东兴证券 DONGXING SECURITIES

首席周观点：2021 年第 9 周

2021 年 3 月 7 日

首席观点 | 周度观点





张天丰|东兴证券金属首席分析师

S1480520100001，021-25102914，tfzhang901@126.com

金属：把握工业活动旺季将至的周期配置机会

全球金融资产在三月第一个交易周延续高波动态势，利率及汇率市场变化依然对风险资产定价形成冲击，但周期类商品价格已开始受基本面支撑而显现强势。加速上行的美债名义利率令美国与主流国家债券收益率差拉大，从而造成外汇市场美元定价触及三个月新高；此外，美债名义利率在三月继续向 1.6%冲击导致以国债为代表的无风险资产收益率开始高于以标普 500 为代表的风险资产股息回报率（1.52%），这触发了金融市场的资金再配置，从而对风险资产的定价产生冲击。而从三月第一周观察，以原油为代表的商品资产开始显现强基本面的定价特征（价格因 OPEC+减产协议延长而触两年新高），油铜比及油金比的快速上行将推动商品资产的定价中枢上移，这意味着伴随北半球工业生产旺季在三月的逐步显现，供给端整体偏刚性的大宗商品价格将有进一步上涨的空间，顺周期或仍是三月可期待的交易逻辑。

工业金属将进入季节性去库阶段。铜当前供给依然十分刚性，矿端 TC 最新报价已触及 2011 年以来最低至 37 美元/吨之下；LME 及 COMEX 显性库存分别较年初降-26.8%及-10%，其中伦敦注销仓单占比在 7.9 万吨库存下仍处 25%，意味着伦敦市场显性可交割铜库存量不足 6 万吨；而国内方面，上海小计库存尽管自 2 月以来出现持续的季节性累库，但当前小计库存数量仅为 16.3 万吨，较去年同期库存水平下降 52.8%，矿端 TC 的偏低及全球显性库存的偏紧整体显示铜显性有效供给十分刚性的特点。而从需求角度观察，伦敦及国内现铜交易仍维持在平溢价基础之上，洋山铜溢价及 CIF 提单平均溢价均维持在阶段性高位，显示铜现货市场的买兴依然强烈。鉴于漆包线、铜管以及线缆等铜加工企业开工率的持续攀升，以铜为代表的金属产业链生产将逐步进入旺季化，这意味着金属的库存下行拐点有望在近阶段显现确认。

锂精矿价格大幅上行，电钴价格震荡回落。三月首周电池碳酸锂、氢氧化锂价格分别涨至 8.3

万元/吨及 6.6 万元/吨，周内有碳酸锂生产商出现 9 万元/吨报价；锂辉石 6%精矿 CIF 均价上涨 7.9%至 480 美元/吨，锂盐涨价向上游精矿传导开始显现，下游厂商因原料紧缺导致议价能力偏弱，部分中小冶炼厂利润承压。受期货盘影响，电钴现货价格出现弱化（近期-6.7%）；钴盐市场供不应求态势延续但下游采购需求略显放缓，考虑到下游需求平稳持续和现货低库存，钴价短期或维持高位震荡。

“碳中和”减产预期扰动市场情绪，钢材库存下行拐点渐近。三月首周钢材消费量改善符合预期，五大品种需求均有所上升，螺纹钢（248 万吨）、线材（126 万吨）和热轧（315 万吨）的消费量分别环比提高 91.26%、29.36%和 6.57%，考虑到 2020 年螺纹钢周消费量均值为 356 万吨，市场周度需求规模仍有约 100 万吨释放空间。近期唐山限产和“碳中和”减产预期影响市场情绪，导致钢价表现强于原材料。冶炼利润的改善刺激了电炉企业的积极复产，并带动建筑长材产量周环比增加 27.3 万吨。从库存角度观察，钢材累库速度在需求快速回暖的背景下继续放缓（周环比增长 105 万吨，库存绝对值仅同比提高 157 万吨）。尽管近阶段全国大范围降雨或影响部分钢材需求释放，但库存下行拐点的显现或令黑色系价格重心季节性抬升的趋势持续。

风险提示：美元大幅反弹，流动性交易拐点显现，库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落。



郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

S1480519070001，021-25102903，zhengdd@dxzq.net.cn

电新：2021《政府工作报告》高度重视“双碳”工作

2021 年 3 月 5 日，李克强总理于第十三届全国人大四次会议作《政府工作报告》。在“2021 年重点工作”部分，明确提出扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，具体包括：制定 2030 年前碳排放达峰行动方案；优化产业结构和能源结构；推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电；扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业；加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度；实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。

2020 年《政府工作报告》中未提及碳达峰、碳中和、新能源发电（风电、光伏）、核电。两相对比，我们认为，2021 年《政府工作报告》相关表述彰显了中央决策层对“双碳”工作的高度重视。展望未来十年，从电力供给角度看，风电、光伏和核电将长期受到政策支持，其在电力装机和发电量中的合计占比有望逐年提高。我们根据能源局发布的统计数据测算，2020 年风电、光伏和核电的合计发电量占比为 14.35%，并预计 2030 年该占比将超过 26%。

2021 年《政府工作报告》还提到，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系。我们判断，新能源汽车推广及锂系动力电池回收利用亦将长期受到政策支持。我们预计，2021 年中国大陆新能源汽车产量将达到 214.6 万辆，同比增长 57.1%，纯电动乘

用车占比将进一步提高至 74.9%，且市场 C 端属性将持续强化。

关于碳排放权交易市场，我们坚持此前报告观点，预计全国碳排放权交易市场有望于 2021 年中正式启动运营，纳入 2019-2020 年全国碳市场**发电**行业重点排放单位的 2,225 家企业（详见生态环境部官网 2020.12.30 发文）将成为全国碳排放权交易市场的首批“重点排放单位”角色参与者，“重点排放单位”覆盖面未来将扩展至钢铁、建材、有色、化工、石化、造纸、航空等行业；同时，碳减排相关税收问题的研究制定将提上议事日程，碳金融产品的开发与交易亦将逐步丰富、规范。

风险提示：风光发电和核电项目建设或不达预期；新能源汽车推广或低于预期；全国碳排放权交易市场的建设与后续运营表现，或低于预期。



赵军胜|东兴证券建材首席分析师

S1480512070003，010-66554088，zhaojs@dxzq.net.cn

建材：激发市场活力保民生消费和绿色创新下，继续看好建材行业集中度提升

从政府工作报告可以看出 2021 年乃至“十四五”的方向就是激发市场活力，绿色创新发展经济，保障民生和消费。提高经济增长的科技、流通和人口等各个要素的力量，提高经济增长的质量，达到惠民和绿色的发展。

从“十四五”城镇化目标达到 65%来看，中国城镇化率提升仍处高速阶段，从 2021 年老旧小区改造数量达到 5.3 个较 2020 年继续提升，并启动农村人居环境整治提升五年行动。从环境治理到做好碳达峰碳中和各项工作。均体现绿色、民生、高效和创新的经济发展方式和目标。

城镇化发展阶段和目标预示着中国地产行业增量的建材需求仍处于增长的阶段，老旧小区的改造也说明中国存量房建材需求也进入集中释放的阶段，农村的环境整治更是带来相关建材需求的增量空间，建材行业在 2021 年乃至“十四五”阶段需求的增长都无需担心。

环境治理要求趋严，碳达峰和碳中和的提出，对于建材行业作为高污染的制造行业之一，行业的一些不达标企业或者中小企业的成本将因此继续提升，优秀和龙头公司规范化、规模化低成本的优势下行业环境会变的更加友好。有利于行业集中度的进一步提升。

我们继续看好行业中优秀和龙头公司的长期市占率提升的趋势。虽然由于前期市场的过分乐观抱团下一些公司的股价上涨加快，在流动性收紧预期的情况下抱团股出现了较快和较多的下跌，进入估值重估阶段，我们长期对于公司的增长依然看好。上周我们对于抱团股的下跌风险进行了提示，提出在中国率先复苏带领下的全球经济复苏确定，特别是国外经济复苏空间较大的情况下，现阶段看好低估值的消费建材和外需受益的材料优秀蒙娜丽莎、濮耐股份和长海股份等的相对收益。

风险提示：估值重估风险超出预期。

《濮耐股份（002225）深度报告：天时地利人和，技术发力龙头进快车道》2018 年 9 月 7 日

《蒙娜丽莎（002918）深度报告：逆风向上迎拐点，双轮驱动立翘楚》 2019 年 8 月 16 日

《长海股份(300196)深度报告：隐形壁垒和产业链一体化助力稳健成长》2021 年 1 月 7 日。



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：关注原料药产业链中的升级方向

在环保安全等监管趋严的背景下，中国原料药产业逐步走出小而散的格局，行业持续整合，部分原料药品种已处于稳定的竞争格局，价格处于高景气周期。目前维生素品种，VE 和 VA 处于景气周期中，海外竞争对手多次事故导致，价格反复跳涨。

优势品种的价格景气为原料药企业的转型升级提供了利润支持。目前原料药产业升级的方向已逐步形成全球竞争力：1）CMO/CDMO 对接全球创新产业链，国际份额快速提升，尤其是新冠疫情期间，供应链稳定成为突出优势；2）高端制剂出口规范市场，从普通口服制剂向难仿制剂升级，更多注射剂品种出口规范市场。3）加入全球创新药队列，引入创新品种，跨越仿制药制剂进入创新药领域，目前原料药企业中已有多个在研品种推进临床研究。

基于对原料药价格波动的担忧，原料药板块也是医药行业的估值洼地，板块 2020 年预测动态市盈率为 32X，远低于生物制药和医疗服务子行业，实际上在带量采购等医改政策的影响下，原料药企业相对于下游制剂业绩更为稳定，而且随着产业升级步伐的加快，增量业务更具持续和稳定。

建议重点关注：①拥有国内 ADC 平台和受益 VE，VA 高景气——浙江医药（详见参考报告：研发费用高企影响去年业绩，2020Q1 高增长验证戴维斯双击拐点已至，20200427）。②新冠疫苗腺病毒载体疫苗研发企业——康希诺-U（详见参考报告：专注于创新性疫苗的行业新星，20200817）；③布局肺结核预防疫苗和重组亚单位新冠疫苗企业——智飞生物（详见参考报告：重磅产品预防用微卡上市在即,结核矩阵布局推进，20210225）④国内血液制品和流感疫苗龙头——华兰生物（详见参考报告：华兰生物：年报业绩符合预期，血制品景气提升及四价苗放量可期，20200325）；⑤血液制品国家队——天坛生物（详见参考报告：天坛生物：Q3 业绩高增，定增募资促长期增长，20201030）；

风险提示：原料药价格波动风险；海外新冠疫苗市场供应的不确定；血液制品提价进度慢于预期。



孟斯硕|东兴证券食品饮料行业首席分析师

S1480520070004，010-66554035，mengssh@dxzq.net.cn

食饮：后经济增长周期下，食品饮料景气提升有望推动新一轮增长

根据市场主流宏观观点预期，2021 年经济从疫情影响下继续恢复。在近期国新办发布会上，银保监会主席郭树清甚至表示 2021 年贷款利率将回升。这一表态印证经济复苏增强，引发市场对于后市流动性的担忧，并给高估值板块带来估值重塑。特别是对食品饮料板块的估值整体调整，我们认为是市场对前期在宽松流动性下估值超前于基本面的修正，即食品饮料企业业绩增速与市场估值之差在逐渐收窄。随着疫情的好转，以及经济继续复苏，食品饮料板块景气度也会进一步提升，特别是在通胀环境下，食品饮料基本面超预期有望带来新一轮的增长。

从经济周期来看，工业品价格较快反弹为经济上行周期的前期表现，近期大宗商品价格快速增长反映了这一趋势。随着工业品价格逐渐向下游传导，非猪肉类食品类价格有望追随增长，即在后经济增长周期，食品饮料企业利润有望改善。

我们看好食品饮料长期的增长逻辑，看好消费粘性所带来的业绩稳定增长的能力。从短期来看，我们认为下半年 CPI 有望上行，经济逐渐复苏带来消费繁荣，特别是在内循环经济下，消费反弹确定性较高，食品饮料企业业绩增速有望超预期。我们看好今年春节消费旺盛所带来的一季报开门红的短期行情。重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、洋河股份。

参考报告：

《洋河股份（002304）：改革路径渐清晰，复兴之路重启》（20210209）

《白酒行业深度：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间》（20200811）

《贵州茅台：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长》（20200730）

《五粮液（000858）：量价齐升再次确认，新班子带入新境界》（20191031）

《泸州老窖（000568）：业绩增长稳健亮眼，高档酒提价放量未来可期》（20191031）

风险提示：

疫情影响加大，对宏观经济影响较大，以及对白酒需求影响较大。公司出现重大管理瑕疵等。



曹奕丰|东兴证券交运首席分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：2 月我国重点监测港口吞吐量实现两位数增长，港口建设费被正式取消

节后我国进出口需求较为旺盛，各地工矿企业提前复工复产。2 月全月，沿海重点监测港口吞吐量同比增长 15.6%（较 2019 年 2 月增长 10%），其中外贸增长 13.2%；长江枢纽港口吞吐量增长 25.5%。集装箱方面，2 月份八大枢纽港口集装箱吞吐量较 2020 年 2 月增长 37.2%，较 2019 年增长 9.9%。其中，外贸增长 37.9%，内贸增长 34.7%。

目前港口生产已明显好于疫情前水平，且充分体现出以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局的正确性。疫情向外国企业证伪了供应链大规模去中国化的可行性，预计今年我国进出口依旧会保持强势。

此外，周五的政府工作报告正式宣布取消港口建设费。此前港口建设费不作为港口企业收入，而是由交通部统一管理，此次降费不会对港口企业的业绩产生负面影响，反而是有助于降低物流成本，提振运输需求，对我国港口上市公司将构成利好。

风险提示：疫情导致的较大不确定性，行业政策变动



王紫|东兴证券商社行业分析师

S1480520050002，010-66554104，wangzi@dxzq.net.cn

商社：今年继续强化就业优先政策，人服、职教行业将持续受益

持续看好“稳就业”相关赛道发展。政府工作报告强调继续强化就业优先政策，指出就业是最大的民生，2020 年城镇新增就业 1186 万人，年末全国城镇调查失业率降到 5.2%，2021 年目标是城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右。本次政府工作报告中关于就业提出：①拓宽市场化就业渠道；②继续对灵活就业人员给予社保补贴,推动放开在就业地参加社会保险的户籍限制；③做好高校毕业生、退役军人、农民工等重点群体就业工作；④拓宽职业技能培训资金使用范围，开展大规模、多层次职业技能培训；等。“稳就业”政策持续推进，人服、职教行业将持续受益。

人力资源服务方面，我国的灵活用工开始进入加速发展阶段，国家不断完善灵活用工群体社会保障机制，推动行业发展；同时，企业数字化转型是我国企业发展趋势，而经济增速降档也使企业更加注重降本增效，给 HR SaaS 发展带来机遇。当前正直“金三银四”的招聘高峰期，今年以来人服行业持续复苏，关注科锐国际、同道猎聘等公司发展。

职业教育方面，就业压力叠加招录、考研等扩招，将为对应培训赛道带来市场扩容。尤其是教师赛道，提高教师待遇为两会热门议题，教师待遇与职位吸引力不断提升，将推动教招培训快速发展。持续看好职教龙头中公教育，一方面公司受益于疫情下行业出清带来的市占率提升；另一方面公司依靠教研+渠道+管理，稳坐龙头地位，将持续受益于市场规模扩张的红利。

风险提示：行业政策风险，疫情发展超预期。

相关报告：

《同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张》（2021.01.28）

《科锐国际（300662）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展》（2020.08.26）

《中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台》（2019.11.21）



刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：利率上行或将持续，继续看好保险板块

本周市场日均成交额回落至 9000 亿，两融规模也趋于稳定，预计在流动性未得到明显改善之前交易活跃度难以快速回升，短期成交额大概率仍将维持在 9000-10000 亿。政府工作报告中提出将稳步推进注册制改革、完善常态化退市机制、加强债券市场建设、更好发挥多层次资本市场作用，预计上述四点将成为 2021 年资本市场政策主线。对证券行业而言，注册制改革和资本市场制度创新将贯穿近年行业发展始终，全面注册制预期下“大投行业务”将成为券商业绩最具确定性的增长点，但当前市场波动加大或影响企业上市募资节奏，2021 年股权融资增量规模或较 2019 和 2020 年有所下降，进而压低券商业绩增长预期。而相比之下保险行业受益于疫情影响减弱，负债端边际改善趋势持续，2、3 月新单同比增速或超 20%。此外，美十年债利率上行势头不减，中美利差缩窄至 170bp，已近近年低点，利率上行或将持续驱动保险估值上升，在负债端和利率上行共同推动下，保险板块投资价值凸显。

风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526