东吴证券晨会纪要

2021 年 03 月 08 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：2021 年 1-2 月出口回升为何如此汹涌？

全年出口前高后低是共识，我们认为结构上先消费、后投资。2021 年出口增速大概率呈现前高后低，结构上我们预计海外的释放将经历两个阶段：第一阶段是疫苗普及后消费的扩张；第二阶段是企业资本开支的新一轮扩张。美国投资往往是消费的“派生需求”，即企业只有在预期需求强劲后才会扩大资本开支（图 7）。考虑到美国 1.9 万亿美元财政刺激即将落地、后续还将推行基建投资，未来中国出口增长的动力可能逐渐由消费品转向中间品。

宏观点评：2021 年政府工作报告六大信号

哪些领域值得关注？结合政府工作重点，我们认为在十四五规划期间有以下投资领域值得关注：①以“安全”为主题的科技创新、国防军工、粮食安全；②以“绿色”、“碳中和”为主题的清洁能源、环卫和相关制造业投资；③以“双循环”为主题的可选消费、乡村振兴相关的公用事业、人口老龄化相关的养老及医疗服务领域。

策略专题：美国财政泄洪，哪几点影响全球市场？

美国短端名义利率可能转负：大量资金将回到货币市场基金手中，资于市场上剩余的 treasury bills，可能导致短端 bills 利率被压至低于 ON RRP 利率的水平。

美国的银行可能向客户提供负存款利率：当资金从 TGA 账户通过商品和服务支出的方式流出，商业银行的存款规模会大幅增加，银行的法定存款准备金水平也会相应提高。持有过多的准备金不利于银行的盈利能力。因此，银行可能会向客户提供极低的存款利率，甚至负的存款利率。

美债收益率曲线进一步陡峭化：财政部在大量偿还短期债券的同时，还要发行更多的长期债券。

美国财政缺口扩大，美元贬值，热钱流入中国市场。

美联储还需扩表，大宗商品行情进一步升温。

策略周评：东吴策略·节后外资买了什么、卖了什么？——行业风火轮

抱团股回调阶段外资买了哪些行业？——加银行、化工，减白酒、电子。外资对前期热门板块明显谨慎，春节以来北上资金主要买入银行、化工、农林牧渔、电气设备、交运等板块，对前期火热的食品饮料、电子、计算机、军工、汽车等行业减持较多。

抱团股回调阶段外资买了哪些个股？ ——加仓宁德时代、万华化学、低估值银行股，减持贵州茅台、五粮液、格力电器。春节以来北上资金主要加仓宁德时代、万华化学，此外招商银行、兴业银行、平安银行、万科等低估值银行地产股也获大量买入。对节前火热的贵州茅台、五粮液等大幅减持，同时对格力电器、中国中免等节前涨幅较大个股也明显减仓。

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。

固收点评：美债抬升风格决定大宗商品价格

展望：

（1）2021 年美债 10Y“缓”抬升判断不改变；

（2）情景 1：美债 10Y 抬升更多由通胀预期引起，而非实际利率抬升。这一情景下，实际利率在短期对大宗商品价格的压制将比较小，而通胀预期将同大宗商品价格一齐抬升，通胀预期震荡上行至 2.5%，而布油则有望上探至 80-100 美元/桶；情景 2：美债 10Y 抬升更多由实际利率抬升引起，而非通胀预期。这一情景下，实际利率在短期对大宗商品价格的压制将比较大，大宗商品价格将呈现震荡行情；

（3）未来真实的情景，或许将是情景 1 和 2 相互交替，这意味着投资人需要持续在风格 1-3 中做轮替，保持风险敞口的灵活性，时刻关注美债 10Y 抬升风格的变化。

固收周报：正股重要，择时也重要

前期“V 型”反弹，什么在涨？

从分组的涨跌幅来看，就转债价格高低分组，低价转债涨幅最高，高价转债次之；就转债溢价率分组，低转股溢价率涨幅远超过中高转股溢价率组的涨幅。就行业来看，各行业均呈现整体上涨态势。其中涨幅最大的顺周期行业有色金属、采掘服务、农林牧渔等。综上所述，本次转债市场回升的主力军为主要特征为低溢价的品种，其中低价和高价兼有，行业集中在顺周期，在正股的带动下实现转债价格的提升。

行业

通信行业跟踪周报：本周专题：不同于市场一般认知，数字化转型浪潮下，为何同时看好运营商和主设备商？

1、设备商投资与设备商收入并非“矛与盾”；2、运营商 ToC 收入改善，为 5G 投资再助力；3、2B 端业务开启行业变革，运营商和设备商合作共赢时代开启；4、碳中和成两会热词，低碳经济机会正在出现。

计算机应用行业：政府工作报告中的硬科技篇章

春节后市场风格发生明显变化，之前的抱团标的有所回调，我们认为需要继续关注监管政策对投资者结构和资金投向的影响。在此背景下，信创、网络安全、医疗信息化等前期超跌板块有望迎来反弹。当前位置首推基本面拐点最大、业绩持续兑现的信创，其次是白马方向的云计算、网安，弹性方向的金融 IT，另外关注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件。

汽车行业周报：2 月累计批发同比 2019 年-10%，优中选优

整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：长城（A+H）+吉利（H）。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：福耀玻璃+星宇

股份+拓普集团+德赛西威+华阳集团+中国汽研

电子：中芯国际获批设备许可，助推本土 IC 生态完善

目前，半导体市场需求旺盛且产能供应十分紧张，中芯国际获批 14nm 及以上工艺设备的许可，增强了供应链稳定性，有望受益于当前晶圆制造的高景气行情，同时，中芯国际也有望继续推动成熟工艺的研发创新和产能建设，带动相关的设备、材料、封测等产业链环节需求不断提升。

电气设备新能源行业周报：电动车销量和排产均向好，市场波动带来布局良机

宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、隆基股份（单晶硅片和组件全球绝对龙头、高增长低估值）、汇川技术（通用自动化持续超预期、动力总成全面突破）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强）

国防军工：国防预算稳定增长，武器装备建设将带动行业景气持续上行

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长确定性强的认识，我们维持行业“增持”评级。

证券行业：短融管理办法迎修订，券商迎来利好！

本次征求意见稿降低证券公司短期融资门槛并延长期限，取消了强制评级要求，有利于推动证券市场良性发展。建议关注最具成长性的零售证券龙头东方财富，综合实力突出的龙头券商中信证券、华泰证券、招商证券，具备高成长性中型券商兴业证券。

化工行业 2021 年 3 月第一周周报：OPEC+限产延期提振油价，碳中和概念股表现强势

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股荣盛石化、万华化学、宝丰能源、三友化工、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强和东材科技。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

钢铁：旺季需求良好，社会库存见顶

投资建议：2021 年或是钢体股大年，继续看好优质板材股。1）在行业估值历史低位、盈利历史中位的大背景下，碳中和及压减粗钢产量大概率带来供给收缩，加之原料端铁矿、焦炭供给增加再次贡献成本红利，我们认为钢铁股中期将迎来一波业绩、估值双升的板块性机会。建议三条主线选股：1）需求最确定的制造业上游板材，首推宝钢股份、华菱钢铁，关注新钢股份、鞍钢股份、南钢股份等；2）对流动性敏感的上游资源品包钢股份（稀土）、鄂尔多斯（硅铁）；3）高弹性低估值的冶炼股方大特钢、华菱钢铁、三钢闽光。

机械设备行业跟踪周报：建议关注景气持续旺盛的机床、工程机械、新能源板块

【机床行业】制造业复苏背景下产业链需求旺盛，建议关注国产机床和刀具龙头

【锂电设备】国内电动车销量、排产超预期，近期回调的锂电

设备龙头值得关注

【工程机械】3 月恒立油缸排产 9.3 万再创新高，建议积极配置低波动周期中的强 α

商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：1-2 月整体增速较快，珀莱雅、华熙旗下品牌增速亮眼

2 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 2.0%/36.8%，1-2 月规模增速分别为 25.4%/26.9%。2 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 2.0%/36.8%，护肤增速较 1 月有所下降，主要受春节错期因素影响。整体 1-2 月仍保持较高增速，1-2 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 25.4%/26.9%。

2 月阿里系护肤/彩妆类 TOP10 品牌均国际品牌数量占优。护肤类前十品牌中，国货品牌 1 个，国际品牌 9 个。其中，后和雅诗兰黛增速最快，分别同增 117.4%/88.8%。彩妆类前十品牌中，国货品牌 3 个，国际品牌 7 个。

教育行业周报（2021 年第 9 期）：华夏视听教育入选港股通，看好公司发展

建议关注标的：华夏视听教育，希望教育，中教控股，中国东方教育，天立教育等。

推荐个股及其他点评

上汽集团（600104）：芯片短缺影响持续，静待改善周期

我们维持 2020-2022 年上汽集团的营收为 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润为 200/236/257 亿元，同比-21.9%/+17.8%/+9.1%的预测。对应 EPS 为 1.71/2.02/2.20 元，对应 PE 为 12.17/10.34/9.47 倍，维持“买入”评级。

宁水集团（603700）：员工持股落地，安全边际充足的隐形龙头

事件：公司公告员工持股计划（草案），以 13.83 元/股的价格向 14 名管理人员授予 108.00 万股股份，解锁条件为 2021、2022 年收入分别不低于 20、24 亿元。

短期：员工持股明确指引业绩，未来 2 年收入复合增速不低于 20%、利润复合增速预计 25%以上。

长期：只有存量更换、没有新增需求的稳态市场下，我们测算公司市值约为 90-120 亿。

用友网络（600588）：回购彰显发展信心，ERP 龙头迎来布局良机

事件：3 月 6 日公司发布公告，用友网络科技股份有限公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份。回购金额市场领先，公司对发展充满信心；大客户领域优势明显，YonBIP 客户数量行业领先；云业务增长迅速，投资价值持续提高。

风险提示：YonBIP 发展不及预期；宏观经济对传统 ERP 业务产生影响。

IGG（00799）：2020 年年报点评：业绩好于预期，经典游戏重回增长，多元产品布局持续推进

受到海外疫情催化叠加营销推广，经典游戏重回增长，我们上调 2021 年 EPS 至 1.19（+0.07）元，公司 21 年多元化布局将持续推进。考虑新游尚未构成主力营收，老游戏存在自然下滑的可能，基于谨慎态度，下调 2022 年 EPS 至 1.26（-0.04）元，预计 2023 年 EPS 为 1.35 元，对应当前 PE11/10/9 倍，维持“买入”评级。

汉威科技（300007）：2020 年业绩快报&2021 年 Q1 业绩预告点评：传感器+IoT 拓展顺利，业绩快速增长

公司 2020 年营业收入 19.37 亿元，同比+6.46%，归母净利润 2.05 亿元，同比+297.13%，预计 2021 年 Q1 归母净利润 3736.43—4184.8 万元，同比+25%—40%。

宝钢股份（600019）：充分受益碳中和，行业龙头强者恒强

上调 2021 年盈利预测至 200 亿元，维持“买入”评级。我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 3110/3655/3856 亿元，对应增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；归母净利润分别为 127/200/220 亿元，增速分别为 2%/58%/10%；公司 2021/2022 年 PE 分别为 8.8x/8.0x，低于可比公司均值。考虑碳中和大背景下环保政策趋严，公司作为行业环保标杆有望充分受益；公司下游为工业消费品，有望受益制造业上行。因此将公司 2021/2022 年归母净利润从 190/205 亿元上调至 200/220 亿元，维持公司“买入”评级。

香港交易所（00388）：稀缺赛道+枢纽地位，港交所未来可期

港交所持续性深化改革和高质量高管团队推动港交所走向世界前沿，公司枢纽地位突出，对标国际交易所竞争力不断提升，盈利模式稳定，传统业务+创新业务双轮驱动港交所业绩发展。我们预计 2020 年及 2021 年公司收入达 190 亿港元和 229 亿港元，预计 2020~2022 年归母净利润为 121 亿港元、148 亿港元、173 亿港元，对应 PE 分别为 58.53x、47.90x、41.26x，对应 PB 分别 15.33x、15.63x、14.34x。看好公司长期发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

淳中科技 2020 年年报点评：Q4 业绩高速增长，经营质量稳步向好，全年业绩符合预期

我们预计随着 5G 高清视频产业以及国产替代进度的不断推进，淳中科技业务将持续稳步向上，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.34/1.85 元上调至 1.44/2.04 元，预计 2023 年 EPS 为 2.73 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 25/18/13 倍，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：2021 年 1-2 月出口回升为何如此汹涌？

观点

2021 年 1-2 月中国出口（以美元计）同比增长 60.6%，较 2019 年 1-2 月同比增长 32.7%，折合年均增速 15.2%，大超预期（图 1）；进口（以美元计）同比增长 22.2%，较 2019 年 1-2 月同比增长 17.2%，折合年均增速 8.3%。

各地鼓励就地过年对出口是一个利好因素。考虑基数原因，1-2 月出口高增速已是共识，然而较 2019 年均增速达 15.2%却是市场未能预期的。我们认为就地过年对此形成部分贡献。据港口协会，1、2 月港口生产明显好于疫情前水平，八大港口集装箱外贸吞吐量同比分别为 6.8%、37.9%。一方面，春节前工厂加快出货保证了货源充足；另一方面，就地过年也使得节后生产恢复速度早于往年。

美国的地产链产品需求为主要拉动。分产品看，1-2 月地产链产品出口金额增速明显超过防疫物资（图 2），家电、家具、汽车出口金额（下同）同比均在 80%以上，防疫物资出口同比 60%-80%；分国家看，1-2 月出口美国同比高达 87.3%（图 3），其他主要出口国分别为英国（84.4%）、欧盟（62.6%）、日本（47.7%）、东盟（53%）。可见美国、欧洲仍是拉动中国出口高增的主要力量。

进口方面，价格的高增是主要原因。1-2 月大宗商品普遍涨价，CRB 现货指数上涨 9.6%，对进口双位数增长形成主要贡献。例如，我国主要进口产品铁矿砂、铜矿砂、塑料进口量同比分别为 2.8%、0.9%、8%，但考虑价格因素后的进口金额同比分别达到 60.9%、34.2%、25.6%。

疫苗对海外疫情控制效果显著。截至 2021 年 3 月 5 日，以色列、英国、美国的疫苗覆盖率领先全球，以每一百人中至少接种一次疫苗人数计算，三国疫苗覆盖率分别达 56.7%、31.5%、16.6%（图 4），并且正以每天提升 0.3%~0.5%的接种速度加大覆盖。1-2 月美国日新增病例数从 32 万+降至 5 万+，英国从 6 万+降至 6000+。

海外生产逐渐恢复至疫情前水平。除了欧洲去年 11 月疫情卷土重来导致重新封锁外，多数国家复产节奏一直在持续，尤其是美国封锁程度已经接近于中国（图 5）。以工业生产同比来看，欧洲、日本年前便已恢复至疫情前水平，美国也有望于 2 月同比转正（图 6）。发达国家生产复苏将带来对中间生产环节产品需求的释放，这也是市场低估的部分。

全年出口前高后低是共识，我们认为结构上先消费、后投资。2021 年出口增速大概率呈现前高后低，结构上我们预计海外的释放将经历两个阶段：第一阶段是疫苗普及后消费的扩张；第二阶段是企业资本开支的新一轮扩张。美国投资往往是消费的“派生需求”，即企业只有在预期需求强劲后才会扩大资本开支（图 7）。考虑到美国 1.9 万亿美元财政刺激即将落地、后续还将推行基建投资，未来中国出口增长的动力可能逐渐由消费品转向中间品。

风险提示：通胀超预期对政策的影响；“逆全球化”对远期中国出口的不

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

宏观点评：2021 年政府工作报告六大信号

观点

2021 年政府工作报告已经公布，在当前的双循环背景下，政府工作重点与去年相比有诸多新意，我们从下面六个方面作出解读。

除了高频词，还有哪些新提法？从关键词出现频率看（图 1），本次报告中“创新”取代“就业”重回全文最高频词（43 次），双循环相关的“安全”、“科技”明显增加着墨。此外，“保持制造业比重基本稳定”、“延迟法定退休年龄”、“推动实现适度生育水平”、“确保种源安全”、“碳达峰、碳中和”等新提法涌现出来，政府工作重点的转变方向得以体现。

经济目标表述有何不同？与 2020 年不提经济增长目标相比，本次政府报告重回经济增长目标（6%以上）（图 2），这与我们此前判断一致，尤其是报告在提到“促进经济运行在合理区间”之外，还增加了“保持宏观政策连续性稳定性可持续性”、“与今后目标平稳衔接”的新表述。

政府对经济增长的实际合意预期是多少？考虑基数效应，“6%以上”目标象征意义大于实际指导意义，但报告中的其他指标暗示了政府实际的经济增长合意预期。结合“赤字率 3.2%”与今年预算财政赤字规模，可以计算出 2021 年名义 GDP 增速约为 9.8%，因此我们推测政府对今年经济增长的实际合意目标为 8%左右。

积极的财政政策如何提质增效？今年赤字率拟按 3.2%安排，较去年小幅缩减，整体财政政策仍积极，这也是为了避免政策突然转向导致地方债务风险和地方政府收支困局。2021 年专项债拟新增 3.65 万亿。专项债额度从去年的 3.75 万亿减少至 3.65 万亿，预计今年投向基建的专项债难以持续增长，会更多的关注生态环保、社会事业等方向，结构性亮点仍存（图 3 和图 4）。

稳健的货币政策如何精准适度？与此前相关部门的表述相比，货币政策的基本定调未变——灵活精准、合理适度；货币供应与社融增速与名义经济增速匹配；保持宏观杠杆率稳定。不过需要注意以下几点（表 1）:

小微企业融资是服务实体经济的核心。报告重点强调“把服务实体经济放到更加突出的位置,。服务实体经济主要有两个重点：一是解决小微企业融资难，再贷款再贴现成为主要支持工具，普惠定向降准存疑；二是定向引导信贷投放科技创新和绿色发展，预计央行后续将推出定向信贷支持工具。

防范风险的优先级上升。报告强调要“处理好恢复经济与防范风险的关系”，这类风险主要在房地产融资、影子银行和地方政府债务等领域。房地产贷款增速预计继续下滑，不过若普惠小微贷增速能保持在 30%以上。可以抵消房地产贷款放缓（增速下滑不超过 2 个百分点）对信贷的负面影响（图 5 和图 6）。

“货币政策工具”相关内容偏少。之前的报告中均会提到使用多种货币政策工具，但本次会议仅提及“加大再贷款再贴现支持普惠金融力度”，这反映出货币政策操作将保持谨慎。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

哪些领域值得关注？结合政府工作重点，我们认为在十四五规划期间有以下投资领域值得关注：①以“安全”为主题的科技创新、国防军工、粮食安全；②以“绿色”、“碳中和”为主题的清洁能源、环卫和相关制造业投资；③以“双循环”为主题的可选消费、乡村振兴相关的公用事业、人口老龄化相关的养老及医疗服务领域。

风险提示：经济复苏超预期导致过热，支持政策提前退出；中期经济动能不足，支持政策超预期

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔　研究助理：周璐　研究助理：赵艺原）

策略专题：美国财政泄洪，哪几点影响全球市场？

事件

美国财政部 TGA 缩减已经启动：根据美国财政部的声明，截至 2021 年 3 月 31 日，财政部总账户（TGA）将从现在的超过 1.6 万亿美元降至 8000 亿美元。根据财政部的表态，在本季度 TGA 将减少的 9000 亿美元中，4210 亿美元会被用于偿还债务，主要指期限低于一年的 treasurybills（而不是期限为 2-30 年的 coupons），其他的则被用于商品和服务支出。财政部的“泄洪”将有几点重要影响值得关注。

观点

美国短端名义利率可能转负：财政部缩减 TGA，大量资金将回到货币市场基金手中，基金寻找避风港，投资于市场上剩余的 treasurybills，可能导致短端 bills 利率被压至低于 ONRRP 利率的水平，而由于 ONRRP 利率已经为 0%，预计美国可能会出现比较明显且长期的名义负利率。

美国的银行可能向客户提供负存款利率：当资金从 TGA 账户通过商品和服务支出的方式流出，商业银行的存款规模会大幅增加，银行的法定存款准备金水平也会相应提高。持有过多的准备金不利于银行的盈利能力。因此，银行可能会向客户提供极低的存款利率，甚至负的存款利率。美联储在疫情期间放宽了准备金要求，目前不要求商业银行持有法定准备金，但是这一宽松政策将于 3 月 31 日到期。如果美联储不续作这一政策，存款负利率可能就会出现。

美债收益率曲线进一步陡峭化：财政部在大量偿还短期债券的同时，还要发行更多的长期债券。预计将看到美债收益率曲线进一步陡峭化。长端利率能否得到压制，还要取决于美联储后续购买的债券的速度，如果美联储保持每月购买 800 亿美元国债的速度（每个季度 2400 亿美元），目前庞大的债券发行量会让长端利率的上行风险依然较高。

美国财政缺口扩大，美元贬值，热钱流入中国市场：今年美国的财政缺口可能会超过上个财年 3.1 万亿美元的高水平。而财政缺口的问题势必还要通过发债来解决，而这对于美元的走势可能构成下行压力，导致热钱涌入利率较高的市场。我们认为，随着人民币升值压力增加，央行可能效仿 2006-2007 年的措施，上调存款准备金率以对冲货币升值压力。

美联储还需扩表，大宗商品行情进一步升温：2021 年美国经济复苏的预期仍在升温，叠加流动性宽松，预计将推动大宗商品价格继续上行。同时，新冠疫苗在欧美的接种普及程度在全球较为领先，夏季之前有望大

请务必阅读正文之后的免责声明部分

规模恢复经济活动，预计在未来的两个季度将继续看到海外经济上行风险强化。

行业选择：我们建议在受益于全球经济增长、盈利有望大幅提升的材料、机械、化工、航运等行业中选择估值较低的标的。

风险提示：美国财政刺激计划未能如期实施。疫苗推广速度不及预期，影响海外经济复苏。

（证券分析师：陈李　证券分析师：冯涵若）

策略周评：东吴策略·节后外资买了什么、卖了什么？——行业风火轮

春节以来 A 股市场调整明显，前期抱团龙头股大幅回调，而中小市值股票能获得不错的相对收益。这一过程中，北上资金都买了哪些行业和个股？获得外资加仓的个股是否股价表现更优？本周行业风火轮我们集中讨论。

抱团股回调阶段外资买了哪些行业？——加银行、化工，减白酒、电子。外资对前期热门板块明显谨慎，春节以来北上资金主要买入银行、化工、农林牧渔、电气设备、交运等板块，对前期火热的食品饮料、电子、计算机、军工、汽车等行业减持较多。

抱团股回调阶段外资买了哪些个股？ ——加仓宁德时代、万华化学、低估值银行股，减持贵州茅台、五粮液、格力电器。春节以来北上资金主要加仓宁德时代、万华化学，此外招商银行、兴业银行、平安银行、万科等低估值银行地产股也获大量买入。对节前火热的贵州茅台、五粮液等大幅减持，同时对格力电器、中国中免等节前涨幅较大个股也明显减仓。

从外资定价权看，部分小市值个股受外资影响较大，春节以来北上资金净买入量占流通股本比重前二十个股市值平均 296 亿元，涨幅均值 13%；后二十个股市值平均 277 亿元，涨幅均值 1%。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来。

（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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

固收点评：美债抬升风格决定大宗商品价格

报告摘要

引子:

近期大宗商品价格持续创历史新高，美债 10Y 的快速抬升受到市场广泛关注，两个市场也被频繁联系在一起，但究竟如何把大宗商品价格同名义利率建立起联系？历史上他们的关系如何？新的框架如何帮助我们理解未来两个市场的走势？本篇深度将尝试解答。

要点:

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（1）名义利率（美债 10Y）=通胀预期（BEIrate10y）+实际利率（TIPs10Y）；（2）通胀预期同大宗商品价格正相关；实际利率短期负相关，中长期正相关；（3）美债 10Y 未来抬升风格，影响对大宗商品价格走势。

展望：

（1）2021 年美债 10Y“缓”抬升判断不改变；

（2）情景 1：美债 10Y 抬升更多由通胀预期引起，而非实际利率抬升。这一情景下，实际利率在短期对大宗商品价格的压制将比较小，而通胀预期将同大宗商品价格一齐抬升，通胀预期震荡上行至 2.5%，而布油则有望上探至 80-100 美元/桶；情景 2：美债 10Y 抬升更多由实际利率抬升引起，而非通胀预期。这一情景下，实际利率在短期对大宗商品价格的压制将比较大，大宗商品价格将呈现震荡行情；

（3）未来真实的情景，或许将是情景 1 和 2 相互交替，这意味着投资人需要持续在风格 1-3 中做轮替，保持风险敞口的灵活性，时刻关注美债 10Y 抬升风格的变化。

风险提示：（1）“再通胀”超预期；（2）联储应对延宕；（3）地缘风险超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：正股重要，择时也重要

报告摘要

前期“V 型”反弹，什么在涨？

从分组的涨跌幅来看，就转债价格高低分组，低价转债涨幅最高，高价转债次之；就转债溢价率分组，低转股溢价率涨幅远超过中高转股溢价率组的涨幅。就行业来看，各行业均呈现整体上涨态势。其中涨幅最大的顺周期行业有色金属、采掘服务、农林牧渔等。综上所述，本次转债市场回升的主力军为主要特征为低溢价的品种，其中低价和高价兼有，行业集中在顺周期，在正股的带动下实现转债价格的提升。

涨估值，还是涨平价？

（1）低价组共 151 只转债，除新上市的转债外，在观察期间均为上涨情形，其中 97%是由于平价上涨引起的；（2）中价组共 111 只转债，除新上市的转债外，有 80 只上涨，其中 91%是由于平价上涨引起的；（3）高价组共 112 只转债，有 96 只上涨，其中 83%是由于平价上涨引起的。

溢价率同平价的内生关系：时间维度很重要，倒“U 型”结构。

溢价率同平价存在条件相关，可为正、负或零。

（1）正相关：平价上涨，溢价率上涨。这种情况下短期内能给投资人带来较高的投资回报。三点风险因素需要考量：（a）同时上涨，意味着也可以同时下跌，波动较剧烈；（b）若不设定严格的投资时限，可能存在流动性溢价折损；（c）此时溢价率较高，但不能说其股性较弱，这是由于溢价率同平价存在着内生的正相关关系。

（2）负相关：平价上涨，溢价率下跌。值得注意的是，此时由于平价和溢价率处于“此长彼消”的过程，转股价是涨是跌，则完全取决于前期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

溢价率攀升到的高度，如果前期溢价率攀升过高，则此时即使平价持续上行，转债价格却也可能出现反向下行，这一风险点值得注意。

（3）不相关：平价上涨，溢价率不变。这种情形一般出现强赎过程当中。

转债正股分析、条款透视：永冠转债、冀东转债、彤程转债、今天转债、苏试转债、三超转债、岱勒转债、广汇转债、聚飞转债、汽模转 2。

风险提示：（1）权益市场波动；（2）经济增速不及预期；（3）海外溢出超预期。

（证券分析师：李勇）

行业

通信行业跟踪周报：本周专题：不同于市场一般认知，数字化转型浪潮下，为何同时看好运营商和主设备商？

投资要点

本周策略观点：1、设备商投资与设备商收入并非“矛与盾”：运营商资本开支上行提振动设备商需求，运营商盈利能力改善也将带动上游设备商业绩向好。2、运营商 ToC 收入改善，为 5G 投资再助力：回顾运营商的“失落十年”，当前运营商话语权，经营环境和 ARPU 均在改善，同时设备商利润率也出现企稳迹象，5G 周期中运营商和设备商有望实现共同繁荣。3、2B 端业务开启行业变革，运营商和设备商合作共赢时代开启：5G 环境下更多新的 B 端业务商业模式和市场空间亟待探索，为了迅速扩展业务占领下游市场，我们认为运营商和设备商的关系将由原先的竞合转变为合作共赢。4、碳中和成两会热词，低碳经济机会正在出现：碳中和大趋势下，一方面光伏、风电等新能源电力将持续推进，另一方面网络能源设备的要求也将提升。

行业动态及点评：中兴通讯成立智能汽车电子产品线；华为等大厂跨界“养猪”，掀起智慧养殖变革；IDC：到 2021 年，亚太地区物联网支出预计将达到 2886 亿美元。

行业前瞻：2021 软件定义汽车国际峰会（2021.3.4-3.5），2021 年首届 NEPCON 峰会（2021.4.21），2021 年第二届信息通信技术国际会议（2021.5.7-5.9）

首推组合：中国联通、中兴通讯、美格智能、天孚通信、淳中科技。

建议关注组合：港股运营商：中国移动、中国电信、中国联通；5G 主设备：烽火通信；碳中和：中天科技、科信技术、英维克、科士达；物联网/车联网：美格智能、移远通信、广和通、移为通信、道通科技、锐明技术、鸿泉物联；城市数字化转型相关：海康威视、大华股份、科大讯飞、万集科技、佳都科技、万通发展、中电兴发；低轨卫星：中国卫星、中国卫通、海格通信、和而泰、华力创通、欧比特、杰赛科技、康拓红外、天银机电、亚光科技、上海沪工、星宇网达；光模块：新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；IDC：宝信软件、奥飞数据、光环新网、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、城地股份、立昂技术、世纪互联、万国数据；高清视频：兴图新科；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；量

请务必阅读正文之后的免责声明部分

子信息产业：国盾量子；小基站：上海瀚讯、震有科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；运营商/铁塔：中国移动、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：烽火通信、兴森科技、浪潮信息；UWB：浩云科技；全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；产业互联网：恒华科技、朗新科技；工业互联网：工业富联、威胜信息；大数据：每日互动、慧辰资讯、东方国信；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德。

市场回顾：近一周通信（申万）指数上涨 0.8%；沪深 300 指数下跌 1.39%，行业跑赢大盘 2.19pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 0.65%，年初至今上涨 24.07%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

计算机应用行业：政府工作报告中的硬科技篇章

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数上涨 1.05%，沪深 300 指数下跌 1.39%，创业板指数下跌 1.45%。春节后市场风格发生明显变化，之前的抱团标的有所回调，我们认为需要继续关注监管政策对投资者结构和资金投向的影响。在此背景下，信创、网络安全、医疗信息化等前期超跌板块有望迎来反弹。当前位置首推基本面拐点最大、业绩持续兑现的信创，其次是白马方向的云计算、网安，弹性方向的金融 IT，另外关注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件。标的上优先推荐目前公募持仓比例还不算高，同时综合质地较好估值不贵未来增长良好的品种：东方通、中国长城、中国软件、用友网络、启明星辰、奇安信、绿盟科技、安恒信息、神州数码、卫宁健康等。热门大票白马建议继续关注：金山办公、广联达、深信服、恒生电子，港股关注金蝶国际、明源云、中国软件国际、金山软件等。

本周第十三届全国人民代表大会第四次会议在北京人民大会堂开幕，国务院总理李克强代表国务院向大会作政府工作报告。李克强在报告中指出，要加强关键核心技术攻关，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。我们认为科技自强的前提是科技自立，而科技自立正是发展关键核心技术“自主可控”的信创产业。李克强强调，以“十年磨一剑”精神在关键核心领域实现重大突破。我们认为该精神既树立了对科技未来的信心和决心，也给予了相应的时间空间，并不急于求成，是对科技发展质量的强调。信创事业是一项长期事业，目前国产化的渗透率较低，发展空间十分广阔，未来几十年都是信创产业的景气周期。目前信创产品、服务已经具备商业化条件，在政策和国内市场的加持下，将会加速形成正循环的局面。

2021 年政府工作报告强调加强关键核心技术攻关，力度空前。近段时间，党和国家不断提及科技自立自强，从顶层设计角度持续释放出国家的信心与决心。自 2020 年国资委要求以来，各央企已经陆续开始大规模招标，长期空间远大于党政市场。根据相关公司 2020 年业绩预告情况，基本都超出市场预期，证明了信创板块较强的盈利能力，兑现了之前的产业逻辑。当前时点，随着信创产业景气度不断攀升，同时市场风格有所切换，我们认为具备高增长和低估值特性的信创与网安板块有望成为今年计算

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机行业的确定性主线，继续推荐东方通、中国长城、中国软件、金山办公、启明星辰、奇安信、绿盟科技、安恒信息等标的。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

汽车行业周报：2 月累计批发同比 2019 年-10%，优中选优

投资要点

每周复盘：本周涨跌幅排名第 13，SW 乘用车 PE 处于 98%历史分位。SW 汽车上升 1.2%，跑赢大盘 1.3pct。除了 SW 乘用车以外，其余汽车子板块呈上升形态，SW 商用载客车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 13 名，排名居中。估值上，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 98%/96%分位，环比上周持平，SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 72%/58%分位，环比上周略有上升。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪：需求继续复苏，库存低位，折扣增加。销量：2 月 22-28 日乘用车零售日均销量同比持平，批发日均销量同比下降。2 月 22-28 日乘用车零售销量日均 67321 辆，较 2019 年同期相比持平 0%，月度累计零售销量日均 40370 辆，较 2019 年同期相比上升 7%。2 月 22-28 日乘用车批发销量日均 65495 辆，较 2019 年同期相比下降 15%，月度累计批发销量日均 35523 辆，较 2019 年同期相比下降 10%。库存：1 月乘用车企业库存-14.9 万辆，企业累计库存为-63 万辆，渠道库存-26.9 万辆，渠道累计库存为 336 万辆，渠道库存系数为 1.8 月。价格：2 月下旬折扣率微幅增加。2 月下旬乘用车价格监控结论：折扣率微幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.77%，环比 1 月下旬+0.11pct，合资车型折扣率增加明显，豪华品牌折扣率继续回收。2）2 月下旬折扣率增加幅度较大的是广汽丰田+上汽大众+上汽通用，北京奔驰和华晨宝马折扣率缩减幅度相对较大。

重点关注：芯片短缺延续，原材料价格继续上涨。芯片短缺负面影响状况持续，乘用车原材料价格继续上涨。截至 3 月 6 日，本周 MCU 无新增停产。在此背景下，国内外整车厂停产状况持续，本周通用部分海外工厂新增停产。根据我们自建乘用车原材料价格指数模型，以玻璃、铝材、塑料、天胶、钢材等五大原料价格指数加权，乘用车总体原材料价格指数日均值环比 2 月均值+7.18%（截至 2021/3/7）。

投资建议：优中选优。鉴于市场风格转变+板块估值处于历史高位+行业处在百年变革中，2021 年汽车板块投资策略从全面看多转为优中选优。符合优中选优的个股标准：1）已经积极应对变革能够在未来产业中有明确地位；2）2021-2022 年处于明确向上的业绩周期；3）业绩增长能够很好消化估值。整车板块优选新车周期明确向上且积极应对电动智能转型的优秀民营企业：长城（A+H）+吉利（H）。零部件板块优选未来在电动/智能赛道有自身位置且业绩向上周期：福耀玻璃+星宇股份+拓普集团+德赛西威+华阳集团+中国汽研。

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

电子：中芯国际获批设备许可，助推本土 IC 生态完善

投资要点

根据芯谋研究的报道，中芯国际目前已获得 14nm 及以上（28nm 等成熟工艺）设备的供应许可。3 月 3 日，中芯国际在港交所公告，公司根据批量采购协议已于 2020 年 3 月 16 日至 2021 年 3 月 2 日的 12 个月期间就购买阿斯麦产品与阿斯麦集团签订购买单，阿斯麦购买单的总代价为 12 亿美元。

目前，中芯国际的营收主要由成熟工艺贡献，2020 年第四季度，55/65nm、0.15/0.18μm、40/45nm 为公司营收占比前三大工艺制程，其营收占比分别为 34%、32.5%、14.8%，而 14/28nm 的营收占比为 5%，为营收占比第五大工艺制程。

在产能方面，2020 年第四季度，中芯国际的产能为 52 万片/月，产能利用率为 95.5%，根据 ICInsight 的数据，2020 年，中芯国际的 200mm 晶圆产能在全球 200mm 晶圆总产能的 5%，位列全球第 6 位。在市场份额方面，根据集邦咨询的数据，2020 年，中芯国际在全球晶圆代工市场的市占率为 5%，位列全球第 5 位。

在半导体设备环节，本土设备厂商在晶圆制造设备领域与中芯国际深入合作，目前，中微公司、北方华创等厂商的刻蚀设备、成膜设备已进入中芯国际供应链，至纯科技、芯源微等也实现了清洗机等设备的稳定供货。随着中芯国际在晶圆制造领域布局的深入，本土高端半导体设备制造商有望率先受益。在半导体材料环节，本土材料厂商在硅片、抛光液、溅射靶材等领域持续突破，沪硅产业已实现 300mm 大尺寸硅片的产品研发，安集科技在抛光液、光刻胶去除剂等产品领域布局完善，江丰电子也实现了溅射靶材对中芯国际的稳定供货。随着中芯国际在晶圆制造市场的业务拓展，相关半导体材料的市场需求有望持续提升。在半导体封测环节，本土封测厂商的市场地位持续提升，长电科技、通富微电、华天科技的市占率分别位居全球第 3、6、7 位，封测技术水平和产品的市场拓展稳步推进，其中，长电科技与中芯国际合资成立中芯长电自 2014 年起便为中芯国际提供封装测试服务。随着中芯国际在半导体制造技术和客户方面的拓展，本土封测厂商也有望实现协同发展。

投资建议：目前，半导体市场需求旺盛且产能供应十分紧张，中芯国际获批 14nm 及以上工艺设备的许可，增强了供应链稳定性，有望受益于当前晶圆制造的高景气行情，同时，中芯国际也有望继续推动成熟工艺的研发创新和产能建设，带动相关的设备、材料、封测等产业链环节需求不断提升。在半导体设备方面建议关注：中微公司、北方华创、至纯科技、芯源微等；在半导体材料方面建议关注：沪硅产业、安集科技、江丰电子等；在半导体封测方面建议关注：长电科技、通富微电、华天科技等。

风险提示：市场需求不及预期；企业研发不及预期；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

电气设备新能源行业周报：电动车销量和排产均向好，市场波动带来布局良机

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

电气设备 8256 下跌 2.01%，表现弱于大盘。发电及电网涨 3.69%，核电涨 2.86%，工控自动化涨 2.76%，锂电池涨 2.54%，新能源汽车涨 2.4%，风电跌 0.83%，发电设备跌 4.12%，光伏跌 6.64%。涨幅前五为金冠股份、光一科技、ST 天成、石大胜华、金通灵；跌幅前五为通威股份、华友钴业、ST 惠程、寒锐钴业、阳光电源。

行业层面：电动车：欧洲主流 10 国 2 月注册量 9.9 万辆，同比+65%，环比+4%;磷酸铁锂版小鹏 P7 开启预售,降 2 万元,续航缩短 22%至 480km;蔚来：20 年营收超 162 亿，全年毛利转正达 11.5%，现金储备 425 亿，2 月交付 5578 台，预计 1 季度交付 2 万台；小鹏汽车 2 月交付新车 2,223 台，P7 累计交付突破 2 万台；理想汽车 2 月交付 2300 辆理想 ONE，同比增长 755%；2 月比亚迪电动车销 1 万辆，同环比+269%/-61%。LG 化学的储能系统因电池存在起火风险而宣布召回，召回涉及 1800 个电池系统；比亚迪与巴士集团签署纯电动巴士合作协议，并与地平线合作签约推动汽车智能芯片发展；保时捷正式发布全方位电动跨界猎跑纯电动车型 TaycanCrossTurismo；电池级碳酸锂报价 8.35 万/吨,本周+1.8%；六氟最高报价 22 万/吨，本周+22.2%；钴（长江有色）报价 37.5 万/吨，本周-6.7%；镍报价 12.33 万/吨，本周-6.9%；新能源：国家统计局：2020 年末并网光伏装机容量 253.43GW，增长 24.1%；能源局文件明确推进乡村光伏建设“光伏下乡”或将带来万亿级光伏细分市场；两部委印发源网荷储一体化、多能互补发展指导意见；组件 40%电池 25%，印度下周或对太阳能组件和电池征收基本关税；拜登：继续特朗普时期政策，维持对双面电池板 20%进口关税税率；土耳其将进行 1GW 光伏招标，优胜者将获得 15 年的电力购买保证；中国光伏组件报价全线攀升直指 1.8 元/瓦“涨价潮”或延伸至海外；聚焦日本光伏储能，阳光电源签订超 500MW 战略合作协议；硅料报价 108 元/平，环比涨幅 4.5%；玻璃价格 40 元/平，环比降幅 4.4%；胶膜价格降幅 5%；工控&电网：2 月工控行业数据：伺服出货安川 1.4 亿（+87%）、松下 1.1 亿（+55%）、台达 1.2 亿（+233%）、禾川 0.7 亿(+150%);变频出货 ABB2.8 亿(+78%)、安川 0.38 亿(+78%);中大型 PLC 出货施耐德 0.6 亿（+71%）；国家电网发布“碳达峰、碳中和”行动方案，保障光伏并网和分布式光伏发展。

公司层面：隆基股份：拟 12.50 元/股价格收购 1.31 亿股森特股份，占总股本 27.25%，交易总额约 16.4 亿元。汇川技术：收到深交所关于收购汇川控制及配套融资的认可回复函，后续需等证监会注册同意方可实施；天赐材料：徐金富完成减持共 1161.3 万股，占总股本 2.13%。恩捷股份：解除限售股份总数为 6944.45 万股，占 7.83%，上市日期为 3 月 4 日。璞泰来：拟通过四川紫宸、四川卓勤、四川极盾分别投资建设 20 万吨负极材料和石墨化一体化项目、20 亿平方米基膜和涂覆一体化项目、1 万吨陶瓷粉体项目。晶澳科技：1）包头晶澳计划建设年产 20GW 拉晶、20GW 切片项目，项目投资总额 50.24 亿，预计建设周期为 2 年。2）公司向 36 名激励对象授予预留限制性股票 45.43 万股。3）与江苏启东于 3 月 3 日签订《战略投资框架协议》，拟建设 20GW 光伏电池、组件及配套光伏装备项目，拟投资总额 102 亿。比亚迪：2 月新能源汽车销量 10355 辆，同比增长 207.30%，2 月新能源汽车产量 11734 辆，同比增长 239.77%，2 月新能源汽车动力电池及储能电池装机总量约 1.354Gwh，同比增长 639.9%，2 月燃油汽车销量 10572 辆，同比增长 58.14%。赣锋锂业：与科信技术签订每年优先供货不低于 1GW 磷酸铁锂电池产品战略合作协议。天合光能：拟向不特定对象发行可转债总额不超过 52.65 亿元，获得

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上交所的受理。嘉元科技：发行“嘉元转债”，规模为 12.4 亿元，原股东配售为 8.79 亿元，网上社会公共投资者认购 3.52 亿元。金风科技：股东三峡新能源计划 6 个月内以集中竞价和大宗交易方式减持不超过 1.26 亿股，占总股本 3%。赛伍技术：2020 年实现营收 21.83 亿元，同增 2.20%；归母净利润 1.94 亿元，同增 1.94%。特变电工：投资年产 10 万吨高纯多晶硅项目，投资主体为内蒙古硅材料公司，总金额为 87.99 亿元。

投资策略：电动车 2 月国内预计 10-11 万，同增 700%，环降 40%，一季度上修至 45-50 万辆，21 年 240 万+，同增 80%+，Q1 排产预计环比 Q4 略增超预期，碳酸锂价格快速上涨 8 万+、六氟到 20 万+、钴和镍回落，电池酝酿涨价，供应链明显紧张；欧洲 2 月十国注册 9.9 万，环增 4%，同增 65%，预计 3 月将进一步好转，21 年预计 200 万+，同增 70%+；美国拜登上任后鼓励购买电动车或将推税收减免计划，21 年电动车中国、欧洲和美国均是爆发之年，均有望超预期高增，前期下跌估值回落到 35-45 倍 PE 为买入良机，强烈推荐电动车全球龙头和价格弹性龙头。中国 2060 年碳中和，2030 年碳达峰，2025 年非化石能源占比 20%，2030 年 25%超预期，欧盟碳排放目标提升到 55%，美国拜登上任重新加入巴黎气候协定，都将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，20 年国内装机 48GW，同增 60%；21 年 65GW+，20 年全球 140GW+，同增 20%，春节后硅料超预期涨价超 10%，硅片、电池片、组件均相应调涨，3 月组件部分减产博弈价格，全年需求向好 21 年全球 190GW+，同增 30%+，强烈看好光伏龙头。工控 20 年 Q2/Q3/Q4 增长 6.4%/6.7%/6.3%，其中 Q4 来看 OEM 同比提速到 15%，项目型下降 4%，Q1 也是最强旺季，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网龙头相对表现好，风电 20 年出货超 50GW 超预期，21 年有担忧，海上风电增长。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、隆基股份（单晶硅片和组件全球绝对龙头、高增长低估值）、汇川技术（通用自动化持续超预期、动力总成全面突破）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟超预期）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、新宙邦(电解液龙头、氟化工超预期)、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、当升科技（正极龙头&SK 供应链龙头、海外占比高）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、福斯特（EVA 和 POE 绝对龙头、感光干膜等上量）、固德威（组串式逆变器龙头、储能逆变器新秀）、天合光能（210 组件龙头、估值低）、中信博（跟踪支架渗透率向好、唯一中国跟踪支架龙头）、九号公司（电动平衡车和滑板车龙头、电动两轮车新秀）、晶澳科技（组件一线品牌、前三季度超预期）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：比亚迪、赣锋锂业、天齐锂业、嘉元科技、诺德股份、雷赛智能、三花智控、海优新材、良信电器、欣旺达、多氟多、天奈科技、爱旭股份、福莱特、金博股份、孚能科技、星源材质、国轩高科、思源电气、正泰电器、麦格米特、八方股份、林洋能源、特变电工、金风科技、日月股份、东方日升、许继电气、平高电气、国网信通、思源电气、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶）

国防军工：国防预算稳定增长，武器装备建设将带动行业景气持续上行

投资要点

核心组合推荐：【西部超导】【火炬电子】【鸿远电子】【中航沈飞】【光威复材】

最新行业观点：

2021 年国防预算同比增长 6.8%至 13553 亿元，国防预算持续稳定增长有利于军工行业稳健发展。根据两会提交审议的预算草案，中国 2021 年的国防支出为 13553.43 亿元人民币（约 2090 亿美元），比 2020 年增长 6.8%，国防预算保持持续稳定增长，预算规模基本符合市场预期。2016 年以来我国国防预算维持在 7%~8%附近个位数增长，2020 年受新冠病毒影响，国防预算增速放缓至 6.6%，2021 年国防预算增速进一步提高 0.2pct。我国国防预算主要用于：1）改善部队生活保障和官兵福利待遇；2）武器准备现代化建设；3）保障军事政策制度改革；4）保障部队战备训练等多样化军事任务。国防开支是军工行业发展的源动力，我国国防预算持续稳定增长，有利于促进国防科技工业和军工企业健康发展。

全球国防开支已进入上行周期，中国国防开支占比处于较低水平。（1）根据英国国际战略研究所（IISS）的统计数据，尽管因疫情影响 2020 年全球经济萎缩了 4.4%，2020 年全球国防总开支达到 1.83 万亿美元，同比增长 3.9%。（2）2021 年我国周边主要国家国防预算持续增长：美国为 7405 亿美元（YOY+0.34%），印度为 496 亿美元（YOY+3.38%），其中武器采购支出同比大幅增长 16%至 184.8 亿美元，日本为 529 亿美元（YOY+6.01%），韩国为 480 亿美元（YOY+5.50%），其中“战力运营费”创 10 年新高。（3）据斯德哥尔摩国际和平研究所（SIPRI）的统计数据，2019 年我国国防支出占 GDP 比例为 1.9%（全球第 50，美国 3.4%，俄罗斯 3.9%），占财政开支比例为 5.4%（全球第 63，美国 9.4%，俄罗斯 11.4%），相比美俄等大国国内国防开支占比仍有较大提升空间。

行业持续高景气带动业绩快速释放，上游核心军工标的已具备较高配置性价比。我国国防预算持续稳定增长奠定行业长期稳健发展的基础，武器装备现代化建设将带动行业景气度持续上行，产业链核心配套企业有望受益。据板块 2020 年业绩预告/快报数据，军用新材料核心企业利润增速 52.22%，电子元器件核心企业利润增速达到 70.87%，上游原材料、元器件环节的高增长验证了行业的高景气，下游重点型号列装有望持续加速，带动产业链核心配套企业业绩快速释放。截止 3 月 5 日，申万国防军工指数动态估值已回归至 50.68%的历史中位数附近，上游新材料、元器件核心标的 2021 年对应 PE 分别位于 45~50X 和 35~40X 区间附近，在业绩快速释放的背景下已具有较高的配置性价比。

投资主线：

武器装备现代化建设将带动核心企业业绩持续释放，板块优质个股已具备较高配置性价比，建议重点关注：

（1）军用元器件：装备采购加速背景下，军用元器件领域核心企业业绩将保持较高成长性，推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（2）军用新材料：复合材料、钛合金及其成形产业链有望受益于先进材料渗透率的提高和武器装备采购数量的增加，推荐西部超导、光威复材，关注中航高科、菲利华、西部超导、三角防务。

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长确定性强的认识，我们维持行业“增持”评级。

风险提示：军品交付及收入确认进度不及预期；行业改革不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

证券行业：短融管理办法迎修订，券商迎来利好！

事件：3 月 5 日，央行发布《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》（下称《办法》），并向社会公开征求意见。

投资要点

自 2004 年央行出台《办法》后时隔近 17 年首次修订，拓宽券商融资渠道。《证券公司短期融资券管理办法》是为进一步发展货币市场，拓宽证券公司融资渠道而制定的文件。此次《办法》修订征求意见稿仅 22 条（2004 年版 41 条），在进一步优化相关规定、提出要求的同时，对一些规则进行了简化。1）放宽审批要求，强化事中事后管理：本次《办法》取消了发行备案，发行程序简化、便利度提升。修订稿规定，对发行短期融资债的证券公司只需每年首只发行前，向央行报告年度流动性管理方案和发行计划，具备备案条件（此前央行需逐笔批准，具有行政化管理的特点）。2）明确短融定义，增加券商负债管理工具：此次征求意见稿的修改明确了短融债的定义（1 年以内的还本付息的债券），将短融债发行期限从原来的最长不超过 91 天延长至不超 1 年期，解决此前缺乏 1 年以内的负债管理工具不断续发的问题，便利性增强。3）降低短融发行门槛，提升券商流动性风险管理能力：此次征求意见稿规定取消拥有全国银行间同业拆借市场成员资格 1 年以上等条件，大大降低券商发行门槛，在发行条件上进一步规范券商流动性风险管控的能力，要求证券公司近 1 年内流动性覆盖率持续高于行业平均水平。

短期融资债作为券商的“补血利器”与信用评级改革，推动货币市场平稳健康发展。1）于证券公司，短期融资债具备发行门槛低、周期短、快速补充运营资金等特点，其灵活性使得其成为券商补充流动性的重要融资渠道。2020 年我们证券市场共发行 295 只短期融资债券（同比+68%），发行金额达 7983 亿元（同比+78%），平均发行票面利率达 2.44%，创 2016 年以来的新低（2016 年平均利率达 2.82%）。2）2020 年，券商已通过发行证券公司债、短期融资券、可转债合计募资 16802 亿元，其中发行短期融资券融资额占比将近过半（达到 48%），是券商重要的融资工具。3）2020 年多只高等级国企债券相继违约，导致市场不再过分依赖债券评级，监管层也在努力弱化市场对外部评级的依赖，降低监管规则对评级结果的机械使用。《办法》取消了对证券公司发行短融债的评级，转向市场驱动，符合注册制背景下的改革思路。

短融新规将进一步拓宽券商融资渠道，引导券商健康发展，有利于券商推动业务提升。1）短融会成为券商短期流动性管理的重要工具，通过流动性充裕的银行间市场发行短融债，有利于符合发行条件的券商可灵活选择发行期限（近 1 年的流动性覆盖率优于行业平均水平），截至 2020 年 H1，上市券商平均流动性覆盖率达 336%（2019：337%），2019 年末

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业平均流动性风险覆盖率为 255%。2）与 2004 年政策相比，融资额度延续此前管理办法。《办法》明确，短期融资券和其他短期负债工具（1 年以内的收益凭证和公募短债等）余额之和不超过净资本的 60%，延续此前待偿还短期融资券余额不超过净资本的 60%。3）从发行成本利率看，券商发行短融融资成本（2020：2.44%）略低于同期限的商业银行同业存单 AAA 级（均 2.55%）和 AA+级（均 2.76%），且低于同期限证券公司债（均 3.17%），较非标准化融资成本有显著下降，获得短融批复的券商，有望借助于同业拆借市场投资机构多、交易体量大的优势，在一定程度缓解当前融资成本过快上行的压力，改善其盈利性指标。

投资建议：本次征求意见稿降低证券公司短期融资门槛并延长期限，取消了强制评级要求，有利于推动证券市场良性发展。建议关注最具成长性的零售证券龙头东方财富，综合实力突出的龙头券商中信证券、华泰证券、招商证券，具备高成长性中型券商兴业证券。

风险提示：1）二级市场成交量大幅下行；2）政策监管实施不及预期；3）金融监管政策趋紧。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

化工行业 2021 年 3 月第一周周报：OPEC+限产延期提振油价，碳中和概念股表现强势

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3,501.99，本周累计下跌 0.20%，深证成指本周下跌 0.66%，化工板块（申万）下跌 1.70%。

本周化工个股表现：本周化工板块持续分化，申万化工板块涨幅居前的个股有美达股份、奥福环保、石大胜华、国立科技、博汇股份、金浦钛业、丹化科技、昊华科技、凯美特气、金牛化工。其中奥福环保（尾气处理用蜂窝陶瓷，+24.82%）和昊华科技（碳捕集，+17.63%）等碳中和相关概念股表现强势。

本周原油市场动态：本周沙特及欧佩克+盟国会议决定继续控制石油供应，令石油市场震惊，导致油价飙升。本周 ICE 布油报收 69.36 美元/桶（涨幅+4.88%）；WTI 原油报收 66.09 美元/桶（涨幅+7.46%）。

重点化工品跟踪：本周对于我们监测的化学品涨幅前五的产品为液氯（20.97%），盐酸（14.33%），固体烧碱（11.07%），硫酸（9.87%），电石（6.74%）。下游环氧氯丙烷、甲烷氯化物、TDI 行业开工情况较好，对液氯市场支撑充足，同时溴素行业逐步恢复生产，液氯价格持续走高，连续三周收获较大涨幅。同时由于液氯价格走高，高纯酸产量减少，副产酸价格亦随之上涨，本周盐酸产品亦有较大涨幅。本周原料硫磺价格高位盘整，部分下游企业配套的自有硫酸装置减产，因此对市场商业硫酸的需求增加，致使本周硫酸价格大幅上涨。

化工行业年度投资主线：周期主线中，随着新冠疫苗获批上市，全球经济复苏或将成为全年投资主线，顺周期化工品有望迎来主动补库存行情；成长主线中，面对美国制裁和全球贸易的不确定性，高科技产业配套材料的自控可控将持续带来电子化学品国产化率的提升，此外，可降解塑料、尾气催化材料等行业扩容也为行业龙头带来成长性。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股荣盛石化、万华化学、宝丰能源、三友化工、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强和东材科技。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎）

钢铁：旺季需求良好，社会库存见顶

投资建议：2021 年或是钢体股大年，继续看好优质板材股。1）在行业估值历史低位、盈利历史中位的大背景下，碳中和及压减粗钢产量大概率带来供给收缩，加之原料端铁矿、焦炭供给增加再次贡献成本红利，我们认为钢铁股中期将迎来一波业绩、估值双升的板块性机会。建议三条主线选股：1）需求最确定的制造业上游板材，首推宝钢股份、华菱钢铁，关注新钢股份、鞍钢股份、南钢股份等；2）对流动性敏感的上游资源品包钢股份（稀土）、鄂尔多斯（硅铁）；3）高弹性低估值的冶炼股方大特钢、华菱钢铁、三钢闽光。

行业观点：旺季需求良好，社会库存或已见顶。本周下游逐步复工，跟踪的需求高频数据基本符合季节性变化，社会库存甚至好于预期——本周社会库存仅仅增加 100 万吨，按往年规律下周大概率库存回落，预计 3 月份钢铁同比整体维持在-20%左右，利好旺季钢价。对传统需求旺季的钢价表现整体看好。

行情回顾：本周申万钢铁上涨 0.7%，领先上证综指 6.1%。涨幅居前的个股为鄂尔多斯（23.5%）、鞍钢股份（14.5%）、新钢股份（13.6%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 3.3%、3.8%、1.7%、-8.3%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 32.5%、42.3%。

行业动态：

普钢：本周钢材社会库存 2233 万吨，环比增 5.3%；其中长材库存 1642 万吨，环比增 6.7%；板材库存 591 万吨，环比增 1.7%。二月下旬钢厂库存均值 1641 万吨，环比持平。高炉剔除淘汰后产能利用率为 83.6%，环比降 0.7pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 65.9%，环比增 7.2pct。本周上海终端线螺走货量 1.3 万吨，环比增 720.5%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利环比分别 19.4%、15.0%、8.8%、20.8%。

特钢：本周模具钢市场价格继续上涨，市场需求逐步恢复。轴承钢主流品种价格继续上涨。工业线材主要产品价格先涨后跌。

不锈钢：本周不锈钢价格稳定。目前市场集中到货，贸易商手中库存处于高位，加之钢厂催提，在资金压力之下，市场恐慌情绪蔓延，贸易商试图降价出货。虽然走货心态积极，但是现货成交情况不佳，下游商家继续谨慎观望。

钢管：本周国内焊管市场价格小幅拉涨，库存上升；无缝管市场价格大幅上涨。

铁矿：。澳、巴、印铁矿石发货量 2258 万吨，环比持平；北方 6 港到港量 1080.9 万吨，环比持平。本周铁矿石港口库存 12789 万吨，环比增 1.1%。

铁合金：内蒙古区域限电政策持续；本周硅铁市场混乱运行，短期来看，受政策影响硅铁市场呈现上升趋势。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：地产需求下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件）

机械设备行业跟踪周报：建议关注景气持续旺盛的机床、工程机械、新能源板块

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【杰瑞股份】

【晶盛机电】【先惠技术】【恒立液压】【浙江鼎力】【华测检测】

2.投资要点

【机床行业】制造业复苏背景下产业链需求旺盛，建议关注国产机床和刀具龙头

制造业投资正在强劲复苏，机床行业进入十年更新大周期。从前瞻性指标来看，20Q3 数控系统行业收入 28 亿元（YOY+53%），20Q4 收入 42 亿元（YOY+102%），其销售一般领先数控机床 3-4 个月左右，预示着 2021 年机床需求旺盛。此外，当前民营企业上市公司订单均已排产至 6-7 月份，进一步印证了机床的强景气度。中长期来看，中国机床行业进入十年更新大周期。过去十年国内机床需求从 400 亿美元下降至 220 亿美元，按照 8-10 年更新周期，十年周期拐点已至，我们预计 2021-2025 年国产数控金属切削机床市场规模 CAGR=23%，年均更新需求达千亿元。当前机床格局剧变，国企退场、民营企业崛起在即。创世纪、海天精工等国产厂商已跻身市场前列，有望在这一轮周期中脱颖而出；同时产能利用率提升+顺势扩张，规模效应下龙头业绩弹性高。建议关注优质有竞争力的民营企业龙头【创世纪】【海天精工】【国盛智科】。

机床刀具供不应求迎来涨价潮，建议关注正在加速放量的国产刀具龙头。短期来看，供需缺口较大，各大品牌纷纷涨价。①需求端：制造业复苏势头强劲+行业低库存+刀具更换频率以小时计算，需求确定性较强。②供给端：疫情影响海外产能，供给紧张。长期来看，刀具增长延续性较强。我国机床数控化率持续提升、刀具市场消费升级，我们预测国内刀具行业 5 年内市场规模有望超 600 亿元。疫情催化，国产刀具企业有望迎来业绩兑现期。①空间：国内数控刀具市场规模仅 400 亿元，对标全球龙头山特维克 300 多亿营收，国内企业成长空间充足；②机遇：近年来国产品牌性价比逐渐赶超日本厂商+疫情制约海外产能，刀具国产渗透将进一步加速。华锐精密、欧科亿等品牌已在部分领域接近欧美、日韩刀具的性能，IPO 融资扩产也将进入扩张周期，建议关注业绩有望加速放量的细分领域刀具龙头【华锐精密】【欧科亿】【恒锋工具】。

【锂电设备】国内电动车销量、排产超预期，近期回调的锂电设备龙头值得关注

1）国内：电动车 1 月销量 17.9 万辆，同比+238%，大超预期，Q1 排产预计环比 Q4 持平超预期，东吴电新组预计 Q1 国内电动车销量 40-45 万辆，21 年 220 万辆以上，同比+60%以上。此外，碳酸锂、六氟、正极价格均上涨，供应链明显紧张。2）海外：欧洲 1 月销量环比下降 55-60%，主要受 12 月冲量影响，同比+50%，增长趋势不改，东吴电新组预计 21

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年欧洲电动车销量可达 200-220 万，同比+70-80%。

在全球拥抱电动化趋势下，设备公司将显著受益，建议重点关注海外疫情结束后扩产最受益+协助 LG 等一线电池企业共同研发的后道设备龙头【杭可科技】，具备整线供应能力的设备龙头【先导智能】，深耕动力电池系统集成，受益 PACK 自动化率提升的【先惠技术】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【联赢激光】。

【工程机械】3 月恒立油缸排产 9.3 万再创新高，建议积极配置低波动周期中的强 α

3 月恒立油缸排产同比+45%，单月挖机销量有望突破 5 万台。CME 预计 2 月挖机（含出口）销量有望达 1.8 万台同比+160%，高增长仍是不变的基调。3 月是挖机春季销售旺季，2020 年 3 月国内挖机销量达 4.9 万台峰值，从本月恒立挖机油缸排产 9.3 万根（创历史新高），同比+45%分析，国内单月挖机销量或突破 5 万台。

建议积极配置低波动周期中的强 α。我们预计 2021 年挖机行业销量增长 5-15%，未来几年工程机械行业波动估计维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。海外出口回暖、国四法规切换、地产基建投资稳定增长、小城镇及新农村建设等因素催化下，行业内在增长动力持续。

行业景气度拉长，利于估值水平稳定。对标海外龙头，国内龙头三一、中联等 PE 较低，而受益于国内市场景气拉长、集中度提升及全球化推进，国内龙头业绩具备较高成长性，看好后续国产品牌戴维斯双击的机会。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　证券分析师：黄瑞连）

商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：1-2 月整体增速较快，珀莱雅、华熙旗下品牌增速亮眼

行业观点：

2 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 2.0%/36.8%，1-2 月规模增速分别为 25.4%/26.9%。2 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 2.0%/36.8%，护肤增速较 1 月有所下降，主要受春节错期因素影响。整体 1-2 月仍保持较高增速，1-2 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 25.4%/26.9%，1-2 月护肤/彩妆类增速分别同比提升 9.4pct/20.8pct。

2 月阿里系护肤/彩妆类 TOP10 品牌均国际品牌数量占优。护肤类前十品牌中，国货品牌 1 个，国际品牌 9 个。其中，后和雅诗兰黛增速最快，分别同增 117.4%/88.8%。彩妆类前十品牌中，国货品牌 3 个，国际品牌 7 个。其中，国货品牌花西子、完美日记和 Colorkey 分列第一位、第二位、第五位。

1-2 月主要上市公司品牌快速增长。从跟踪上市公司品牌天猫旗舰店数据看，大部分品牌 2 月增速慢于 1 月，主要跟踪品牌中佰草集、丸美 2 月增速为负。1-2 月份大部分主要跟踪上市公司品牌增速较快，其中增速超

请务必阅读正文之后的免责声明部分

100%的主要品牌包括夸迪、润百颜、米蓓尔、珀莱雅、彩棠、御泥坊，玉泽同增 70.6%，薇诺娜同增 66.3%。

近期报告：

《功能性护肤品深度系列 2：欧美、日本发展路径几何？——功能性护肤品海外经验对比》：受资源禀赋、消费习惯、消费结构等因素影响，各国功能性护肤品演化出不同类型。功能性护肤品产品大多定位中档；渠道/营销专业化；规模天花板较高；高集中度和本土化趋势下，有望诞生本土超级品牌。

《周大生深度：全渠道，全地域，全年龄，全场景，持续进化的珠宝国货龙头》：公司专注于品牌和渠道建设，加盟模式轻资产快速扩张，全渠道、全地域布局。截至 2020 年 Q3，公司总网点数达到 4020 家，排名行业第一。终端实际零售额已进入行业前三，规模优势明显。公司对新媒体渠道变革敏感度高，线上化率居于行业前列，未来电商或成为公司时尚新品和潮品的重要推广平台，年轻化势在必行。

投资建议：

2020 年 1-2 月阿里系整体线上增速较快，春节错期致使 2 月增速慢于 1 月，主要跟踪上市公司中珀莱雅、华熙生物增速较快。

建议关注：贝泰妮、上海家化、华熙生物等。

风险提示：行业竞争加剧，产品质量问题，宏观经济波动风险等

（证券分析师：吴劲草　研究助理：阳靖　证券分析师：张家璇）

教育行业周报（2021 年第 9 期）：华夏视听教育入选港股通，看好公司发展

本周观点

华夏视听教育将于 21 年 3 月入选港股通，未来业绩有望持续保持高增长，建议投资者重点关注：公司 2 月 26 日发布公告称已获得恒生指数有限公司选为指数系列的成分股，指数系列包括恒生港股通指数、恒生港股通香港公司指数等，将于 3 月入选本轮的港股通，未来业绩有望持续保持高增长，建议投资者重点关注。

华夏视听教育为我国艺术类教育龙头股，目前覆盖影视制作和传媒艺术教育两大业务板块。2020H1 收入/调整净利达 3.84/1.43 亿元，2020H1 影视制作/教育收入分别为 1.98/1.87 亿元。我们看好公司：

价：旗下南传学院作为民办传媒艺术类高校的翘楚，本科生均学费约 1.6 万元，目前学费的政策限制已经开放，2021 年预计将有 60%-70%的涨幅，直接增厚利润，未来学校会根据报名人数调整学费，学费有长期提升空间。

量：学校现有土地可以支撑翻倍扩容（现有 1600 亩土地，已使用 800 亩，满员预计 3.5 万人容量），转设后普通本科、专升本均有扩招预期，预计未来 3-5 年，本科在校生体量有望达到 2 万人，国际教育和继续教育业务不受招生限制，目前均不到 500 人在校生，未来 5 年有望分别达到 2000 和 6-8000 人级别。

扩张性：1）高教板块，公司预计还将收购 2-3 所艺术类高等院校；2）艺

请务必阅读正文之后的免责声明部分

术类培训，公司已经收购了美术类艺考机构水木源，未来还将继续寻找合适的培训机构标的；3）品牌合作输出：公司与英皇合作的演艺培训业务以及 2020 年计划推出的艺考业务和少儿艺术培训业务值得期待，公司具有品牌输出的潜能。

产学研一体化：公司作为影视制作行业的领先者，拥有《03 天龙八部》，《倚天屠龙记》等获广泛好评的代表作，其对行业的发展、嗅觉和网络，具有天然的优势，在培养传媒的行业人才方面，有着得天独厚的优势。

独特性：旗下学校在全国范围对学生具有强大吸引力（南传艺考报考人数超 6 万人，实际录取 3000 人，录取率不到 5%），而艺考类学生本身又是支付能力较强的学生群体，公司雄踞黄金赛道，具有享受较高估值的基础。

建议关注标的：华夏视听教育，希望教育，中教控股，中国东方教育，天立教育等。

风险提示：招生不及预期，政策风险，外延并购不及预期

（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

上汽集团（600104）：芯片短缺影响持续，静待改善周期

投资要点

公告要点：上汽集团 2021 年 2 月产销量分别为 273338/246476 辆，同比 2019 年-16.73%/-32.09%，环比-36.49%/-38.85%。其中：上汽乘用 2 月产销量分别为 32497/30000 辆，同比 2019 年-12.70%/-25.01%，环比-43.17%/-47.60%；上汽大众 2 月产销量分别为 59823/50500 辆，同比 2019 年-33.55%/-54.51%，环比-28.06%/-41.35%；上汽通用 2 月产销量分别为 81561/76619 辆，同比 2019 年-3.81%/-21.16%，环比-37.74%/-41.10%；上汽通用五菱 2 月产销量分别为 73035/65369 辆，同比 2019 年-28.79%/-33.98%，环比-40.31%/-29.91%。

2 月产销同比 2019 年下降，主要受芯片短缺对生产的抑制作用：1 月上汽集团产销分别同比 2019 年-30.88%/-34.08%，2 月同比降幅略有收窄。核心原因在于芯片短缺对上汽尤其是大众及通用五菱生产端抑制作用较为明显，上汽通用产批同比表现相对较好。上汽集团总体 1 月产批环比去年 12 月分别-35.22%/-46.01%，2 月产批环比 1 月基本保持同幅度下滑，芯片短缺影响持续。集团整体批发端下滑幅度略大于生产端。

2 月企业端上汽乘用+上汽通用五菱+上汽大众+上汽通用均补库：根据我们自建库存体系显示，2 月上汽集团企业当月库存变动为+26862 辆，上汽大众、上汽通用、上汽乘用、上汽通用五菱企业当月库存变动分别为+9323 辆、+4942 辆、+2497 辆、+7666 辆。企业库存累计分别为-40608 辆、-44682 辆、-19356 辆、-100664 辆（2017 年 1 月开始统计）。

2 月上汽整体折扣率小幅增长：根据我们自建价格数据库显示，上汽集团 2 月下旬车型（燃油）算术平均折扣率 12.84%，环比 2 月上旬+0.37pct；同期行业整体折扣率环比 2 月上旬+0.11pct，上汽集团涨幅略高于行业。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

其中，上汽大众算数平均折扣率 12.43%，环比 2 月上旬+0.82pct；上汽通用算数平均折扣率 17.53%，环比 2 月上旬+0.33pct；上汽乘用算数平均折扣率 11.72%，环比 2 月上旬+0.10pct。从具体车型方面来看，帕萨特 2021+凯迪拉克 CT62020 成交价降幅较大。

盈利预测与投资评级：上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID.4 热卖成为今年重要看点。我们维持 2020-2022 年上汽集团的营收为 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润为 200/236/257 亿元，同比-21.9%/+17.8%/+9.1%的预测。对应 EPS 为 1.71/2.02/2.20 元，对应 PE 为 12.17/10.34/9.47 倍，维持“买入”评级。

风险提示：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）

宁水集团（603700）：员工持股落地，安全边际充足的隐形龙头

投资要点

事件：公司公告员工持股计划（草案），以 13.83 元/股的价格向 14 名管理人员授予 108.00 万股股份，解锁条件为 2021、2022 年收入分别不低于 20、24 亿元。

短期：员工持股明确指引业绩，未来 2 年收入复合增速不低于 20%、利润复合增速预计 25%以上。我们根据业绩解锁条件倒推，可算出：

1）2020-2022 年收入复合增速为 20%以上。2019 年公司营业收入为 13.71 亿元，2020 年 Q1-Q3 公司收入增速为 16.31%，考虑到历史上公司收入确认的季节性并不明显，我们预计 2020 年公司收入增速为 15%-20%之间，假设取中值 16.11 亿元，则保守按照解锁条件计算（2021、2022 分别为 20、24 亿元），2021、2022 年增速分别为 24.15%、20.00%，2020-2022 年收入复合增速为 20.52%。

2）2020-2022 年净利润复合增速大概率为 25%以上。按照我们在上文中的测算，假设 2020 年公司收入为 16.11 亿元，公司 2019 年归母净利率为 15.48%、2020 年 Q1-Q3 为 17.20%，保守估计取平均值 16.34%，可算出 2020 年归母净利润为 2.63 亿，同比增长 24.20%。同时考虑到水表行业的现状和公司成长的逻辑为智能表（尤其是 NB-IoT 表）的渗透率提升，公司高毛利率的 NB-IoT 表替代老式机械表，因此净利润的增速高于收入增速是大概率事件，在未来 2 年收入复合增速在 20%以上的基础上，我们判断公司净利润复合增速大概率在 25%以上。

长期：只有存量更换、没有新增需求的稳态市场下，我们测算公司市值约为 90-120 亿。我们假设一个最终市场处于稳态下的场景（即智能表全部更新完成，只有存量更换、没有新增需求）：水表市场理论容量 6 亿只左右，在市场稳态水平下，只有更换需求，没有新增需求，按照每 6 年一更换的节奏，每年更换水表数量大约为 1 亿只。假设稳态水平下公司市占率为 20%（实际上公司机械表市占率 12%、物联网表市占率 18%，考虑到物联表的存量渗透率尚不到 2%（2019 年增量渗透率约为 10%左右），且龙头市占率提升是大势所趋），所以每年公司出货量是 2000 万只，假设其中物联网表占比 60%、机械表占比 40%，物联网表稳态价格 200 元/只（目前是 300 元/只）、机械表价格 80 元/只（目前 85 元/只），且 20%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

净利率（目前净利率为 15%左右，因为还在铺设渠道，稳态下费用占比会逐渐下降），则对应公司利润约为 6 亿元/年，如果给 15 倍就是 90 亿、给 20 倍就是 120 亿市值。

估值及盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.25、1.57、1.96 元，对应 PE 分别为 21、17、13 倍，考虑到：1）行业层面，强制更换政策出台、新技术新产品的出现解决行业痛点、华为和三大运营商主推推动行业景气度上行；2）公司层面，渠道+客户+运维竞争力明显，未来 3 年业绩复合增速 25%以上确定性较强，我们建议按照 peg 给予 20-25 倍估值，对应目标市值 64-80 亿市值，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等。

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

用友网络（600588）：回购彰显发展信心，ERP 龙头迎来布局良机

事件：3 月 6 日公司发布公告，用友网络科技股份有限公司拟以集中竞价交易方式回购公司股份。

投资要点

回购金额市场领先，公司对发展充满信心：公司本次回购股份资金总额不低于 6 亿元不高于 10 亿元，既保持了市场的领先水平，也与公司行业地位和市值规模匹配，彰显公司发展信心，我们预计公司未来会全力按回购金额上限开展实施。此次回购期限不超过 6 个月，短于规则上限，向市场传递出公司坚决执行回购的决心。此轮回购股份价格不超过 42 元/股，价格上限高出现价 26.85%，我们预计将有效提振市场信心。此轮回购股份主要用于未来的员工股权激励，今年 YonBIP 和整个研发团队有超千人扩充计划，因此通过股权激励将进一步促进员工和公司股东的利益一致。未来 6 个月董监高和控股股东没有减持计划，体现了其和全体股东利益高度一致的资本市场形象与价值。

大客户领域优势明显，YonBIP 客户数量行业领先：用友在高端市场中市占率国内厂商第一，2020 年成功签约了国家电网、中国海油、贵州茅台、国家开发银行、大疆创新等一批大型综合性集团企业和标杆客户。大型客户市场是国内云计算市场的主要阵地，这类客户更倾向于使用私有云部署的 ERP 产品，因此大客户主导的客户结构间接降低了用友的公有云占比，但反而体现了用友的大客户竞争优势。目前 YonBIP 的客户数量已超过 4000 家，且在央企客户中应用广泛，在同业里遥遥领先。2021 年用友制定了新的考核机制，鼓励客户采用年服务费的收费方式，客户的订阅型付费意愿持续提升。

云业务增长迅速，投资价值持续提高：今年国内大型企业的国产化需求旺盛，我们预计用友网络 2020、2021 年云业务收入分别实现 34.5、62 亿元，同比增速为 75%、80%，实现高速增长。目前用友 2021 年整体 PS 仅 10 倍，显著低于云可比公司：恒生电子 17 倍、广联达 15 倍、金山办公 42 倍、金蝶国际 18 倍、明源云 25 倍、微盟集团 11 倍（传统业务占比较高）。公司作为国内 ERP 绝对龙头，目前是 A 股甚至全球云计算公司的价值洼地，尚未享有龙头估值。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年收入 85.59/99.96/133.23 亿元，归母净利润为 8.91/8.95/18.49 亿元，对应 PS 为 13/11/8 倍，相对目前 A 股其它云公司和港股金蝶国际处于折价状态。用友在大型企业优势

请务必阅读正文之后的免责声明部分

明显，成长性领先行业，同时考虑 YonBIP 平台还具有互联网属性，龙头地位也应该给予一定溢价，公司合理市值在 2500 亿左右，对应目标价 76.45 元，维持“买入”评级。

风险提示：YonBIP 发展不及预期；宏观经济对传统 ERP 业务产生影响。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

IGG（00799）：2020 年年报点评：业绩好于预期，经典游戏重回增长，多元产品布局持续推进

投资要点

事件：公司 2020 年营收 7.04 亿美元，同比+5.46%，归母净利润 2.7 亿美元，同比+63.98%，其中主营业务利润为 1.46 亿美元，同比+4%，业绩增长一方面系经典游戏《王国纪元》重回增长，另一方面来自于心动公司和基金的投资收益大幅增长。公司宣派第二次中期股息及特别股息，合计股息为每股 53.4 港仙，股息率约 4.24%。

点评：《王国纪元》流水超预期，投资收益大幅增长。公司主营业务增长主要系《王国纪元》重回增长，流水超预期。《王国纪元》上线近 5 年流水持续稳定，20 年受益疫情用户在线时长增加，公司革新玩法叠加强运营能力，截止 20 年底全球注册用户超 3.7 亿，MAU 超 1370 万，先后在美日德英等国家实现历史性增长，月流水创下 6600 万美元历史新高，2020 年产品营收超 6 亿美元。此外公司通过品牌活动跨界破圈，21 年集团将在游戏内引入重磅 IP“圣斗士星矢”，保障长期稳定运营同时有望进一步获取用户与业绩增量。20 年公司其他净收入 1.31 亿美元，同比+303%，主要来自投资收益大幅增长，包括对心动公司以及移动互联网及游戏相关领域基金的成功投资。

毛利率维稳，营销推广带动销售费用有所增加。20 年公司毛利为 4.92 亿美元，同比+6.24%，毛利率为 69.8%，yoy+0.5pct，主要系服务器成本减少。销售及分销费用 1.85 亿美元，同比+12%，预计为《王国纪元》等游戏加大营销推广，销售费用率 26%，同比+1pct；行政费用 4620 万美元，同比+2%，行政费用率 7%，同比持平；研发费用 8890 万美元，同比-4%，研发费用率 13%，同比-1pct，主要源于集团对研发项目的优化调整。

品类拓展成效初显，21 年产品储备丰富。公司以 SLG 品类为核心，践行品类拓展与精品化战略。20 年推出多款产品，涉及三消、RTS、女性向等品类，其中女性向产品《DressUP！TimePrincess》下载量稳步提升，21 年 1 月流水近 300 万美元，已进入成长期，验证公司品类拓展实力。21 年公司储备多款精品游戏，涉及策略、动作等多种品类。另外公司与 TapTap 达成战略合作，发力中国市场。IGG 未来在中国大陆地区安卓平台发布的手游，除集团自营渠道外，将优先在 TapTap 平台发布。IGG 成立以来营收贡献主要来自海外，大多数游戏国内暂未上线，未来与 TapTap 合作进一步打开国内市场。

盈利预测与投资评级：受到海外疫情催化叠加营销推广，经典游戏重回增长，我们上调 2021 年 EPS 至 1.19（+0.07）元，公司 21 年多元化布局将持续推进。考虑新游尚未构成主力营收，老游戏存在自然下滑的可能，基于谨慎态度，下调 2022 年 EPS 至 1.26（-0.04）元，预计 2023 年 EPS 为 1.35 元，对应当前 PE11/10/9 倍，维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：老游戏流水下滑；新游接力不及预期，行业监管趋严。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

汉威科技（300007）：2020 年业绩快报&2021 年 Q1 业绩预告点评：传感器+IoT 拓展顺利，业绩快速增长

事件：公司 2020 年营业收入 19.37 亿元，同比+6.46%，归母净利润 2.05 亿元，同比+297.13%，预计 2021 年 Q1 归母净利润 3736.43—4184.8 万元，同比+25%—40%。

投资要点

传感器和 IoT 拓展顺利，业绩快速增长：2020 年，公司传感器业务稳步发展，在环保传感器、热电堆传感器、柔性压力传感器等领域多点开花，业绩稳中有升，2021 年 Q1，公司二氧化碳等环境传感器取得较大业绩增长，同时，公司热电堆传感器在家电、监控等领域开拓了新的应用市场，未来将成为可持续的市场方向，此外，公司在安防、消费、汽车等领域的相关传感器产品产销两旺，促进传感器业务板块实现高质量发展。在物联网解决方案方面，2020 年，公司智慧城市/环保/市政/安全等业务项目持续落地，物联网板块发展势头良好，2021 年 Q1，公司积极把握智慧城市、5G 新基建等智能升级机遇，在智慧城市/水务/燃气等领域的项目需求持续增长，推动公司业绩整体实现较好增长。

气体传感器龙头地位稳固，新应用市场拓展成效凸显：公司具备国内领先的气体传感器研发和生产技术，可以生产半导体类、红外光学类等主要种类气体传感器，气体传感器的国内市占率约 70%，稳居行业龙头地位。同时，公司积极拓展传感器长尾市场，在气体、压力、温湿度等产品领域多元布局，相关产品在产能配置、品类数量和市占率等方面具备竞争优势，目前，公司柔性压力传感器在 TWS 耳机、智能电动车、智慧医疗等方面取得良好的业务拓展，并在重点客户上取得持续性订单。未来，公司有望稳步提升传感器和智能仪器仪表的产能和技术水平，进一步巩固产品竞争优势，为公司占领中高端产品市场奠定基础。

物联网业务加速落地，公司未来成长可期：公司传感器和物联网业务的协同效应显著，依托传感器竞争优势，公司不断完善物联网产业布局，形成了传感器+监测终端+数据采集+空间信息技术+云应用的系统解决方案，业务覆盖智慧燃气、智慧水务、智慧市政、智慧安全、智慧环保和居家智能与健康等领域。物联网解决方案的业务延展性和可复制性强，公司持续提升物联网技术创新能力和行业竞争力，物联网业务的项目落地和市场拓展稳步推进，物联网平台已累计服务上百家企业客户，未来，随着物联网解决方案在多场景的落地，公司业绩的增长动能充足。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入 19.37/26.91/34.77 亿元，YoY+6.5%/38.9%/29.2%，2020/2021/2022 年归母净利润 2.05/3.05/4.10 亿元，YoY+297.1%/48.9%/34.7%，对应 2020/2021/2022 年 EPS 为 0.70/1.04/1.40 元，当前市值对应 2020/2021/2022 年 PE 为 22/15/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

宝钢股份（600019）：充分受益碳中和，行业龙头强者恒强

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

宝钢股份：中国钢铁行业核心资产。2021 年公司粗钢产能为 4853 万吨，为全行业第一；根据年报，公司 2019 年钢产量 4688 万吨，为全世界第二。公司主营板材（冷轧板、热轧板），板材产量占比超过 80%，营收占比近 50%;公司核心产品汽车板市占率高达 60%,家电板市占率高达 70%。宝钢股份由于产品结构，板材产量超过 80%，因此主力下游为汽车、家电等制造行业。根据历史数据，宝钢股份和制造业利润总额增速表现出较强一致性，有望充分受益汽车、家电为代表的制造业上行。

高管讲话明确提出 2023 年碳达峰，2050 年碳中和。母公司宝武集团积极响应响应国家“抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件地方率先达峰”的号召，中国宝武党委书记、董事长陈德荣在 2021 年 1 月 20 日举行的中国宝武党委全上宣告了中国宝武碳减排目标：“力争 2023 年实现二氧化碳排放达到峰值，2050 年实现碳中和”。

公司碳中和实现方式。目前我国钢铁行业低碳减排政策主要有两种：压缩钢铁产量和实施碳排放权限额分配制度。宝钢股份以降碳为源头治理的“牛鼻子”，科学规划碳达峰及降碳行动方案，并积极推动绿色布局、优化结构、节能提能等深度脱碳项目。

公司充分受益碳中和，行业龙头强者恒强。我国钢铁业二氧化碳排放占比全国 10%，是工业行业碳中和的主战场。钢铁行业最早且明确提出 2025 年碳达峰、2050 年碳中和，有望在各行业中做出表率。宝钢作为行业内环保最优秀的公司，将充分受益碳中和：1）公司走在低碳技术前沿。为助力碳减排，公司密切追踪钢铁行业低碳工艺的前沿技术，充分开展可持续性改善工作；2）公司环保投入持续扩大，2019 年公司环保投入中费用化成本和资本化成本分别同比增长 0.39%和 89.66%；3）公司吨钢净利长期高于可比公司，2019 年公司吨钢净利达到 265 元，为可比公司最优；4）集团掌握钢铁产能最大，在供给受限前提下产能具备稀缺资源属性。

上调 2021 年盈利预测至 200 亿元，维持“买入”评级。我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 3110/3655/3856 亿元，对应增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；归母净利润分别为 127/200/220 亿元，增速分别为 2%/58%/10%；公司 2021/2022 年 PE 分别为 8.8x/8.0x，低于可比公司均值。考虑碳中和大背景下环保政策趋严，公司作为行业环保标杆有望充分受益；公司下游为工业消费品，有望受益制造业上行。因此将公司 2021/2022 年归母净利润从 190/205 亿元上调至 200/220 亿元，维持公司“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；扩产不及预期；环保政策收紧不及预期。

（证券分析师：杨件）

香港交易所（00388）：稀缺赛道+枢纽地位，港交所未来可期

投资要点

港交所持续性深化改革和高质量高管团队推动港交所走向世界前沿：1）香港交易所全称香港交易及结算所有限公司是香港唯一一家国际化交易所，香港特别行政区持股 5.9%是公司唯一的大股东。2）香港交易所 20 世纪 80 年代结束“四会时代”，历经 40 年的国内外合作与内部改革，使其快速成长为亚太最大全资产类别交易所（纳斯达克成立 1971 年）。3）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

清晰的组织架构保证高管决策能够高效执行，资深的高管团队为港交所的发展战略出谋划策，助力港交所走在世界前沿。

港交所枢纽地位突出，是优质新经济企业的聚集地，对标国际交易所竞争力不断提升：1）对标海外交易所，港交所交易产品覆盖证券、场内和场外衍生品，整体产品丰富，交易规则较为完善满足不同投资者交易与风控需求。港交所 2020 年末市值为 613 百亿美元仍落后于各大交易所（纽交所市值：2623 百亿美元），未来有较大的增长空间。2）A+H 互联互通助力港交所成长为连接内地与国际的交易枢纽。2020 年，香港股本证券日均成交金额达 1109 亿港元，同比+60%。伴随科创板纳入沪股通以及 MSCI 指数调整，政策利好推进互联互通持续深入。2020 年沪深两市港股通累计资金净流入达到 1.5 万亿人民币，同比增长 66%，呈显著扩张态势。3）顶层设计加强内驱动力，上市政策改革吸引大批优质企业赴港上市。上市政策改革+地缘政治因素，新经济（医疗保健、信息技术、日常消费和可选消费）行业和中资企业大批进入香港资本市场。2020 年新经济 IPO 募集金额达 2849 亿港元，同比+22%；同期中资股 IPO 募集额 2919 亿港元，占募集总额的 75%，同比+203%。当前新经济市值占比 59%；成交量占比达 64%，已成为香港市场的主力军。

港交所盈利模式稳定，传统业务+创新业务双轮驱动港交所业绩发展：1）港股作为资产配置的重要性上升，市场成交额趋势向上，港交所经营确定性提升。2020 年港交所日均成交额达 1287 亿港元，同比增长 48%。稀缺性的运营特点使港交所各项业务与市场景气高度相关，2020 年，港交所收入达 192 亿港元，同比+18%；稳定低成本的运营模式是港交所业绩稳定向上的保证，运营成本 44 亿元，较去年同期+10%。2)香港市场未来整体向上，港交所传统业务受益明显。港交所的现货业务、衍生品业务和大宗商品业务与资本市场的成交额高度相关，各项业务收入主要来源于交易及系统使用费，占各业务收入 68%、64%和 5%。3）公司迎来数字化科技转型，未来创新业务稳定增长。港交所数据收入受市场波动较小，整体保持较高的稳定性。2020 年港交所数据业务费达到了 9.5 亿港元（同比+4%）。公司深耕科技数据战略布局，未来港交所的科技收入占比将向国际交易所靠拢，成为长期业绩增长点。

盈利预测与投资评级：香港交易所基于“稀缺赛道+轻资产”的运营模式和积极优惠的上市政策，各项业务将蓬勃发展，中长期成长空间可观。1）我们预计 2021 年及 2022 年公司收入达 226 亿港元和 260 亿港元，其中 2021 年交易及系统使用费达到 82 亿港元（同比+18%）。联交所上市费达 23 亿港元（同比+20%）。结算及交收费达 49 亿港元（同比+13%）。市场数据费达 11 亿港元（同比+13%）。2）预计 2021~2023 年归母净利润为 142 亿港元、166 亿港元、191 亿港元，对应 PE 分别为 43.67x、37.38x、32.47x，对应 PB 分别 13.53x、12.51x、12.60x。看好公司长期发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：1）印花税上调等政策不确定性；2）国内注册制推行，交易所竞争加剧；3）互联互通不及预期；4）疫情控制不及预期。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

淳中科技 2020 年年报点评：Q4 业绩高速增长，经营质量稳步向好，全年业绩符合预期

投资要点

事件：淳中科技 2020 年实现营业总收入 4.83 亿元，同比+29.99%，实现归母净利润 1.28 亿元，同比+12.32%。其中 2020 年 Q4 实现营业收入 1.66 亿元，同比+83.58%，实现净利润 0.44 亿元，同比+151.49%，全年业绩符合预期。公司拟 10 股派发 4 元现金红利，股利率为 1.1%

Q4 业绩高速增长，经营质量持续向好：2020 年下半年公司项目逐渐恢复，公司产品线拓展、营销网络覆盖度提升，Q4 营业收入及归母均实现高速增长，全年业绩仍实现稳步增长；由于部分项目包含了毛利率较低的外购配套的产品，拉低整体毛利率，2020 年全年毛利率为 58.78%，较 2019 下降 9.53pp，但是从单产品来看，显控产品毛利率为 67.38%，持续保持稳步向好趋势。

控费能力逐步增强，现金流持续向好：2020 年公司下半年经营状况优异，同时控费能力逐步增强。2020 年 Q4 公司三费合计 0.38 亿元，较 2019 年 Q4（0.31 亿元）增长 0.07 亿元，但 2020 年 Q4 费用率为 28.12%，较 2019 年 Q4（40.52%）下降 12.39pp，2020 年公司经营活动产生的现金流净额为 1.45 亿元，较上年同期增长 1052.1%。

强化核心优势，持续深耕核心优势行业：淳中科技持续重视研发投入，芯片自研持续顺利推进，未来也将持续专注于产品的技术领先以及产品线的扩能和深耕优势领域，扩充产品线的同时保持产品的技术领先。我们认为公司为国内视频显示控制行业龙头，随着未来优势领域的不断加强，产品线不断丰富，将充分享受 5G 等高清视频领域行业红利。

盈利预测与投资评级：我们预计随着 5G 高清视频产业以及国产替代进度的不断推进，淳中科技业务将持续稳步向上，我们将 2021-2022 年的 EPS 从 1.34/1.85 元上调至 1.44/2.04 元，预计 2023 年 EPS 为 2.73 元。当前市值对应 2021-2023 年 PE 为 25/18/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：5G 应用不及预期；疫情影响项目进度。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

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