下降致量增乏力，关厂提效+高端化已成行业共识，长期核心看点在于高端单品储备和精细化管理水平。公司作为本土啤酒企业，目前已成功培育了奥古特、青岛啤酒鸿运当头、青岛啤酒经典 1903、全麦白啤等高端产品，预计 2020 年高端销量超过 190 万千升。同时，公司在 2020 年推出股权激励，激发团队活力，将有助于提升促销费用有效性和营销效率；另外公司计划在未来 3-5 年关厂 10 家，优化产能结构，降低产品成本。

盈利预测、估值与评级：上调评级至“强烈推荐”。我们调整 2020-2022 年盈利预测，调整前归母净利润分别为 19.81/23.74/29.41 亿元，同增 6.9/19.9/23.9%，调整后归母净利润分别为 22.01/26.50/30.84 亿元，同增 18.9/20.4/16.4%，EPS 分别为 1.61/1.94/2.26 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 48/40/34 倍，上调评级至“强烈推荐”。

风险提示：原料价格持续上涨、高端啤酒竞争加剧等风险。

2.2、 晨光文具：守正出新，国民文具第一品牌向文创巨头稳步前进

深耕文具行业三十载，成就国民文具第一品牌。公司是文具行业龙头，在书写工具领域市占率将近 20%，远超行业第二名。主营业务为传统核心业务（书写工具、学生文具、办公文具）与新兴业务（科力普、生活馆、九木杂物社）。2019 年营业收入 111.41 亿元，同比增长 30.53%；归母净利润 10.6 亿元，同比增长 31.39%，增速显著优于行业平均，总体规模与成本优势、对上游议价能力超越同行。截至 2020Q3，书写工具、学生文具与办公文具（含直销）占比分别为 18.69%、20.14%、44.54%，新兴业务中，零售大店处于扩张阶段，其中九木杂物社商业模式基本成熟，未来收入与盈利将持续贡献增量。

文具行业：消费升级驱动成长，“文创”+“办公直销”打开成长空间。据 IBIS 数据，2013 年-2019 年，文具行业规模从 125 亿美元增长至 182 亿美元，年均复合增速 7.8%。未来在人口结构变化、教育支出增加及办公采购阳光化下，精品文创与办公直销迎来重要发展机遇。具体来看：①我国体验型消费比重达 49.4%，消费者愿意为高附加值支付溢价，产品与渠道需同步升级满足 C 端消费体验。文具与文创结合利于单价提升，从而带动毛利率进一步增加。②采购政策红利下，办公 B 端市场处于高速增长期，行业集中度偏低，龙头企业正加速卡位。

传统业务发展动力：研发强、品类精、渠道广。①研发强：2013 年-2019 年，公司研发支出与研发人数 CAGR 分别为 13.46%、10.79%，均保持高速增长。②品类精：产品高周转，每年推出新品 2000 余款，在传统文具基础上升级改版，解决消费者痛点并打造爆款产品，提升销量与单价。③渠道广：覆盖全国门店 8.5 万家，实现全国学校 80%的覆盖率。渠道管理高效提升经营能力，普通文具店年平均闭店

比例 12.5%，公司样板店闭店率仅 5.31%，加盟店闭店率小于 5%。

新业务增长潜力：办公直销大有可为，新零售供需增量。办公直销：科力普营收 CAGR 高达 80%，收入占比 33%。大型客户合作广泛，“省心购”提升小 B 企业获客率；六大仓储中心+智慧物流系统，提升客户黏性。零售大店：生活馆+九木杂物社实现产品与渠道全面升级，单店提货额与坪效加速改善。

盈利预测、估值与评级：预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.31 元、1.65 元、2.02 元，对应 2020-2022 年 PE 为 55.8X、44.5X、36.3X。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1）市场竞争加剧；2）零售大店业务拓展不及预期；3）科力普客户开拓不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁爽销售总监** 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	**阎喜蒙销售副总监** 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	**丁培培销售经理** 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/