东吴证券晨会纪要

宏观策略

宏观点评：哪些受益，哪些受损？

2021 年 2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6，环比回落 0.7 个百分点，非制造业商务活动指数为 51.4，环比回落 1 个百分点。因春节假期影响，我们参考春节同样在 2 月中旬的 2013 年、2016 年和 2018 年，这三年的制造业 PMI、非制造业 PMI 均值为 49.8、53.8，今年 2 月的制造业 PMI 受“就地过年”影响表现强于过往，非制造业 PMI 表现较弱，疫情管控对于服务业影响仍存，特别是住宿、租赁与商业服务等行业。2 月制造业 PMI 放缓幅度大于上述三年均值 0.5，非制造业回落幅度与过往基本持平，整体来看 2 月 PMI 表现弱于季节性因素影响，当前经济处于下行通道。

宏观点评：“眼看他起高楼”——美债收益率大涨后还须注意些什么？

股市还有什么机会.关键词：空间和相对价值。随着经济复苏的确定性上升和大宗商品上涨，关注前期涨幅有限的部分行业，例如能源行业，市场动荡情况下配置防御性的公用事业，通胀背景下的日常消费行业等（图 17）。此外即是挖掘相对机会，例如油价上涨的背景下，英国股票相对于德国股票通常有可观的超额收益（图 16）。

策略周评：充分重视滞胀风险——策略周聚焦

①流动性收紧引致的调整是急促、猛烈、难以防范的，基本面下行引致的回撤是趋势、长期但可以追踪的，数据排查显示短期存在滞胀风险。②PMI 景气持续一个季度回落，供需结构恶化，生产、新订单、新出口订单指数较 20/11 回落。③春节消费疲弱，或拖累一季度 GDP 增速。④出口高增或延续，内需增长放缓。国内港口量价、发达经济体出口显示出口仍处高增，专项债未提前下达，钢铁库存上、焦炉开工低、动力煤&水泥价格降，显示基建相关数据疲弱。⑤短期谨慎：充分重视滞胀风险。基期、假期因素增加基本面辨析难度，重视 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据，基本面趋势明朗前，对市场相对谨慎。

策略月评：货币海洋上的资产泡沫

以业绩的大幅增长克服市盈率的下跌，选择高增长的顺周期行业：2021 年美国住宅补库存和中国制造业投资的复苏，这将会带来越来越强烈的经济复苏和企业业绩大幅增长的预期。因此我们看好大制造业和上游原材料板块包括机械、化工、有色等行业。对于业绩稳健增长的消费品、食品饮料和部分医药行业，由于业绩增速稳定，较难消化高估值的风险，因此持谨慎的态度。

策略周评：东吴策略·寻找不变脸的次新——行业风火轮

近几年 IPO 节奏明显加快，已形成庞大的次新股样本池，但市场对于大多数次新股关注度不高，当前龙头估值高位情况下，次新股可提供新的选股思路。本篇报告将重点寻找不变脸的次新股。

若新股上市当年及此后一年的 ROE 和归母净利润增速均高于上市前三年均值，则认为该股票基本面延续之前良好表现；其中，将上市前三年 ROE 均值乘以 IPO 调整系数以便前后可比，调整

2021 年 03 月 01 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

系数=上市前净资产/（上市前净资产+IPO 融资净额）。
从 2018 年之后上市且已满 1 年的次新股中筛选出 ROE 及利润增速不变脸的个股；对于上市未满 1 年无法跟踪上市后财务数据的次新股，选取上市前三年 ROE 在新股中均处于前 20%的个股，形成 20 只次新股股票池。

固收金工

固收周报：周观：票据融资、宏观杠杆率以及“沉没”是金（2021 年第 6 期）
观点：春节后票据利率创新高，如何看待推动因素及后续走势：首先，票据作为货币市场的重要组成部分，票据利率与整体货币市场利率存在明显的正相关关系。历年春节期间，央行存在“节前净投放、节后净回笼”的传统，而今年由于“就地过年”的影响，人员流动减弱，取现需求下降，央行在春节期间的操作特征不如往年明显，这在春节前造成了市场恐慌情绪，DR007 飙升，一度超过利率走廊上限，这带动了票据利率的上行，2021 年以来上行将近 70BP 至 3.4284%。

行业

汽车行业周报：供给+成本短期承压，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
环保工程及服务行业周报：国务院加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系，环保是最低估的碳中和
国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，促进环保行业发展。《指导意见》从六大方面部署重点工作，规划环保各细分行业发展，健全绿色收费价格机制，行业商业模式理顺。
风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期
化工行业 2021 年 2 月第四周周报：万华 MDI 技改完成，油价继续走高
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。
建筑材料：继续配置周期建材，首推水泥
周期普涨+旺季临近，周期建材迎来布局良机，首推水泥。建筑业上游周期建材品种水泥、减水剂、涂料等自三季度来预期悲观、跑输大盘，但随着旺季临近，部分地区开始启动涨价；加之目前上述股票估值、股价均处低位，叠加流动性充裕推动大宗商品整体涨价，预计未来一段时间将迎来布局良机。相对看好 1）增量大、具备成长性的个股，如华新水泥、上峰水泥、天山股份、苏博特；2）优质消费建材如东方雨虹、三棵树、兔宝

宝等等。

商业贸易行业跟踪周报：贝泰妮创业板注册获批，化妆品板块将添皮肤学级护肤龙头

贝泰妮创业板注册获批，建议持续关注。自 2010 年成立以来，贝泰妮便以主品牌“薇诺娜”为核心，针对敏感肌护肤，持续加强产品研发背书以及线上线下渠道拓展，2018-2020 年连续三年位居“双 11”天猫美妆前十，是皮肤学级护肤品的代表性国货龙头，建议持续关注。

电子：MCU 供不应求，本土产业链有望充分受益

在当前 MCU 市场缺货行情持续的情况下，本土 MCU 产业链有望加速产品的市场拓展，提升产品的价值量或出货量，从而充分受益于 MCU 市场高涨的应用需求，建议关注：中颖电子、兆易创新、华润微、芯海科技、士兰微、乐鑫科技、东软载波、上海贝岭等标的。

电气设备新能源行业周报：电动车和光伏产业链全面涨价，估值进入底部区间

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）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）

钢铁：碳中和可能带来的钢铁股中期机会

投资建议：关注碳中和背景下钢铁中期投资机会。1）行业估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，以及碳中和带来行业供给收缩，钢铁行业中期机会呈现出一定迹象。建议三条主线选股：1）基本面最好的制造业上游板材，首推宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等；2）高弹性低估值的冶炼股方大特钢、华菱钢铁、三钢闽光等对流动性敏感的上游资源品包钢股份（稀土）、鄂尔多斯（硅铁）。

有色金属行业跟踪周报：继续看好稀土、工业金属、新能源金属

投资建议：坚定看好顺周期有色金属板块。疫苗进展顺利拉升全球经济复苏预期，流动性充裕和新能源基本面强劲助推有色金属板块景气度高增。1）持续看好强周期的工业金属铜、铝。建议关注：紫金矿业、云南铜业、江西铜业、云铝股份、天山铝业、南山铝业和索通发展。2）回调不改看好新能源上游材料锂、钴、铜箔、稀土，建议关注盛和资源、天齐锂业、华友钴业、诺德股份、超华科技。

通信行业跟踪周报：本周专题：当前时点如何看新基建、运营商和 5G 应用？

1、政策持续推进，新基建赛道景气度长期持续；2、低估值叠加业务创新，当前运营商具备长期布局潜力；3、5G 应用潜力巨大，有望酝酿多个万亿赛道，建议前瞻布局重点赛道优质标的。

机械设备行业跟踪周报：建议重点关注制造业复苏受益标的，宁德时代百亿扩产利好锂电设备供应商

【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

【工程机械】预计 2 月挖机销量同比+137%，建议积极配置低波动周期中的强 α

【锂电设备】宁德时代再推百亿扩产计划，近期回调的锂电设

备龙头值得关注

教育行业周报（2021 年第 8 期）：老鹰教育顺利过会，看好美术艺考培训龙头

建议关注:中公教育、中教控股、希望教育、天立教育、华夏视听教育等

2021/01 金融信贷收支表点评：结构性存款因何反弹？能持续吗？

事件：2 月 24 日，央行公布 2021 年 1 月金融机构信贷收支表，数据显示商业银行结构性存款反弹，1 月末结构性存款余额重新回升至 7.02 万亿，较上月增加 5756.60 亿元，而此前已连续八个月规模压降。

机床行业专题：十年周期拐点已至，民企崛起进行时

制造业投资正在强劲复苏，机床作为工业母机需求旺盛。十年周期拐点已至，2021-2024 年机床行业将快速增长。格局剧变、国企退场，民营企业崛起在即。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】。

功能性护肤品系列深度报告之一：“药妆”是“药”还是“妆”？——功能性护肤国牌正崛起

功能性护肤品可分为皮肤学级护肤品和“重成分”护肤品。监管趋严下专业功能性护肤品更迎发展良机。中国皮肤学级产品规模超百亿，增速远高于护肤品整体，处于渗透率提升阶段，“成分党”品牌也初具规模。由于本土皮肤问题及需求不同、本土品牌具有一定资源禀赋且方便医研共创，功能性护肤品是本土品牌崛起的一个重要路径。功能性护肤品是增速高、增长确定性强的化妆品细分赛道，且国货品牌具有市占率持续提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头贝泰妮、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的华熙生物、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的上海家化和孵化出颐莲、 瑷尔博士等功能性护肤品牌的鲁商发展和生产销售生物护肤品品牌创尔美的创尔生物。

推荐个股及其他点评

中际旭创（300308）：全年业绩持续提升，下游需求向好叠加产品稳步推进，公司发展进入快车道

预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 70.53 亿元、90.74 亿元、109.19 亿元，归母净利润分别为 8.49 亿元、11.42 亿元、14.63 亿元，每股收益分别为 1.19 元、1.60 元、2.05 元，对应的 PE 估值分别为 40/30/23 倍，维持“买入”评级。

汇川技术（300124）业绩快报点评：快报符合预期，Q1 增长提速

投资要点

快报营收+55.7%、利润+119%，符合预期。公司发布 2020 年业绩快报，2020 年收入 115.1 亿，同比+55.7%，归母净利润 20.8 亿，同比+119.0%，测算扣非净利润约 19.1 亿，同比+135.7%；分季度看，Q4 收入 34.1 亿、同比+37.4%、环比小幅增长，归母净利润 5.9 亿，同比+91.6%，考虑 Q4 计提较多减值（年底公告 Q4 计提减值准备 1.42 亿、影响归母净利润 1.23 亿）及费用，Q4 净利率下降，毛利率环比小幅下降（经销商返点所致）；此前预告收入同比+45~65%、利润同比+100~130%，业绩快报符合预期；1 月以来工控订单旺盛、Q1 业绩有望超预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

星源材质（300568）：2020 年业绩快报点评：产销两旺，费用影响 Q4 盈利

2020 全年净利润 1.19 亿，低于预期：2020 公司营收 9.72 亿元，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降 12.74%；扣非净利润 0.94 亿元，同比增长 106.97%，其中非经常性损益 0.24 亿，主要为政府补贴。20 年净利率为 12.22%，同比下降 10.5pct。

哔哩哔哩（BILI.O）：用户破圈与多元变现持续推进，2023 年月活用户有望达 4 亿

我们预计公司 2021-2022 年收入为 190/270 亿元，同比增速为 58%/42%；Non-GAAP 归母净利润为-27.4/-16.2 亿元，考虑公司作为国内独特的视频社区及其用户数量快速增长，且各项业务发展速度好于预期，维持“买入”评级。

芒果超媒（300413）：业绩快报符合预期，季风计划及小芒电商有望带来新增长点

公司披露了 2020 年业绩快报，预计实现营业总收入 1,400,151.86 万元，同比增长 12.01%；归属于上市公司股东的净利润 196,330.86 万元，同比增长 69.79%。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 19.6/24.2/29.2 亿元，对应 PE 为 58/47/39 倍，公司当前正处于用户及商业模式破圈阶段，后续成长值得期待，近期有所回调，我们认为公司基本基本面依然保持相当积极的态势，维持公司“买入”评级。

建设机械（600984）：Q4 业绩加速提升，副董事长增持完成彰显信心

事件：公司发布 2020 年业绩快报与二股东增持完成公告。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 5.69/8.16/11.07 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 22.44/15.64/11.52 倍。考虑到公司具有较好的成长性，以及未来两年业绩快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：装配式建筑发展不及预期；租金价格大幅下降；新签订单合同量不及预期；天成机械亏损扩大；回款风险

蓝思科技（300433）：业绩创新高，垂直整合开启全新成长

公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年营业收入 369.84 亿元，同比增长 22.23%，归母净利润 49.23 亿元，同比增长 99.43%，其中第四季度营业收入 109.01 亿元，同比增长 12.82%，归母净利润 14.91 亿元，同比增长 9.62%。

杰瑞股份（002353）：业绩增长符合预期，行业回暖有望重迎高景气

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.9/20.3/27.7 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 24/20/15 倍。行业迎来拐点+公司具备成长基因，有望迎接戴维斯双击，维持“买入”评级。

风险提示：油价走势不及预期、中美贸易战对原油市场影响、国内三桶油资本开支力度不及预期。

青鸟消防（002960）：现金流显著改善+持续高研发投入，有数量更有质量的快报

业绩增长符合预期，股权激励费用加回后真实增速更为可观.

报表质量显著改善，经营性净现金流同比大幅增长.

持续高研发投入+工业消防产品体系构建完成+应急疏散收入放量，未来 3-5 年高增长基础已经夯实.

九号公司（689009）：Q4 单季度收入实现翻倍，收入端逻辑初步兑现

事件：公司发布 2020 年业绩快报。

Q4 单季度收入实现翻倍，收入端逻辑初步兑现。2020 年公司实现营业收入 60.02 亿元，同比增长 30.88%，我们注意到 Q4 公司实现收入 16.84 亿元，同比增长 104.20%，表现十分出色，单季度收入略超市场预期，收入增长逻辑持续兑现。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04/6.86/13.68 元，对应动态 PE 分别为 674/102/51 倍，2020-2022 年收入分别为 60/94/132/亿元，对于 PS 分别为 8/5/4 倍，基于公司未来出色的成长性，以及持续修复的盈利能力，维持“买入”评级。

宁波银行（002142）：2020 年业绩快报点评：贷款增速十年新高，零售银行成长龙头

事件：宁波银行发布 2020 年业绩快报，全年实现营业收入 411.11 亿元，同比增长 17.19%；归属于母公司股东净利润 150.50 亿元，同比增长 9.73%，对应 EPS 为 2.43 元/股；期末总资产 1.63 万亿元，较期初增长 23.45%，归属于母公司普通股股东净资产 1036.7 亿元，较年初增长 21.25%，对应 BVPS 为 17.26 元/股。

华测检测（300012）：检测需求逐季复苏，Q4 业绩重回高增长通道

事件：公司发布 2020 年业绩快报：2020 年实现收入 35.68 亿，同比增长 12.08%；归母净利润 5.77 亿元，同比增长 21.16%。此前公司业绩预告归母净利润同比增长 15%-28%，扣非后归母净利润同比增长 20%-40%，随着下游检测需求逐步复苏回升，我们预计扣非后业绩增速相对更高。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2022 年实现净利润 7.3/8.9 亿，EPS 为 0.44/0.54 元，对应 PE 为 56/46X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降。

深科技（000021）：高端制造龙头，卡位存储国产化黄金赛道

公司 EMS 业务规模全球领先，并大力布局 DRAM、Flash 等存储器封测以及模组制造业务，2020 年，公司存储器及 EMS 等业务市场需求强劲，存储器封测产能持续扩张，业务规模快速增长。公司积极把握市场机遇，深化客户合作，加大创新力度，提高运营效率，盈利能力持续提升，带动了公司业绩增长。

卫士通（002268）：经营性现金流净额创历史新高，信创中标订单超预期

事件：公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 23.84 亿元，同比增长 13.31%，归母净利润 1.59 亿元，同比增长 2.31%。

绿盟科技（300369）：全年业绩稳步增长，估值临近历史最低

事件：

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 20.10 亿元，同比增长 20.29%，归母净利润 3.07 亿元，同比增长 35.47%。

柏楚电子（688188）：2020 年业绩大幅提升，拓品类打开成长空间

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 3.71、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

5.58、7.09 元，当前股价对应动态 PE 分别为 76 倍、50 倍、40 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。

名创优品（MNSO.N）：FY2021Q2 收入环比+10.9%，海外扩张重启

盈利预测与投资评级：持续看好中国优质供应链品牌化大趋势。目前国内业务已经基本从疫情中恢复，海外业务的好转趋势正在确立。公司预计下季度收入 22 至 24 亿元，与本季度基本持平。我们预计 FY2021-23 公司 Non-IFRS 归母净利 8.7/13.9/17.9 亿元，同比-10%/+60%/+29%，按美元：人民币=1:6.45 算得对应 PE 为 63/40/31 倍，维持“增持”评级。

宏观策略

宏观点评：哪些受益，哪些受损？

观点

2021 年 2 月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.6，环比回落 0.7 个百分点，非制造业商务活动指数为 51.4，环比回落 1 个百分点。因春节假期影响，我们参考春节同样在 2 月中旬的 2013 年、2016 年和 2018 年，这三年的制造业 PMI、非制造业 PMI 均值为 49.8、53.8，今年 2 月的制造业 PMI 受“就地过年”影响表现强于过往，非制造业 PMI 表现较弱，疫情管控对于服务业影响仍存，特别是住宿、租赁与商业服务等行业。2 月制造业 PMI 放缓幅度大于上述三年均值 0.5，非制造业回落幅度与过往基本持平，整体来看 2 月 PMI 表现弱于季节性因素影响，当前经济处于下行通道。

2 月中国制造业采购经理指数（PMI）50.6，制造业扩张放缓，春节假期抑制复苏预期。2 月制造业 PMI 为 50.6，连续 12 个月在临界点之上，除春节假期影响外，新冠疫情的局部出现也对部分企业的生产经营产生影响，大企业整体保持平稳扩张，中、小企业受春节假日影响较为明显。尽管之前报道的一些服务业数据复苏强劲，特别是电影票房和快递，达到了历史新高，但我们认为，这主要是被疫情预防措施扭曲的，“就地过年”使得 75%的农民工留在工作城市，然而，三四线城市和农村地区的服务消费可能会减弱，但这些在报道中较少体现。

出口景气度下降，产需扩张放缓，内需表现走弱。进出口景气度有所下降，新出口订单指数和进口指数位于临界点下，分别低于上月 1.4 和 0.2。假期影响企业生产、采购活动，进而影响外贸业务。生产指数和新订单指数分别为 51.9%和 51.5%，较上月回落 1.6 和 0.8，其中医药、通用设备、电气机械器材等行业生产指数高于制造业总体。进口继续回落 0.2，内需表现较弱。

2 月非制造业商务活动指数为 51.4，服务业扩张力度、建筑业景气度双双回落。2 月非制造业商务活动指数为 51.4，低于上月 1.0 个百分点，。服务业 PMI 从 51.1 小幅下降至 50.8。尽管住宿、资本市场服务以及租赁和商业服务收缩，但电信和货币金融服务的服务活动仍然强劲，零售贸易，餐饮和娱乐服务的增长速度比 1 月份快。建筑业商务活动指数为 54.7%，低于上月 5.3 个百分点，主要受春节假期及天气因素影响，施工放缓，建筑业务预期升至 2018 年 11 月以来的最高水平，近期前景预期较好。

整体来看，2 月制造业 PMI、非制造业 PMI 放缓幅度均大于近年同期，经济处于下行通道，预计 3 月经济增长偏下行。

风险提示：政策收紧超预期，融资环境超预期变化

（证券分析师：陶川　研究助理：周璐）

宏观点评：“眼看他起高楼”——美债收益率大涨后还须注意些什么？

事件

2021 年以来，随着以铜、油等大宗商品的再次上涨，市场通胀预期加速升温，经济和市场似乎出现了错位：经济尚处于复苏过程中，市场似乎开始交易过热和政策紧缩。2 月 26 日美债收益率突破 1.5%，引发全球风

请务必阅读正文之后的免责声明部分

险资产动荡，除了避让此前上涨过多的科技股，还有什么交易值得注意？

观点

回顾：同样的商品上涨，不同的市场逻辑。今年 2 月商品的上涨幅度可以与去年 11 月相媲美，不过其他市场的表现却大相径庭（图 1）。从市场逻辑上看，去年 11 月是“美国大选初定+疫苗出现质的进展+政策宽松”下的复苏行情，除中国外主要经济体股债商均出现大幅上涨（中国股市由于经济提前复苏，上涨主要集中在 6 月和 7 月）。短短 2 个月后市场似乎进入了经济过热的逻辑，商品依旧火热，但是股市和债市则表现不佳（尤其在春节后）。这反映了疫情以来市场的一大特点：逻辑主线的交易往往迅速而且幅度大。

美债：预期过热+资金推波助澜。市场逻辑层面，通胀预期和政策紧缩预期无疑是驱动本轮美债收益率上涨的主要因素（图 2 和 3）。这固然存在基本面因素：经济复苏共识下拜登政府 1.9 万亿财政刺激方案和中国 1 月天量信贷火上浇油。基本面是舞台，预期和交易才是主要的玩家：

过热预期。通胀预期过热，美国通胀预期曲线出现历史罕见的倒挂，从历史上看，通胀预期曲线期限利差与实际通胀往呈现同步、反向关系：通胀越高，近端的通胀预期也越高。当前的通胀预期相对实际通胀步子迈得过大。政策预期层面，利率市场已经开始交易 3 年内加息至少 4 次的预期（图 4 和 5）。

资金推波助澜。预期的加成下，以 CTA 为代表的杠杆基金散风点火，其做空美债期货的仓位处于历史高位（虽然近期有所回落），今年以来 CTA 基金收益和美债收益率相关性转正，趋势交易逐步成风。对于这类交易而言行情的动量和关键点位十分重要，比如 10 年美债 1.43%点位突破后，上涨出现明显加速。从目前看下一重要关口是 1.88%至 2%。

美联储：跨周期难题和市场的绑架。从中期看美国当前处于投资周期的低点未来周期大概率向上（回想 2019 年末市场都在预期美联储逐步从宽松转向），新冠疫情冲击加剧了经济短期波动的幅度，美联储去年推出的“平均通胀目标”就是在这一背景下推进政策和经济平稳转向的“跨周期设计”（图 9）。不过市场提前体现定价紧缩，美债收益率的大幅上涨叠加美股调整、美元反弹，这将恶化金融条件，最终可能迫使联储出手（2018 下半年至 2019 年的剧本）。

除了科技股，还有什么交易值得警惕？此前通胀交易的部分风口值得警惕，尤其以铜和小盘股为代表。中国信贷拐点出现的背景下，从市场情绪和相对表现来看当前铜的交易过于火热，短期内需要谨慎（图 10 至 13）。去年 11 月以来表现亮眼的小盘股（以罗素 2000 质素为代表）缺乏业绩的支撑，主要依靠流动性和预期驱动（图 14），当前对冲基金位已经开始大量做空该指数，这一局面在 2018 年下半年也出现过，彼时也出现了通胀升温、国债收益率上涨的熟悉画面，最终以对冲基金完胜为结局（图 15）。

股市还有什么机会？关键词：空间和相对价值。随着经济复苏的确定性上升和大宗商品上涨，关注前期涨幅有限的部分行业，例如能源行业，市场动荡情况下配置防御性的公用事业，通胀背景下的日常消费行业等（图 17）。此外即是挖掘相对机会，例如油价上涨的背景下，英国股票相对于德国股票通常有可观的超额收益（图 16）。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

策略周评：充分重视滞胀风险——策略周聚焦

报告要点：

①流动性收紧引致的调整是急促、猛烈、难以防范的，基本面下行引致的回撤是趋势、长期但可以追踪的，数据排查显示短期存在滞胀风险。②PMI 景气持续一个季度回落：2 月 PMI50.6%，连续三月大幅回落 1.5pct，供需结构恶化，生产、新订单、新出口订单指数较 20/11 回落 2.8、2.4、2.7pct。③春节消费疲弱，或拖累一季度 GDP 增速。往年一季度 GDP 最终消费支出占比 74%，春节重点零售和餐饮企业销售额较 19 年增长 4.9%，2 年复合增速 2.5%，较正常 10%大幅回落。④出口高增或延续，内需增长放缓。国内港口量价、发达经济体出口显示出口仍处高增，专项债未提前下达，钢铁库存上、焦炉开工低、动力煤&水泥价格降，显示基建相关数据疲弱。⑤短期谨慎：充分重视滞胀风险。基期、假期因素增加基本面辨析难度，重视 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据，基本面趋势明朗前，对市场保持相对谨慎。

正文摘要

为何排查“滞胀”风险？①本文滞胀指基本面趋势回落&通胀趋势上行，典型的“滞胀”区间对股债均不利。②当前市场对通胀开始给予充分预期，但投资者对基本面未给予足够关注，基期因素叠加就地过年，使得一季度基本面难以准确追踪。③即便按照一致预期 GDP20Q1 同比 18%，实际是在 19 年基础上，两年 5%的复合增速测算，这也较 GDP20Q46.5%回落高达 1.5pct，即所谓一致预期已经显示滞胀环境。

PMI 连续三个月大幅回落，结构恶化供需两弱。①经济复苏下半场，市场对通胀和流动性收紧逐渐形成认同，基本面趋势回落更危险。②刚刚公布的 2 月 PMI 为 50.6%，较 20 年 11 月 52.1%连续三个月回落 1.5pct，回落幅度明显高出季节性。③PMI 细分结构恶化显示，供需两端疲弱。④需要特别指出两点：2 月 PMI 新出口订单 48.8 低于荣枯线，部分指向出口景气回落；剔除供应商配送时间后的 PMI 表现更差。

春节消费疲弱，或拖累一季度 GDP 增速。①就地过年对消费造成了较大冲击，2021 年春节 7 天重点零售和餐饮企业销售额 2 年复合增速 2.5%，较正常年份 10%左右增速大幅回落。②就地过年下传统返乡冲动消费消失，而一季度 GDP 构成中消费又是大头，2016-19 年最终消费支出对 GDP 累计同比贡献率达 74%。③对消费的中期担忧是疫情降低了中低收入群体的消费倾向，导致潜在经济增速下行。

出口高增或延续，内需增长放缓。①高频出口景气数据显示出口仍处高增，中国出口集装箱指数 CCFI2 月以来维持 2060 高位。②但内需增长缓慢，今年专项债额度未提前下达，高频数据显示基建相关数据疲弱。③从商品价格来看，动力煤价格较 1 月高点回落 44.6%；水泥价格同样持续下行，2 月 PMI 建筑业商务活动指数为 54.7%，较前值下滑 5.3pct，显示基建相关产业景气度走弱。

短期谨慎，中期维持“前低后高”观点。①短期经济面临滞胀风险。基期、假期因素本就增加了基本面辨析难度，而近期下跌市场普遍关注通胀与流动性，对基本面缺鲜有关注。②滞胀对股市的风险不必赘述，重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

视 3 月 15 日公布的 1-2 月经济数据，在基本面趋势明朗前，对市场保持相对谨慎。③中期视角维持年度策略中股市全年“前低后高”的观点。

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；预测与实际存在偏差。

（证券分析师：姚佩）

策略月评：货币海洋上的资产泡沫

投资要点：

目前的通货膨胀预期主要是由经济复苏的预期带来：经济增长和需求越来越强劲，才带来了通货膨胀的预期，这是一种良性的通货膨胀预期，短期能够为股票市场提供支撑。在全球通货膨胀预期下，我们对 2021 年全球及中国经济增长持非常乐观的态度，我们预计 GDP 同比增速能够超预期达到 11%左右的增长。这样的经济复苏带动的通货膨胀预期短期内对股市是有利的。由于大多数企业盈利明显超出预期，预计在 3 月和 4 月报告披露期为股票市场带来上涨效应。

经济增长和通货膨胀本身就是双刃剑：中国经济增长和通货膨胀带来企业盈利的增长，以及越来越乐观的业绩预测，但是由于股票市场估值越来越高，我们担心未来的通货膨胀会导致货币紧缩，传导导致估值的下跌。因此一季报披露后之后，对整个市场保持一定谨慎态度，估值不会越拔越高，尤其是在利率水平攀升的情况下。后期我们建议观察三个指标: 1)观察美债的收益率曲线是陡峭还是平缓; 2)实际利率水平是否上升; 3）社融的增速及绝对数量:

以业绩的大幅增长克服市盈率的下跌，选择高增长的顺周期行业：2021 年美国住宅补库存和中国制造业投资的复苏，这将会带来越来越强烈的经济复苏和企业业绩大幅增长的预期。因此我们看好大制造业和上游原材料板块包括机械、化工、有色等行业。对于业绩稳健增长的消费品、食品饮料和部分医药行业，由于业绩增速稳定，较难消化高估值的风险，因此持谨慎的态度。

风险提示：通胀上行超预期造成流动性收紧；疫情二次爆发。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

策略周评：东吴策略·寻找不变脸的次新——行业风火轮

为什么研究次新股——市场扩容+关注不足。近几年 IPO 节奏明显加快，2018-2020 年上市股票分别达 105 只、203 只、396 只，已形成庞大的次新股样本池，但市场对于大多数次新股关注度不高，当前龙头估值高位情况下，次新股可提供新的选股思路。我们认为次新股的风险在于上市后业绩走弱，本篇报告将重点寻找不变脸的次新股。

如何定义不变脸——上市后 ROE 及利润增速不下滑。若新股上市当年及此后一年的 ROE 和归母净利润增速均高于上市前三年均值，则认为该股票基本面延续之前良好表现；其中，上市融资将对 ROE 产生稀释作用，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

将上市前三年 ROE 均值乘以 IPO 调整系数以便前后可比，调整系数=上市前净资产/（上市前净资产+IPO 融资净额）。

筛选 20 只次新股股票池。从 2018 年之后上市且已满 1 年的次新股中筛选出 ROE 及利润增速不变脸的个股，结合行业分析师判断，形成 10 只次新股推荐股票池。对于上市未满 1 年（2020 年 2 月后上市），无法跟踪上市后财务数据的次新股，选取上市前三年（2017-2019 年）ROE 在新股中均处于前 20%的个股形成 10 只次新股推荐股票池。

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：票据融资、宏观杠杆率以及“沉没”是金（2021 年第 6 期）

观点

春节后票据利率创新高，如何看待推动因素及后续走势：首先，票据作为货币市场的重要组成部分，票据利率与整体货币市场利率存在明显的正相关关系。历年春节期间，央行存在“节前净投放、节后净回笼”的传统，而今年由于“就地过年”的影响，人员流动减弱，取现需求下降，央行在春节期间的操作特征不如往年明显，这在春节前造成了市场恐慌情绪，DR007 飙升，一度超过利率走廊上限，这带动了票据利率的上行，2021 年以来上行将近 70BP 至 3.4284%。其次，实体经济回暖背景下企业融资需求旺盛，银行不得不利用票据融资来腾挪贷款额度。由于票据融资是信贷的一部分，纳入人民币贷款统计口径，因此银行通常通过票据融资业务来调节信贷规模，当实体经济融资需求旺盛时，市场上票据的供应量会增加，供需关系之间的矛盾推动票据利率上涨。同时从高炉开工率等高频指标也可以观察到实体经济复苏的态势，预计融资需求将维持高位，票据利率短期易升难降。

2020 年宏观杠杆率公布，各分项部门数据呈现怎样的特征：2020 年实体经济部门宏观杠杆率 270.1%，较去年上行 23.6%。（1）从上升原因来看，杠杆率的攀升主要源于分母即名义 GDP 同比增速下降（较去年下降 4.3 个百分点），分子即债务水平对杠杆率的影响相对较弱；（2）从节奏来看，宏观杠杆率逐季回落，一至四季度环比分别为 13.9%、7.2%、3.6%和-1.1%。基于我们对于今年 GDP 增速前高后低的判断，上半年杠杆率回落，下半年随着经济压力的显现将有所回升；（3）从部门来看，居民部门、非金融企业部门和政府部门杠杆率较去年分别上行 6.1%、10.4%和 7.1%。

至截稿时，黄金价格持续下沉，击穿 1800 美元/盎司，来到 1734 美元/盎司，年初“再通胀”利多黄金的逻辑行不通了吗：我们认为：（1）年初“再通胀”利多黄金的逻辑是建立在几个前提之上的，首先通胀预期需要伤害实际利率，这一点在年初至今并没有发生；不仅如此，实际利率（TIPS10Y）不降反升，严重伤害了“再通胀”利多黄金的逻辑；（2）“缓”抬升格局没有形成的一大原因来自通胀预期并没有快速抬升，而是呈现出非对称的粘性特征；（3）但通胀预期的抬升，却足以让负收益资产的规模从峰值回落，这让黄金作为零利率资产的吸引力大幅缩水。综合来

请务必阅读正文之后的免责声明部分

看，年初“再通胀”利多黄金的逻辑正在经受严峻考验，若名义利率继续跑赢通胀预期，实际利率进一步上探，黄金后市或继续承压。

后市关于欧美间货币的“角力”如何做思考：我们认为：（1）德国消费者信心从 2020 年 12 月的严格封锁造成的冲击中有所恢复，但由于受到变异新冠病毒在德国境内传播的影响，消费者对德国经济的悲观预期略有减缓但仍在持续；（2）受德拉吉就任意大利总理影响，且由于意大利变异新冠病毒患者比例较高，第三波疫情的即将到来将明显拉低意大利消费者信心和经济复苏速度；（3）我们依然认为，从大周期看，“弱美元，强欧元、日元”过渡给“强美元，弱欧元、日元”是全球经济复苏的必要非充分条件。随着美国经济复苏预期加速，欧元区经济复苏情况仍要取决于各国财政刺激力度，欧元投资者外流将继续加速，未来欧元可能仍小幅走高，但其承压较大，走高速度将变缓，欧元兑美元汇率目前是强劲贸易流量和疲弱金融流入之间拉锯战的关键指标；我们进一步认为从货币体系和货币政策协同度看，“弱欧元”仍将成为中长期不可避免的趋势和欧央行调整货币政策时不得不考虑的目标。

风险提示：货币政策超预期收紧，国内外疫情扰动。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业周报：供给+成本短期承压，优中选优

投资要点

每周复盘：本周涨跌幅排名第 25，SW 乘用车 PE 处于 98%历史分位

SW 汽车下跌 9.6%，跑输大盘 3.7pct。除了 SW 汽车销售以外，其余汽车子板块呈下跌形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 25 名，排名靠后。估值层面，自 2011 年以来，SW 乘用车的 PE/PB 分别处于历史 98%/96%分位，SW 零部件的 PE/PB 分别处于历史 72%/57%分位。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，折扣稳定

销量：2 月 18-21 日乘用车零售日均销量同比 2019 年下降，批发日均销量同比 2019 年下降。2 月 18-21 日乘用车零售销量日均 29674 辆，同比 2019 年下降 24%，月度累计零售销量日均 31387 辆，较 2019 年同期相比上升 13%。2 月 18-21 日乘用车批发销量日均 31745 辆，较 2019 年同期相比下降 33%，月度累计批发销量日均 25195 辆，较 2019 年同期相比下降 6%。

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 月上旬折扣率整体平稳。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。2 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率整体平稳。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 11.16%，环比 1 月下旬+0.01pct，变化较小。热门车型中价格变动幅度超 1000 元的车型仅

请务必阅读正文之后的免责声明部分

别克 GL62021。2）大部分车企 2 月上旬折扣率保持平稳，仅一汽捷达（全系车型降价）折扣率涨幅较大。

重点关注：芯片短缺延续，原材料价格上涨

2 月 22 日，上汽集团签约地平线大举进军芯片产业。2 月 23 日，工信部正式发布 WLTC 工况标准，取代 NEDC。2 月 24 日，吉利汽车找到与沃尔沃最佳合并方案。2 月 26 日，沃尔沃 XC40 纯电版将进行首次 OTA 升级。

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）

环保工程及服务行业周报：国务院加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系，环保是最低估的碳中和

建议关注：盈峰环境，ST 宏盛，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，促环保行业发展。《指导意见》从六个方面部署重点工作：1）健全绿色低碳循环发展的生产体系：促进工业固废综合利用，加强工业危废管理。提高畜禽粪污和农作物秸秆资源综合利用。推行第三方治理和环境托管服务。做好废弃产品回收处理实现产品全周期的绿色环保。2）健全绿色低碳循环发展的流通体系：推进垃圾分类回收与再生资源回收两网融合，加快落实生产者责任延伸制度，完善废旧家电回收处理体系，加快构建废旧物资循环利用体系。3）健全绿色低碳循环发展的消费体系：深入开展爱国卫生运动，整治环境脏乱差打造宜居生活环境。4）加快基础设施绿色升级：提升可再生能源利用比例，推动生物质能。推进城镇污水管网全覆盖和厂网一体化，加快建设污泥无害化资源化设施，因地制宜布局污水资源化设施。推进生活垃圾发电，加强危废集中处置能力建设，做好餐厨垃圾资源化利用和无害化处理。5）构建市场导向的绿色技术创新体系：鼓励绿色低碳技术研发，加速科技成果转化。6）完善法律法规政策体系：健全绿色收费价格机制，完善污水收费政策，按照产生者付费原则，建立健全生活垃圾处理收费制度。发展绿色信贷和绿色直接融资，健全排污权、用能权、用水权、碳排放权等交易机制。六大重点全方位覆盖规划环保各细分行业发展，健全绿色收费价格机制，行业商业模式理顺。

环卫新能源渗透率提升，宇通新能源大增表现亮眼。21M1 环卫车销售 8072 辆，同比变动+3.17%，纯电动环卫车 314 辆，同比变动+13.77%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

新能源渗透率 3.89%，同比提升 0.36pct，较 20 年提升 0.58pct。

持续推荐环卫电动化，渗透率 25 年后爆发 10 年 50 倍成长空间。1）环卫新能源非短周期爆发已具备技术性与经济性，政策&经济性推动渗透率有望从 19 年 3.42%提升至 30 年 80%，10 年长周期赛道 5 年 7 倍 10 年 50 倍。a)碳排放有望纳入环保督察，公共领域车辆电动化政策加码；b)环卫车低速运行排放大，减排效果显著;c)续航技术成熟；d)全生命周期已平价油车，随成本下降 25 年经济性优势较公交车接近。预计 19-25 年渗透率从 3.42%提升至 15%，市场空间年化增速 32%，25-30 年渗透率加速升至 80%，年化增速 48%。2）长周期、市场化的需求释放，有利于制造、服务、市场化能力强的头部企业享受成长红利。3）建议关注环卫电动装备龙头：盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫。

十四五政策强化聚焦碳减排，关注付费方式、业务模式、技术驱动积极转变。a)付费模式：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；b)业务 0 模式：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；c)技术驱动：技术权重增加，技术壁垒提升。建议关注优质细分赛道：1）大行业小公司轻资产，物业化、电动化促环卫边界扩张壁垒提升：关注盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫：电动装备利润释放&环服盈利份额双升的装备龙头；玉禾田、北控城市资源：具备差异化管理优势的环服龙头；碧桂园服务：股东背景加持、环服份额提升的物管龙头。2）垃圾焚烧行业刚性需求持续扩张，关注瀚蓝环境：具备强整合能力、成长确定性的稀缺优质资产。3）新政扶持强化再生资源行业壁垒，关注中再资环：废电拆解龙头规模&份额双升。4）聚焦精准治理，环境咨询市场空间广阔：关注南大环境：具备资质、技术、跨区域发展核心竞争力。

最新研究：环卫装备行业月度数据点评：环卫新能源渗透率提升，宇通新能源大增表现亮眼；环卫行业深度：十年五十倍，如何掘金环卫新能源；ST 宏盛点评：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

化工行业 2021 年 2 月第四周周报：万华 MDI 技改完成，油价继续走高

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3509.08，本周累计下跌 5.06%，深证成指本周下跌 8.31%，化工板块（申万）下跌 6.32%。

本周化工个股表现：本周顺周期化工板块随大市回调。国际油价继续大幅上涨，部分顺周期低估值小市值股票仍取得较大涨幅。本周化工板块涨幅居前的个股有金瑞矿业、优彩资源、华昌化工、广州浪奇、联瑞新材、ST 南风、ST 宜化、御家汇、中盐化工、兴化股份。

本周原油市场动态：本周疫情缓解令油市供不应求的预期加强，原油价格持续走高。本周 ICE 布油报收 66.88 美元/桶（涨幅+4.61%）；WTI 原油报收 63.53 美元/桶（涨幅+4.97%）。

重点化工品跟踪：本周我们监测的化学品涨多跌少，多数化工产品价格持续收获较大涨幅。本周涨幅前五的产品丙烯酸丁酯（+41.48%），丙烯酸（+29.76%），正丁醇（+24.18%），邻二甲苯（+18.18%），液氯（+17.95%）。春节期间，国际原油大涨，利好大宗原料商品市场。由于本周主流企业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

装置检修，行业整体开工下滑，丙烯酸丁酯、丙烯酸价格持续大幅上涨。本周正丁醇库存持续低位，价格延续上周涨势，涨幅达 24.18%。随着供给端碱厂继续降幅生产且节后下游需求逐步修复，液氯价格持续走高，收获较大涨幅。本周在原油持续上涨带动下，国内芳烃产业链产品出现持续大幅上涨，其中邻二甲苯涨幅居前。

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）

建筑材料：继续配置周期建材，首推水泥

投资要点

周期普涨+旺季临近，周期建材迎来布局良机，首推水泥。建筑业上游周期建材品种水泥、减水剂、涂料等自三季度来预期悲观、跑输大盘，但随着旺季临近，部分地区开始启动涨价；加之目前上述股票估值、股价均处低位，叠加流动性充裕推动大宗商品整体涨价，预计未来一段时间将迎来布局良机。相对看好 1）增量大、具备成长性的个股，如华新水泥、上峰水泥、天山股份、苏博特；2）优质消费建材如东方雨虹、三棵树、兔宝宝等等。

继续推荐玻纤。海外需求依然在强势恢复，近期玻纤市场价格继续上涨，持续看好制造业上游玻纤行业。重申大逻辑：随着制造业库存周期重启、机器替代人工、更新换代等需求共振释放，预计本轮制造业复苏将持续较长时间；与此同时，海外经济中期复苏趋势明显，对直接出口和间接出口均有拉动，看好相关上游原材料，首推玻纤。标的中国巨石、长海股份。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块下跌 4.7%，领先上证综指 0.4 个百分点。子版块中涨幅靠前的为水泥制造、耐火材料、玻璃制造。个股领涨的为华立股份、*ST 雅博、金刚玻璃、雄塑科技、友邦吊顶等。

水泥行业：节后陆续复工沿江熟料超预期回涨。本周五，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 145.86 点，环比下跌 2.77%，同比下跌 7.48%。春节长假之后，市场仍待启动。北方仍处于错峰生产阶段，工地复工缓慢。南方部分地区有春节停窑检修安排，复工速度略快于往年。预计元宵节后南方市场将进一步加快恢复。

玻璃行业：产销情况转好，渠道增加补库。2021 年 2 月 22 日中国玻璃综合指数 1406.60 点，环比上涨 1.44 点。浮法玻璃在产产能 98322 万重箱，环比上周变动-0.36%，同比增长 5.98%。本周浮法玻璃行业库存及库存天

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数有所回升。

玻纤行业：池窑企业报价涨后暂稳，电子纱新单签单陆续落实。本周无碱池窑粗纱各产品价格整体呈涨后暂稳走势，2 月初多数厂价格上调，虽涨幅不一，但新价陆续落实。电子纱市场各厂价格处新单签单落实阶段，月初电子纱价格涨幅超预期，市场报价主流维持在 13000 元/吨左右，但供应仍旧紧俏。

风险提示：1）下游需求不及预期；2）地产调控继续趋严；3）外部环境不确定性加剧。

（证券分析师：杨件）

商业贸易行业跟踪周报：贝泰妮创业板注册获批，化妆品板块将添皮肤学级护肤龙头

行业观点：

贝泰妮创业板 IPO 注册 2 月 25 日获批，化妆品板块将添皮肤学级护肤龙头。2 月 25 日，薇诺娜母公司贝泰妮创业板 IPO 注册获批。根据公司 2 月 23 日更新的招股说明书，2020 年贝泰妮实现营收 26.92 亿元，同比+38.49%，实现归母净利润 5.44 亿元，同比+31.94%；同时发布 2021Q1 业绩预告，公司预计 2021Q1 实现营收 3.8-4.18 亿元，同比+19.3%-31.23%，实现归母净利润 0.64-0.72 亿元，同比+18.75%-33.6%，实现扣非归母净利润 0.63-0.71 亿元，同比+31.99%-48.75%。根据 Euromonitor，2019 年贝泰妮在我国皮肤学级护肤行业以 20.5%的市占率位列第一，其上市后 A 股将增添皮肤学级护肤龙头。

我国皮肤学级护肤品处于渗透率提升阶段，空间广阔，本土化趋势明显。2019 年中国皮肤学级产品人均销售额仅为 1.4 美元/人，较欧美、日本有四到十几倍的差距，渗透率提升空间大，行业天花板较远。从竞争格局看，本土品牌具有更好的发展机会，主要系本土消费者的皮肤问题和消费倾向与国外有所差异、本土品牌拥有较为独特的资源禀赋以及通过医研合作，本土品牌更容易积累良好口碑。

“差异化定位+强渠道+产学研一体化+多元营销”，助力贝泰妮持续增长。①于产品端，薇诺娜立足植物系皮肤学级护肤，与欧洲温泉系品牌形成差异化竞争；②于渠道端，线上营收增速居国内化妆品公司前列，线下布局商业公司、直供客户专业渠道，重视私域建设；③于研发端，研发费用率较为领先，坚持“产学研”合作及临床试验验证；④于营销端，注重专业化背书、新媒体营销及品牌建设等。

近期报告：

《名创优品点评：FY2021Q2 收入环比+10.9%，海外扩张重启》：2020 年 12 月 31 日止三个月公司实现收入 22.98 亿元，同比-18%/环比+11%；单店平均收入环比+7%。本季度新增门店 184 家，开店继续提速。

《功能性护肤品深度系列 1：“药妆”是“药”还是“妆”？——功能性护肤品国牌正崛起》：功能性护肤品是增速高、增长确定性强的化妆品细分赛道，且国货品牌具有市占率持续提升的趋势。功能性护肤品可分为皮肤学级护肤品（药妆）及“重成分”护肤品，二者都已初具规模。由于皮肤问题及需求不同，本土品牌具有一定资源禀赋方便医研共创，因此功能性护肤品是本土品牌崛起的一个重要路径。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议：

贝泰妮创业板注册获批，建议持续关注。自 2010 年成立以来，贝泰妮便以主品牌“薇诺娜”为核心，针对敏感肌护肤，持续加强产品研发背书以及线上线下渠道拓展，2018-2020 年连续三年位居“双 11”天猫美妆前十，是皮肤学级护肤品的代表性国货龙头，建议持续关注。

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）

电子：MCU 供不应求，本土产业链有望充分受益

投资要点

近期 MCU 市场需求强劲，叠加晶圆制造产能供不应求，MCU 产品缺货、涨价市况频现。根据国际电子商情的报道，中国台湾地区 MCU 厂商义隆自 2021 年 1 月 1 日起正式调涨产品价格，并且根据公司产品规划，年后 MCU 产品全面暂停接单；MCU 厂商松翰自 2020 年第四季度陆续对客户调涨报价，并且当前正对部分客户展开第二波调价；MCU 厂商盛群决定自 4 月 1 日起所有 IC（含 MCU）出货涨价 15%，且部分产品 2021 年度接单已排满。

MCU（微控制器）是一种针对特定应用的控制处理而设计的微处理器芯片，在汽车、工控、计算机、消费电子等领域广泛应用。按总线或数据暂存器的宽度分类，MCU 可分为 4 位、8 位、16 位、32 位和 64 位微处理器，不同位数的 MCU 适用于不同领域，位数越高代表数据处理能力越强，应用场景越复杂。目前，32 位 MCU 市场高速增长，已成为 MCU 的主流产品规格，正逐渐替代过去由 8/16 位 MCU 主导的应用领域。

得益于汽车电子、物联网和消费电子等应用需求的持续提升，MCU 市场稳步增长。根据 ICInsight 的数据，2021 年全球 MCU 市场规模有望达 223 亿美元，同比增长 7.21%。此外，根据电子工程专辑的数据，在 2020 年全球 MCU 市场中，32 位 MCU 的市场占比为 62%，16 位为 23%，4/8 位为 15%。预计到 2024 年，32 位 MCU 的市场占比有望达 71%。

2019 年，全球 MCU 市场主要被微芯、意法半导体、瑞萨、德州仪器、恩智浦等厂商占据，前五大厂商合计市场份额达 72.8%。中国 MCU 市场主要被意法半导体、恩智浦、微芯、瑞萨、英飞凌等厂商占比，前五大厂商合计市场份额达 74.42%。

投资建议：在当前 MCU 市场缺货行情持续的情况下，本土 MCU 产业链有望加速产品的市场拓展，提升产品的价值量或出货量，从而充分受益于 MCU 市场高涨的应用需求，建议关注：中颖电子、兆易创新、华润微、芯海科技、士兰微、乐鑫科技、东软载波、上海贝岭等标的。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：电动车和光伏产业链全面涨价，估值进入底部区间

投资要点

电气设备 8425 下跌 10.11%，表现弱于大盘。核电涨 0.28%，风电跌 3.6%，发电及电网跌 0.71%，锂电池跌 5.87%，新能源汽车跌 6.79%，发电设备跌 11.01%，光伏跌 9.74%，工控自动化跌 14.5%。涨幅前五为台海核电、*ST 天成、大金重工、新宏泰、海得控制；跌幅前五为赣锋锂业、比亚迪、阳光电源、信捷电气、汇川技术。

行业层面：电动车：上海发布加快新能源汽车产业发展新计划，目标 25 年电动车产量 120 万辆，并对优秀新能源车人才给与落户奖励；1 月我国动力电池装车量 8.7GWh，同比+273.9%；蜂巢能源 A 轮融资 35 亿元；理想汽车 Q4 营收 41.5 亿元，计划 2023 年推出纯电动车，今年门店计划扩张至 200 家；LG 已开始建造特斯拉 4680 电池试点产线，运营时间或先于松下；三星 SDI 投入 55 亿扩产匈牙利电池工厂，扩建完成后产能将达 20gwh；美新势力 Lucid 计划在 2024 或 2025 年推 Model3 竞品；由于锂电原材料价格上涨，圆柱、储能报价上涨，二线动力电池企业铁锂涨价 5-10%，三元涨价 5%，一线动力电池跟车企开始谈涨价；本周六氟报价突破 18 万，周环比+12%；电池级碳酸锂突破 8.2 万，周环比+9%，钴突破 40 万/吨，周环比+13%；前驱体（622 型）报价 12.7 万，周环比+6%，正极（622 型）报价 18.05 万，周环比+5%；新能源：大力推动风电、光伏发电发展，国务院发布加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见；SEIA 牵头 17 位 CEO 发起公开信，要求拜登终止太阳能双边关税；通威、天合退出丽江隆基，隆基全资控股；硅料价格高位上探，电池组件成本上涨开工率承压；研发光伏+储能，宁德与永福股份成立合资公司。硅料节后跳涨超 10%，硅业协会单晶致密料 103.4 元/kg，环比上涨 11.78%，隆基公布最新报价 158/166/182mm 硅片分别为 3.55/3.65/4.44 元/片；通威公布最新报价 158/166/210mm 单晶 PERC 电池分别为 0.96/1.00/1.04 元/W；组件最新报价上涨 5 分左右，至 1.7 元/瓦+。工控：统计局：2 月制造业 PMI 为 50.6，高于临界点，假日因素对 2 月企业生产经营影响较大，制造业市场活跃度有所下降，景气水平较上月回落。

公司层面：宁德时代：1）控股子公司时代上汽拟投资不超过 105 亿元建设动力电池生产线扩建项目。2）与先导智能签署战略合作协议之补充协议，提供技术资源支持以增强先导智能盈利能力。汇川技术：2020 年营收 115.09 亿元，同增 55.73%；归母净利润 20.85 亿元，同增 118.98%。华友钴业：股东泽友公司持有股份从 0.65 亿股减少至 0.56 亿股，持股比例从 5.67%减少至 4.63%。亿纬锂能：1）子公司荆门创能拟分阶段将动力储能电池业务相关资产转让给子公司亿纬动力；亿纬动力拟分阶段将其三元圆柱电池业务相关资产转让给荆门创能。2）收到捷豹路虎关于 20AhMHEVBattery 电池系统项目的供应商定点信。恩捷股份：1）上海恩捷交易对手由 PolyporeHongKong 变更为 PPOEnergyStorageMaterialsHK,Ltd，二者将共同投资江西明扬，持股比例分别为 51%与 49%。2）2020 年营收 42.83 亿元，同增 35.56%；归母净利润 11.10 亿元，同增 30.65%。科达利：拟以不超过 5.2 亿元自有资金投

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资建设锂电池精密结构件产业总部及研发基地项目。宏发股份：股东联发集团通过集中竞价减持 708.6 万股，占总股本 0.95%。中信博：2020 年营收 31.38 亿元，同增 37.5%；归母净利润 2.8 亿元，同增 72.52%。固德威：1）首次公开发行限售股 90.66 万股，将于 3 月 4 日上市流通；2）2020 年营收 15.89 亿元，同增 68.07%；归母净利润 2.53 亿元，同增 145.91%。赣锋锂业：2020 年营收 55.24 亿元，同增 3.40%；归母净利润 9.85 亿元，同增 175.15%。天合光能：2020 年营收 295 亿元，同增 26.51%；归母净利润 12.3 亿元，同增 92.25%。星源材质：2020 年营收 9.72 亿元，同增 62.14%；归母净利润 1.19 亿元，同减 12.74%。海优新材：2020 年营收 14.83 亿元，同增 39.5%；归母净利润 2.2 亿元，同增 230.37%。寒锐钴业：2020 年 10 月 16 日至 2021 年 2 月 22 日期间，江苏拓邦累计减持 301.31 万股，减持比例为 1.1%。

投资策略：电动车 1 月国内销 17.9 万辆，同比大增 238%，预期上限，一季度上修至 45-50 万辆，21 年 230 万+，同增 75%+，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 18 万+、钴 40 万+，正极上涨，电池涨价或酝酿涨价，供应链明显紧张；欧洲尽管 1 月销量环比下降 55-60%，同增 50%，主要 12 月冲量影响，预计 3 月将明显好转，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，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 60GW+，20 年全球 140GW+，同增 20%，Q1 淡季龙头需求好，春节后硅料超预期涨价超 10%，硅片、电池片、组件均相应调涨，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）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟超预期）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、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）、新宙邦(电解液龙头、氟化工超预期)、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、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）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、盈利能力强）、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：海优新材、雷赛智能、比亚迪、赣锋锂业、天齐锂业、嘉元科技、诺德股份、三花智控、良信电器、欣旺达、多氟多、天奈科技、爱旭股份、福莱特、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶）

钢铁：碳中和可能带来的钢铁股中期机会

投资建议：关注碳中和背景下钢铁中期投资机会。1）行业估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，以及碳中和带来行业供给收缩，钢铁行业中期机会呈现出一定迹象。建议三条主线选股：1）基本面最好的制造业上游板材，首推宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等；2）高弹性低估值的冶炼股方大特钢、华菱钢铁、三钢闽光等对流动性敏感的上游资源品包钢股份（稀土）、鄂尔多斯（硅铁）。

行业观点：供需偏中性。节后社会库存增幅略低于预期，但由于节前基数太高，目前库存绝对量仍高于 2018、2019 年。跟踪的高频成交量数据，显示终端需求目前尚未启动，符合往年季节性表现。钢厂开工环比下滑，减产仍在持续，上述支持即将来临的需求旺季供需改善和价格上涨。

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（27.9%）、方大炭素（10.1%）、华菱钢铁（7.6%）。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 2121 万吨，环比增 17.6%；其中长材库存 1540 万吨，环比增 20.4%；板材库存 581 万吨，环比增 10.8%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 84.3%，环比降 0.4pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 58.7%，环比增 3.0pct。本周全国 237 家钢贸商出货量 17.3 万吨，环比持平；本周上海终端线螺走货量 0.2 万吨，环比降 2.5%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 509、559、739、522 元/吨，环比分别 20.1%、24.3%、13.5%、34.4%。

特钢：本周模具钢市场价格继续上涨，成交有所好转。轴承钢主流品种价格大幅拉涨。工业线材主要产品价格大幅拉涨。

不锈钢：不锈钢价格上涨。节后不锈钢期货与伦镍盘面均呈现上涨趋势，给不锈钢市场现货带来较强的氛围支撑，原料端维持偏强的走势，成本的上涨给现货价格带来支撑。

钢管：本周国内焊管市场价格整体上调，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 3240 万吨，环比持平；北方 6 港到港量 1003.4 万吨，环比增 14.8%。本周铁矿石港口库存 12645 万吨，环比降 0.5%。

铁合金：硅锰受内蒙限电政策制约，短期产量释放有限，缓和了市场供应；本周硅铁市场混乱运行，市场各方面消息刺激，厂家报价逐渐上升，市场主流报价基本集中到 6800-7000 元/吨。

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）

有色金属行业跟踪周报：继续看好稀土、工业金属、新能源金属

投资要点

投资建议：坚定看好顺周期有色金属板块。疫苗进展顺利拉升全球经济复苏预期，流动性充裕和新能源基本面强劲助推有色金属板块景气度高增。1）持续看好强周期的工业金属铜、铝。建议关注：紫金矿业、云南铜业、江西铜业、云铝股份、天山铝业、南山铝业和索通发展。2）回调不改看好新能源上游材料锂、钴、铜箔、稀土，建议关注盛和资源、天齐锂业、华友钴业、诺德股份、超华科技。

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 7.65%，有色金属（申万）指数下跌 6.43%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-1.49%、-2.76%、-2.27%、-6.04%、-8.24%和-5.70%。个股涨幅前五的公司为园城黄金、吉翔股份、鑫铂股份、联瑞新材和西部材料。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价连续上涨，短期市场波动加剧；本周铝价继续拉涨，市场畏高情绪浓厚；本周铅价高位震荡，下游接货偏谨慎；本周锌价短期大幅上涨，基本面将回暖转好，预计锌价锌价将偏强运行；本周沪锡的继续大幅拉涨，加重了锡消费商的观望情绪，成交冷清，下半周锡价回落。

贵金属：本周黄金价格震荡运行。本周初，由于美国上周初请失业金数据意外增加，美元指数延续隔夜的下跌势头，黄金得以喘息。但长期来看黄金仍然具备上升空间。

稀土：本周稀土价格大幅全面上涨。镨钕市场整体现货难寻，分离企业现货库存紧缺，出货报价谨慎，惜售观望明显，金属厂寻货积极，金属镨钕出货成交较好，磁材企业采购增加，金属企业对氧化物需求较强，支撑镨钕市场整体走势上行。

小金属新材料：本周镁锭市场盘整向好；锰矿市场表现一般，下游采购还未集中展开；电解锰市场市场交投氛围较为安静，缺乏活跃度，多处于观望状态；钒市涨势较猛。

锂钴：本周碳酸锂价格持稳；本周氢氧化锂价格持稳；本周电解钴现货价格上涨；四氧化三钴报价大幅上调，供不应求，询单增加。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

通信行业跟踪周报：本周专题：当前时点如何看新基建、运营商和 5G 应用？

投资要点

本周策略观点：1、政策持续推进，新基建赛道景气度长期持续：2 月 23 日，国资委再次强调加大新型基础设施建设，5G 网络和数据中心是新基建的重要构成部分，将持续带动主设备、IDC 和光模块等赛道景气度提

请务必阅读正文之后的免责声明部分

升；2、低估值叠加业务创新，当前运营商具备长期布局潜力：估值角度来看，国内运营商平均 PB 估值仅为 0.69 倍，估值仍有修复空间，同时产业互联网等 B 端新兴业务将给运营商业绩带来新的增量，运营商有望开启新一轮的成长周期；3、5G 应用潜力巨大，有望酝酿多个万亿赛道：5G 的 eMBB、uRLLC 和 mMTC 三大能力均能够酝酿大量细分应用场景，其中 B 端市场有望超越 C 端市场成为更广阔的赛道。细分市场来看，智慧城市、智能驾驶和超高清视频等应用场景均有极大的发展空间，建议前瞻布局重点赛道优质标的。

行业动态及点评：国资委下发通知，加快推进国有企业数字化转型，联通数科或借势强势起航；MWCS21 前瞻：5G 应用加速落地，更多应用场景值得期待；中共中央、国务院：推进智能网联汽车、智能化通用航空器应用；美国三大电信巨头斥资 780 亿美元买下新一批 5G 频谱。

行业前瞻：上海国际工业互联网及工业通讯展览会（2021.3.3-3.6），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、天孚通信、数据港、中际旭创、淳中科技、中科创达。

建议关注组合：港股运营商：中国移动、中国电信、中国联通；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；5G 主设备：烽火通信；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）指数下跌 1.60%；沪深 300 指数下跌 7.65%，行业跑赢大盘 5.60pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 3.56%，年初至今上涨 25.38%。

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）

机械设备行业跟踪周报：建议重点关注制造业复苏受益标的，宁德时代百亿扩产利好锂电设备供应商

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】

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【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，机床作为工业母机需求旺盛。根据机床工具行业经济运行报告，2020 年全年机床行业实现营收 7082.2 亿元，同比-0.5%，利润 475.6 亿元，同比+20.6%，1-2 月受疫情影响行业需求同比大幅下降，其后逐月回暖，12 月当月营业收入同比+7.7%，回升势头明显。全年新增订单增幅明显，2020 年 1-12 月金属切削机床新增订单同比+15.3%，在手订单同比+9.5%；金属成形机床新增订单同比+22.1%，在手订单同比+29.2%。从前瞻性指标来看，2020Q4 国内数控系统的销量同比增长近 100%，数控系统的销售一般领先数控机床 3-4 个月左右，也预示着 2021 年机床需求旺盛。

中长期来看，中国机床行业进入十年更新大周期，优质民营企业有望脱颖而出。过去十年国内机床行业需求从 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。制造业复苏背景下，机床刀具行业面临供不应求局面，节后各大品牌纷纷涨价，产业链需求旺盛。机床刀具作为机床核心零部件中的耗材，周期性弱，国内市场空间约 400 亿；其中外资垄断中高端领域，国内企业正逐渐向上渗透。华锐精密、欧科亿等优秀国产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】。

【工程机械】预计 2 月挖机销量同比+137%，建议积极配置低波动周期中的强 α

据 CME 观测，2 月挖掘机（含出口）销量 22000 台左右，同比+137%，其中国内市场销量 18000 台，同比+160%；出口 4000 台，同比+69%。一方面，2020 年 2 月国内爆发新冠疫情导致市场销量基数较低；另一方面，寿命替换叠加法规切换带来更新需求，地产基建投资增长、机器替人带动设备保有量提升，替代装载机等产品结构优化趋势下，上游零部件厂商排产持续旺盛，行业景气度将延续。重点推荐【三一重工】数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力体现带来估值溢价。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

【锂电设备】宁德时代再推百亿扩产计划，近期回调的锂电设备龙头值

请务必阅读正文之后的免责声明部分

得关注

各大电池厂相继扩产印证全球电动化趋势势不可挡。2 月 25 日，宁德时代宣布拟投资 105 亿元扩建子公司时代上汽动力电池产能，本次投资规划产能或达 35GWh，本次项目建成后，时代上汽总体产能或超 70GWh；LG 能源解决方案近期也宣布开始为特斯拉 4680 电池建造试点生产线。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】。

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）

教育行业周报（2021 年第 8 期）：老鹰教育顺利过会，看好美术艺考培训龙头

本周观点

本周老鹰教育创业板过会：2 月 23 日创业板发布公告，杭州老鹰教育科技股份有限公司通过审议，将于创业板上市，成为 A 股首家以美术培训类公司。老鹰教育本次 IPO 拟募集资金 4.75 亿元，其中 3 亿元拟用于新建场口“老鹰”培训基地项目；106 亿元拟用于体验中心建设和品牌推广项目；6895.2 万元拟用于信息化建设项目。

美术艺考培训行业增长潜力大：近年来市场对 UI 设计和视觉设计方面人才的需求大幅增加，2019 年约有 56 万人参加了美术类高考，预计未来美术专业的考试人数将进一步增加，而前 9 大美院的录取率平均不超过 3%，竞争激烈，美术类艺考培训业务市场前景可观。

老鹰教育面向美术艺考生和美术兴趣人群，收入利润保持高增长：老鹰教育成立于 2011 年，是一家营利性民办美术培训机构，主要以面授方式为美术艺考生和其他对美术感兴趣的人群提供美术培训服务，开设有素描、色彩、速写以及设计等课程，分设暑期班、寒假班、周末班，以及基础性和提高性两个阶段课程。公司目前七个校区分布于富阳、银湖、象山、深圳、温州、义乌、成都，教职工近 600 人，2019 学年共培训美术艺考学员 4,700 余人，培训美术兴趣学员 2,500 余人。2019 年收入和利润分别达到 2.97 亿元和 8023 万元，同比增速 23%和 33%。

长期班贡献主要收入，费率整体可控。公司主营业务收入中美术班长期班贡献稳定于 80%以上，面向兴趣培训人群的短期班和文化课班收入贡献率不断上涨。依托优秀的行业口碑，公司销售费用率整体处于较低水平，2020 年仅 5.2%。

近期研究汇总

《中教控股深度报告》2020.2.24：并购&整合能力出挑，管理&规模优势愈强，民办高校龙头快速发展：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周我们发布了中教控股深度报告，公司是民办高校龙头，规模优势领先，我们看好公司：1）外延并购：大项目落地能力强，投后整合赋能效果突出。2）内生增长：重点布局的经济发达地区具备长期提价基础，专升本+新校区促进招生扩容。3）订产教融合+国际化布局，就业进修双路线齐备；4）独立学院转设取得阶段性进展，业绩有望进一步厚增。未来3-5年是整个高校行业的整合的红利期，龙头公司享有30%左右的复合增速可期。我们预计公司21-23财年将实现净利润11.5亿/16.9亿/21.1亿元，剔除分手费后预计21年PE为21倍，维持“买入”评级。

建议关注:中公教育、中教控股、希望教育、天立教育、华夏视听教育等

风险提示：疫情反复，民促法尚未落地，收并购整合风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

2021/01金融信贷收支表点评：结构性存款因何反弹？能持续吗？

事件：2月24日，央行公布2021年1月金融机构信贷收支表，数据显示商业银行结构性存款反弹，1月末结构性存款余额重新回升至7.02万亿，较上月增加5756.60亿元，而此前已连续八个月规模压降。

投资要点

1月结构性存款反弹主要因为“开门红”因素，预计反弹并不可持续。

2020年6月，监管层以窗口指导形式严格管控结构性存款，要求年底将规模压降至年初的2/3，核心原因是当时结构性存款持续高增长（4月末峰值达到12.14万亿），其中部分企业获取低成本贷款后，投资结构性存款实现套利，扭曲了货币政策的传导。因此看到，5月后结构性存款规模逐月回落，2020年末已经降至6.44万亿，相当于2019年末的67.1%，基本实现监管指导目标，同时占银行合计存款比例也明显降至3.3%（图1）。

今年1月结构性存款再度反弹，但我们认为这是正常的季节效应，主要是银行在年初“开门红”阶段大力揽储，那么保本且兼具一定收益弹性的结构性存款自然是利器。实际上，每年1月都是结构性存款增量最显著的月份（图2），而今年1月新增规模5756.60亿元，金额明显小于过去三年的1月，同时占银行合计增量存款的19%，相比往年约30%~45%的存款增量贡献比例明显降低（图3）。总体上，我们判断监管目前不会进一步要求压降结构性存款，预计总规模保持平稳。

从结构来看，大型银行结构性存款增幅高于中小银行，预计受监管影响。

1月中小银行的结构性存款增加1726.48亿元，而大型银行增加4030.12亿元，这是有统计以来大型银行的结构性存款增量首次在1月超过中小银行（图4）。我们判断源于两个因素：①2019年结构性存款新规出台后，明确要求只有具备普通衍生品交易资质才能发行结构性存款，而很多中小银行并不具备这一条件；②今年以来监管层先是取缔了互联网存款，又明确禁止地方法人银行以任何方式异地揽储（表1），原先很多地方中小银行是通过蚂蚁、腾讯等第三方互联网渠道销售结构性存款等高息产品的，而今年只能回归地方本源，吸储能力大幅降低。

此外，1月个人结构性存款仅增长552.35亿元，而企业结构性存款则增长5204.35亿元（图5）。我们判断是因为1月权益市场火爆，居民更愿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

意将资金从储蓄迁移至权益产品，这一点从 1 月金融数据中 M1 增速“上穿”M2 增速也能佐证。在企业端，1 月人民币贷款新增 3.58 万亿创历史新高，企业资金充裕，可能将部分闲置资金用于购买结构性存款获取收益。

我们反复强调当前金融环境有利于大型银行，负债成本压力明显缓和。

我们认为这一轮金融监管明确利好大型国有银行及头部零售银行。存款成本上行是近年来商业银行面临的主要难题（图 6），不过截止目前监管层近乎已经对所有高成本的负债产品进行了规范化，包括银行理财、结构性存款、“靠档计息”定存、大额存单、互联网智能存款，同时明确禁止了地方中小银行异地揽储。在这种环境下，居民难以在线上购买到保本+高收益的存款，部分财富将回流客群覆盖度更广的传统头部银行。

尽管传统银行的定期存款比例仍可能上升，但每一类产品面临的定价竞争压力明显缓和。以结构性存款为例，去年 12 月的结构性存款保底、预期及最终兑付收益率分别同比下行了 118、50、54BP（图 7），尽管银行表内的定期存款利率仍可能提升，但预计综合存款成本已经开始改善。

如果今年市场利率进一步上行，国有大行则将更加受益，因为其资产负债结构最有利于利率上行环境（图 8）。国有大行在资产端的债券及同业资产比例高于中小银行，这部分资产将高弹性受益于市场利率上行，而负债端国有大行的同业负债+债券比例极低，主要依赖存款，因此负债成本上行弹性比较弱。相反，中小银行则有可能因为同业负债成本的快速上行，造成利差进一步承压。此外，如果贷款利率在二季度以后也逐步上行，则将对国有大行基本面“锦上添花”，驱动国有大行估值高弹性修复。

投资建议：明确看好国有大行上涨行情，首推建设银行（A/H 股）。①当前银行股中，基本面趋势与估值预期差最大的是国有大行，建议坚定布局全年货币政策常态化、贷款利率企稳上行逻辑下，国有大行的上涨行情，重点推荐建设银行，尤其目前估值低至 0.53x2021PB、较 A 股折价 28%的港股。②依然看好头部零售银行上涨行情持续，长期重点推荐招商银行、宁波银行。

风险提示：1）商业银行资产质量信用风险超预期；2）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄；3）房地产贷款监管造成新增贷款投放压力。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

机床行业专题：十年周期拐点已至，民企崛起进行时

驱动因素：

1、中国制造业全球份额提升，中国制造业资本支出进入进入复苏通道，机床需求将持续旺盛

2、中国机床行业进入十年更新大周期

3、国产优秀机床企业进口替代加速

关键假设：

1、过去十年国内机床行业需求从 400 亿美元下降至 220 亿美元，按照 8-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年更新周期，十年周期拐点已至，2021-2024 年将更新需求将驱动行业快速增长。

更新需求+国产机床数控化率提升，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。

2、格局剧变、国企退场，民营企业崛起在即。目前创世纪、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。

投资建议：

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】。

风险提示：下游制造业回暖不及预期；机床行业更新换代需求不及预期；核心零部件及中高端机床国产化不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：朱贝贝）

功能性护肤品系列深度报告之一：“药妆”是“药”还是“妆”？——功能性护肤国牌正崛起

投资要点

功能性护肤品可分为皮肤学级护肤品和“重成分”护肤品。其中，皮肤学级护肤品即所谓的“药妆”，可细分为植物系、温泉系和科学系；“重成分”护肤品主要包括“成分党”护肤品和“纯净护肤品”。

监管趋严下专业功能性护肤品更迎发展良机。从新的监管政策看，总体趋势是更加严格且科学，一方面科学调整部分功效划分、设定严格功效宣称条件，另一方面制定负责及惩罚办法，有望推动行业迎来洗牌，专业功能性护肤品品牌迎来更好地发展契机。

中国皮肤学级产品规模超百亿，增速远高于护肤品整体，处于渗透率提升阶段，“成分党”品牌也初具规模。根据 Euromonitor 统计，2019 年中国皮肤学级产品规模为 135.5 亿元，同增 32.3%，增速较快且 2012 年以来总体呈提升趋势。2016-2019 年中国皮肤学级护肤品/护肤品整体的增速 CAGR 分别为 25.7%/12.9%，皮肤学级护肤品增速远超护肤品整体。2019 年中国皮肤学级产品人均销售额仅为 1.4 美元/人，较欧美、日本有四到十几倍的差距，渗透率提升空间大，行业天花板尚远。另外，我国部分“成分党”代表品牌也初具规模。根据 Euromonitor 数据，2019 年国内“原料桶”品牌 HFP 的零售额为 22.82 亿元。另根据公告数据，具备透明质酸产业链优势的华熙生物和鲁商发展的化妆品板块 2019 年营收规模分别为 6.34/3.13 亿元，已初具规模。

由于本土皮肤问题及需求不同、本土品牌具有一定资源禀赋且方便医研共创，功能性护肤品是本土品牌崛起的一个重要路径。2011 年，我国功能性护肤品牌主要为较早进入国内药店渠道的法系品牌和个别德国、日

请务必阅读正文之后的免责声明部分

本品牌，国外品牌占据绝对领先地位。2019 年，功能性护肤品牌已丰富为皮肤学级护肤品牌和“成分党”品牌两大类别，且在针对的皮肤问题和应用的核心成分上具有很大丰富性。从排名看，国货品牌进步较为明显，薇诺娜、比度克、玉泽份额均有所提升，2019 年薇诺娜以 20.5%的市占率一跃成为我国第一大皮肤学级护肤品牌。未来我们看好国货功能性护肤品牌市占率持续提升，主要系更熟悉本土的皮肤问题及消费倾向、可通过医研共创积累较好口碑以及本土品牌拥有独特的资源禀赋。

投资建议：功能性护肤品是增速高、增长确定性强的化妆品细分赛道，且国货品牌具有市占率持续提升的趋势。建议关注即将上市的皮肤学级护肤龙头贝泰妮、以“HA+”策略打造多品牌矩阵的华熙生物、成功孵化皮肤学级护肤品牌玉泽的上海家化和孵化出颐莲、瑷尔博士等功能性护肤品牌的鲁商发展和生产销售生物护肤品品牌创尔美的创尔生物。

风险提示：行业竞争加剧风险，获客成本上升风险，消费需求整体疲软。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　证券分析师：张家璇　研究助理：樊荣）

推荐个股及其他点评

中际旭创（300308）：全年业绩持续提升，下游需求向好叠加产品稳步推进，公司发展进入快车道

投资要点

事件：2 月 26 日，中际旭创发布 2020 年业绩快报，2020 年公司实现营业总收入 70.53 亿元，同比上升 48.25%，实现归母净利润 8.49 亿元，同比上升 65.40%，实现 EPS1.19 元，相比 2019 年提升 63.01%。

400G 持续发力叠加 100G 稳步增长，公司业绩持续提升：电信方面，国内新基建不断推进带动 5G 网络景气周期持续，中际旭创持续加大对电信光模块产品的投入，前传、中传和回传等 5G 产品收入取得稳步增长；数通方面，受益于全球流量的增长，同时国内外数据中心客户加大资本开支投入和加快数据中心网络建设与部署，中际旭创持续发挥技术领先和快速交付的能力，高速率数通光模块产品出货量持续增长，400G 产品当前已成为公司主力出货产品之一，同时公司 100G 产品出货量持续保持增长。作数通光模块的龙头企业，深度受益全球 IDC 部署建设，业绩在经历 19 年去库存之后，虽然 20 年 Q3、Q4 国内基站建设有所放缓，但是在数通市场的带动下，业绩仍然持续保持环比改善，其中 Q4 单季度实现营业收入 18.48 亿元，同比上升 24.42%，实现归母净利润 2.49 亿元，同比上升 60.31%，相比于业绩预告中值提升 3.86pct，实现扣非归母净利润 2.30 亿元，同比上升 128.09%，相比于业绩预告中值提升 2.88pct。

“数通+电信”双向发力，持续推动业绩稳步向上：作为全球领先的数通光模块龙头企业，募资持续加码高端光模块研发，同时收购成都储翰补齐中低端产能短板，提升 5G 前传、中传等产品竞争力，我们认为，在数通市场，中际旭创的 100G/400G 仍将是业内出货主力，充分享受 IDC 需求红利，其次在电信市场，随着“电信+联通”、“移动+广电”的共建共享的推进，将“高效低本”的实现国内 5G 网络覆盖，带动国内前传、中回传需求稳步释放实现，据工信部数据，预计 21 年至少将建成 60 万 5G

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基站，因此随着中际旭创在中低端产能的补齐，在电信光模块的竞争力将进一步提升，业绩贡献也将逐步提升。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年公司营业收入分别为 70.53 亿元、90.74 亿元、109.19 亿元，归母净利润分别为 8.49 亿元、11.42 亿元、14.63 亿元，每股收益分别为 1.19 元、1.60 元、2.05 元，对应的 PE 估值分别为 40/30/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：100G、400G 出货不及预期；5G 建设节奏放缓；数据中心需求不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

汇川技术（300124）业绩快报点评：快报符合预期，Q1 增长提速

投资要点

快报营收+55.7%、利润+119%，符合预期。公司发布 2020 年业绩快报，2020 年收入 115.1 亿，同比+55.7%，归母净利润 20.8 亿，同比+119.0%，测算扣非净利润约 19.1 亿，同比+135.7%；分季度看，Q4 收入 34.1 亿、同比+37.4%、环比小幅增长，归母净利润 5.9 亿，同比+91.6%，考虑 Q4 计提较多减值（年底公告 Q4 计提减值准备 1.42 亿、影响归母净利润 1.23 亿）及费用，Q4 净利率下降，毛利率环比小幅下降（经销商返点所致）；此前预告收入同比+45~65%、利润同比+100~130%，业绩快报符合预期；1 月以来工控订单旺盛、Q1 业绩有望超预期。

工控 20 全年高增，21Q1 淡季不淡、延续高增。行业需求持续旺盛，先进制造行业电子、锂电、光伏、物流等行业资本开支旺盛，传统优势下游纺织、注塑、EU 等需求恢复，21Q1 上游紧张，下游迅速补库存，同时进口替代与集中度提升再加速，20 年汇川工控预计同比+60~70%，21Q1 淡季不淡，高增延续，增长有望再超预期。

乘用车 20 年大超预期、21 年预计收入高增、利润大幅减亏，22 年开始盈利。乘用车方面，理想、小鹏等客户放量，全年（含商用车）装机 14.3 万套，市占率达到 10.6%（去年仅 3%左右）。客户方面 20 年完成奇瑞、海外某一线车企等 TOP 客户订单，后续有望继续突破国内 A 点和海外车企。商用车方面，物流车高增长，客车目前有一定压力。预计 21 年收入高增、利润大幅减亏，22 年开始盈利。

电梯全年稳增，汇川+BST 加速融合，21 年份额有望继续提升。20Q1 电梯产品受疫情影响交付放缓，Q2 恢复、Q3-Q4 增长继续提速，全年汇川+BST 预计保持 10%左右的增速。汇川收购 BST 后融合迅速，有望加速汇川一体机在外资、跨国客户中的拓展。预计未来电梯业务仍将维持 10%左右的稳健增速。

盈利预测与投资建议：预计 2020-22 年归母净利润分别 20.9 亿/29.3 亿/39.1 亿（考虑资产减值及股权激励费用摊销），同比+119%/+41%/+33%，对应现价 PE 分别 70 倍、50 倍、38 倍。考虑到公司在工控行业的强经营α、以及电机电控内资龙头地位确立，给予目标价 119 元，对应 21 年 70 倍 PE，“买入”评级。

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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

星源材质（300568）：2020 年业绩快报点评：产销两旺，费用影响 Q4 盈利

投资要点

2020 全年净利润 1.19 亿，低于预期：根据公司业绩快报，2020 公司营收 9.72 亿元，同比增长 62.14%，归母净利润 1.19 亿元，同比下降 12.74%；扣非净利润 0.94 亿元，同比增长 106.97%，其中非经常性损益 0.24 亿，主要为政府补贴。20 年净利率为 12.22%，同比下降 10.5pct。

20Q4 归母净利润 0.16 亿，诉讼及股权激励费用影响利润：20Q4 单季度收入 3.62 亿元，同比增长 328.55%，环比增长 33.98%；归母净利润 0.16 亿，同比转正，环比下降 48.0%；扣非归母净利润 0.15 亿，同比转正，环比下降 38.5%；20Q4 净利率 4.49%，同比转正，环比下降 6.13pct。Q4 股权激励费用及诉讼费用等影响约 4000 万+利润，若加回，则 Q4 公司扣非利润可超过 5500 万，环比翻倍以上增长，实现经营拐点。

20 年隔膜销量大幅提升，Q4 满产满销，实际单平利润大幅提升：我们预计 20 年公司隔膜实现近 7 亿平出货，同比近翻番，其中 Q4 出货预计超过 2.5 亿平，同比增长 220%，环比增长 35%以上。产品拆分来看，我们预计公司出货量中湿法隔膜占比 60%以上，干法接近 40%。从盈利水平看，20 年下半年隔膜价格稳定，特别是进入 Q4 需求旺盛，部分小单价格微涨，同时 Q4 公司实现满产满销，单月出货量均在 8000-9000 万平以上，产能利用率提升及产线效率提升，Q4 公司单平利润提升明显，我们测算若不考虑股权激励及诉讼等一次性费用影响，Q4 扣非利润超过 5000 万，单平利润超过 0.2 元/平，环比实现翻番，预计 21 年随着产品结构优化，单平利润有望进一步提升。

加大扩产力度，21 年销量维持高增，且客户结构将进一步优化：公司常州湿法基地、江苏干法和涂覆基地产能基本建设完毕。目前公司湿法基膜产能合计 9 亿平，其中深圳基地 3000 万平，合肥基地 8000 万平，常州基地 8 亿（母卷）。干法隔膜方面，深圳基地近 2 亿平产能稳定生产，主要供货 LG 化学，江苏基地 4 亿平产能基本全部投产，合计公司产能 15 亿平。涂覆方面，公司江苏基地将分 2 期建设，一期 30 条线，对应 6 亿平，二期 20 条线，对应 4 亿平，已全部投产。考虑一些线用于打样，目前公司满产下，单月产量 0.9-1 亿平，产能供不应求，因此后续还将于常州、瑞典进一步扩产，瑞典基地规划 7 亿平，将于 23 年开始逐步投产，国内将规划 8 亿平产能，将于明年开始陆续投产。

投资建议：预计公司 20-22 年归母净利润为 1.2/2.7/4 亿元，同比分别 -13%/124%/52%；EPS 分别 0.27/0.59/0.9 元；对应现价 PE 分别 101/45/30 倍，给予 21 年 55x，对应目标 33 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量及价格不及预期，新客户拓展不及预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

哔哩哔哩（BILI.O）：用户破圈与多元变现持续推进，2023 年月活用户有望达 4 亿

投资要点

事件：2020 年公司收入为 120 亿元（yoy+77%），其中 Q4 实现营业收入 38.4 亿元（yoy+91%，qoq+19%）超过此前业绩预告上限，公司预计 21Q1

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收入为人民币 37 亿元至 38 亿元（yoy+60%-64%）。20 年净亏损 31 亿元，经调整净亏损 26 亿元，亏损率为 21.7%（yoy+5.5pct），其中 Q4 净亏损 8.4 亿元，经调整净亏损 6.8 亿元，亏损率 17.8%（yoy+1pct，qoq-12.9pct）。毛利率为 24.6%，实现连续七个季度环比上涨。

用户持续破圈，23 年剑指 4 亿，多元内容生态强化增长引擎。1）用户增长。Q4MAU 达 2.02 亿（yoy+55%，qoq+2.43%），移动端 MAU 为 1.87 亿（yoy+61%），DAU5400 万（yoy+42%），目标到 2023 年 MAU 达 4 亿；2）付费转化：Q4 哔哩哔哩 MPU 为 1790 万（yoy+103%），付费率 8.9%（yoy+3.1pct）。用户增长仍然是未来几年哔哩哔哩重要的战略目标，公司希望在更广泛的年轻用户群体中渗透，进一步拓展 80 后、85 后。3）内容生态：优质多元内容是实现用户增长的根本保障，公司内容战略希望占领越来越多的品类和质量高地。在传统优势的娱乐、游戏等内容之外，生活、科技、知识类内容在 Q4 较为活跃，21 年公司将致力于汽车、家居、亲子等垂类领域拓展。公司希望在保持用户增长和内容扩充的前提下，仍然保持内容审美、社区氛围和良好的商业化。

多元变现持续推进，广告业务加速增长。4Q20 哔哩哔哩游戏收入 11.3 亿元（（yoy+30%），收入占比进一步降至 29%（yoy-14pct），Q4 广告收入 7.2 亿（yoy+149%），连续七个季度同比增速提升，主要系 B 站品牌知名度提高以及平台算法升级，促进投放效率提升。我们认为，B 站作为年轻人聚集的社区，掌握了未来新消费的话语权，其广告投放价值将持续展现；公司预计 21 年在不增加广告加载率的情况下，凭借商业中台与工业化整合营销能力提升，广告收入仍将保持高速增长。另外 Q4 增值服务收入 12.5 亿元，yoy+118%；电商及其他业务收入 7.4 亿元，yoy168%。

毛利率连续七季度上涨，营销推广费用及亏损率环比降低。Q4 毛利率环比提升至 24.6%，实现连续七个季度上涨，从营业成本构成看，规模效应导致刚性成本占比下降，内容成本在 Q4 英雄联盟 S 赛开赛确认版权成本下占比有所提升。Q3 公司开启了一系列营销推广活动，Q4 推广力度有所回落，销售费用率环比降低 10pct，Q4 经调整净亏损 6.8 亿元，亏损率 17.8%，同比维稳，环比降低 12.9pct。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2022 年收入为 190/270 亿元，同比增速为 58%/42%；Non-GAAP 归母净利润为-27.4/-16.2 亿元，考虑公司作为国内独特的视频社区及其用户数量快速增长，且各项业务发展速度好于预期，维持“买入”评级。

风险提示：政策风险，用户增长不及预期，原创内容增长不及预期。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

芒果超媒（300413）：业绩快报符合预期，季风计划及小芒电商有望带来新增长点

投资要点

事件：公司披露了 2020 年业绩快报，预计实现营业总收入 1,400,151.86 万元，同比增长 12.01%；归属于上市公司股东的净利润 196,330.86 万元，同比增长 69.79%。

业绩符合市场预期，会员、广告、大屏等均实现高增长。2020 年末芒果 TV 有效会员数达 3613 万，较 2019 年末增长 96.68%，2020 年公司会员收入预计达 325,469 万元，同比增长 92%。广告业务方面，积极探索新型

请务必阅读正文之后的免责声明部分

营销模式，《乘风破浪的姐姐》招商数据刷新多项纪录，节目广告客户总数超 40 家，《下一站是幸福》创剧类广告招商新高，2020 年广告收入预计达 413,905 万元，同比增长 24%。运营商业务方面，通过“内容+会员+活动+品牌”多维互动，探索本地内容及垂直领域创新，2020 年运营商收入预计达 167,699 万元，同比增长 32%。

芒果 TV 为 2020 年唯一实现有效点击正增长的头部长视频平台，市场份额逆势快速提升，连续剧初试牛刀。根据云合数据统计，2020 年全网综艺有效播放 372 亿，同比 2019 年缩减 9%，其中仅芒果实现正增长，实现 74 亿有效点击，同比增长 9%。2020 年全网连续剧有效播放 4251 亿，同比下滑 18%。其中芒果 TV 有效播放 105 亿，同比大幅增长 34%，也是唯一实现正增长的平台。

综艺用户破圈，期待季风计划。2020 年芒果 TV 通过潮流音乐综艺《我们的乐队》《说唱听我的》提升平台男性用户群体活跃性；首创声音互动综艺《朋友请听好》在 19 岁以下用户占比 31%；《乘风破浪的姐姐》开创选秀新模式；《姐姐的爱乐之城》《舞蹈风暴第二季》《嗨唱转起来第二季》等综艺拉高平均年龄，30 岁以上用户占比均在 50%以上。公司同时启动“芒果季风”计划，打造国内首个台网联动周播剧场，首部剧《狂猎》已制作完成，《我在他乡挺好的》也于 2 月 21 日正式开机。

小芒电商有望成为新的业务增长点。小芒电商形成了以“视频+内容+电商”为核心的全新视频内容电商模式，探索公司业务发展新的增长极，小芒电商在部分品类中已经形成一定的领先地位，例如上线 53 天，潮玩日销超过 12000 单，260 个潮玩 IP 拿下第一，当前仍处于产品打磨及推广阶段，关注后续增量潜力。

维持“买入”评级。预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 19.6/24.2/29.2 亿元，对应 PE 为 58/47/39 倍，公司当前正处于用户及商业模式破圈阶段，后续成长值得期待，近期有所回调，我们认为公司基本基本面依然保持相当积极的态势，维持公司“买入”评级。

风险提示：内容适销风险，新业务进展不及预期。

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

建设机械（600984）：Q4 业绩加速提升，副董事长增持完成彰显信心

事件：公司发布 2020 年业绩快报与二股东增持完成公告。

Q4 业绩大幅改善，但 2020 年整体业绩低于预期

公司实现收入 40.20 亿元，同比增长 23.64%，实现归母净利润 5.69 亿元，同比增长 12.54%。在塔机数量持续扩张背景下，2020 年公司整体预计低于预期，主要原因是疫情对公司塔机租赁业务影响较大，2020 年庞源塔机设备利用率仅为 64.4%，较 2019 年下降了 7.9 个百分点。此外，疫情导致回款压力增大，庞源应收账款拨备计提以及天成商誉减值等不利因素对公司净利润释放起到负面影响，2020 前三季度公司整体信用减值就达到 1.27 亿元。

分季度看，2020Q4 公司实现收入 13.23 亿元，同比增长 37.37%，实现归母净利润 1.94 亿元，同比增长 56.76%，营收和净利润增速较 Q3 大幅改善，经营持续好转，主要系塔机利用率持续改善，2020 年 12 月庞源塔机利用率已经超过 2019 年同期水平，实际上 2020Q4 庞源经营业绩要大幅

请务必阅读正文之后的免责声明部分

好于合并报表利润，母公司存货与天成商誉减值仍形成了较大拖累。

副董事长完成增持，对公司未来发展充满信心

2020 年 11 月公司公告二股东副董事长柴昭一先生计划自 2020 年 11 月 6 日至 2021 年 5 月 5 日的 6 个月内通过集中竞价交易方式增持公司股份，增持股份合计不超过 300 万股，2021 年 2 月 26 日，增持计划实施完成。

此外，以董事长为代表的部分董监高计划自 2020 年 12 月 29 日起 6 个月内，通过二级市场择机增持本公司合计 41 万股，截止 2021 年 2 月 05 日，合计增持股份已超过增持计划的 50%。

我们认为公司高管纷纷增持是基于对公司未来持续稳定发展的坚定信心及对公司长期投资价值的认可，释放了积极的信号。

公司中长期成长逻辑依然存在，具备持续扩张的条件

①短期来看，公司已经度过 2020 年最困难的时期，2021 年业绩有望快速提升。②中长期看，国内塔机租赁是千亿级别市场，庞源市占率仅 3-4%，庞源依托上市公司平台，背靠陕煤集团，具备融资这方面的优势；此外，公司作为国内塔机租赁龙头，企业品牌形象持续提升，而广泛的营销网点为公司扩张提供便利，已经具备持续扩张的条件，公司中长期成长逻辑依然存在。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 5.69/8.16/11.07 亿，当前股价对应动态 PE 分别为 22.44/15.64/11.52 倍。考虑到公司具有较好的成长性，以及未来两年业绩快速增长，维持“买入”评级。

风险提示：装配式建筑发展不及预期；租金价格大幅下降；新签订单合同量不及预期；天成机械亏损扩大；回款风险

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连）

蓝思科技（300433）：业绩创新高，垂直整合开启全新成长

公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年营业收入 369.84 亿元，同比增长 22.23%，归母净利润 49.23 亿元，同比增长 99.43%，其中第四季度营业收入 109.01 亿元，同比增长 12.82%，归母净利润 14.91 亿元，同比增长 9.62%。

投资要点

行业龙头强者恒强，业绩创新高：公司 2020 年营业收入同比增长 22.23%，归母净利润同比增长 99.43%，加权平均净资产收益率 19.47%，同比增长 6.12 个百分点，其中，2020Q4 营业收入同比增长 12.82%，归母净利润同比增长 9.62%，业绩创历史新高。2020 年以来，公司各类产品应用需求旺盛，订单饱满，公司在全球中高端细分产品领域的市场份额不断提升；同时，公司为各大客户配套的智能手机、智能可穿戴设备、智能汽车等各类核心产品工艺逐渐成熟，并实现量产与交付，产品结构进一步优化。此外，公司在企业治理水平、精益生产、成本管控、内部配套等方面持续提升，盈利水平稳步提升。

垂直整合战略开启全新成长周期，持续强化消费电子优势地位：公司持续加大新材料/新工艺/新设备/新产品的创新投入，依托领先的工艺技术、先进的智能制造水平以及快速打样及量产能力，公司实现了超瓷晶玻璃、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

四曲面 3D 玻璃等产品的首创应用，不断提升产品附加值，同时，公司通过收购可胜、可利完成了向手机金属机壳加工及组装的业务拓展，随着玻璃+机壳+组装战略的推进，公司产品组合将更为完善，可为客户提供一站式综合产品解决方案，有望打造消费电子业务的全新增长点，提升公司综合竞争力和盈利能力，并为公司进一步向下游供应链进行业务拓展、提升市场份额奠定基础。

加速集聚全球优质客户资源，不断拓宽成长边界：公司一方面巩固消费电子业务优势地位，把握 5G、IoT 等新兴机遇，另一方面加快汽车电子业务布局，仪表盘+车窗产品有望成为公司的全新增量，单车价值显著提升，为公司开启以消费电子和汽车电子为核心的全球电子产品结构与功能零组件业务及组装业务的垂直一体化奠定了坚实基础。公司持续提高各类智能终端的产品集成度，协同客户优化供应链管理成本，不断强化产业链核心竞争力和优势地位。目前，公司在玻璃、金属等领域的平台化竞争优势逐步凸显，与苹果、HMOV、特斯拉等知名客户达成合作，加速集聚优质市场资源，未来业绩增长动能充足。

盈利预测与投资评级：考虑收购可胜&可利，我们预计公司 2020/2021/2022 年营收为 369.84/630.41/800.18 亿元，同比增长 22.2%/70.5%/26.9%；归母净利润为 49.23/70.53/91.87 亿元，同比增长 99.4%//43.3%/30.3%，实现 EPS 为 0.99/1.42/1.85 元，对应 PE 为 32/22/17 倍。参考立讯精密等可比公司估值，给予公司 2021 年 35 倍目标 PE，目标价 49.7 元，目标市值约 2500 亿元，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）

杰瑞股份（002353）：业绩增长符合预期，行业回暖有望重迎高景气

事件：公司发布 2020 年业绩快报。

投资要点

行业低谷期业绩仍实现稳健增长，彰显抗周期能力

2020 年公司实现营业收入 82.95 亿元，同比+19.8%；归母净利润 16.9 亿元，同比+24.3%，基本符合预期。全年净利率 20.39%，同比+0.28pct。单 Q4 实现营收 28.71 亿元，同比+6.9%；归母净利润 5.77 亿元，同比+26.5%。

Q4 收入增速略有下滑，主要系 2020 年受疫情影响，全球石油需求暴跌，国际油价由 60 美元/桶以上跌至低点 19.6 美元/桶，油气行业筑底。根据 Bloomberg 统计，2020 年全球油气资本开支同比下滑 19%。公司积极拼抢订单并实施精细化管理，行业低谷期仍实现收入和净利润双增长，盈利能力小幅提升，彰显抗周期能力。

行业回暖保供政策仍有效，页岩油有望接力压裂设备需求新增量

目前国际油价已回升至 60 美元/桶以上，全球油气行业回暖。油价在 40-50 美元/桶时，三桶油盈利水平即可恢复安全边际，油气对外依存度逐年攀升背景下，国内保供政策强支撑逻辑仍然有效，三桶油有较强动力加大勘探开采资本支出，我们预计 2021 年三桶油勘探开采资本支出将有两位数增长，国内油服行业有望重迎高景气。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

我国页岩油储量丰富，在常规石油增产乏力背景下，页岩油将成为重要补充。国内页岩油开采仍处在发展初期，成长空间广阔。国家能源局于 1 月 27 日召开 2021 年页岩油勘探开发推进会，我们判断，十四五期间页岩油开采提速具备较高确定性，有望接力压裂设备需求带来新增量。

新型压裂设备具备全球竞争力，海外扩张有望再造一个杰瑞

2019 年 11 月，公司在美国获取首套涡轮压裂设备订单；电驱压裂设备也在北美市场进行试用，实现了产品和市场的双重高端化，产品已具备全球竞争力。北美市场空间广，且降本需求大：1）据 Spears 统计，2019 年末北美在用压裂设备总功率达 2350 万水马力，为国内的 6 倍以上，存在大量更新需求。按照设备寿命 10 年估算，2020-2022 年北美压裂设备年均更新需求量超 250 万水马力；2）2020 年行业洗牌后存活下来的公司更注重降本增效，电驱、涡轮等新型设备降本增效效果显著，有望加速迭代。公司大功率电驱和涡轮压裂设备技术领先、性价比高，特点高度切合北美市场需求，伴随新型压裂设备渗透率提升，有望抢占北美市场份额。对标哈里伯顿等海外油服巨头，公司目前收入体量较小，我们看好公司在北美市场的业绩释放潜力。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 16.9/20.3/27.7 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 24/20/15 倍。行业迎来拐点+公司具备成长基因，有望迎接戴维斯双击，维持“买入”评级。

风险提示：油价走势不及预期、中美贸易战对原油市场影响、国内三桶油资本开支力度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　研究助理：严佳）

青鸟消防（002960）：现金流显著改善+持续高研发投入，有数量更有质量的快报

投资要点

业绩增长符合预期，股权激励费用加回后真实增速更为可观

根据公司公告，2020 年收入为 25.25 亿元、同比增长 11.16%；归母净利润为 4.29 亿元，同比增长 18.53%。分季度来看，Q1 受到疫情影响，实现收入 1.70 亿元、同比下滑 54.14%；Q2、Q3、Q4 经营业绩全面回暖，收入分别为 6.74、8.35、8.46 亿元，同比增速分别为 21.12%、23.86%、26.21%，从 2020 年的情况来看，单季度收入同比增速逐季提升。

从快报数据我们推算出，Q4 归母净利润为 1.06 亿元、同比增长 13.98%，净利润增速不及收入增速，我们判断主要原因是奖金发放以及经销商的返点在四季度有较多结算等。考虑到公司 2020 年股票期权与限制性股票合计摊销的成本为 0.27 亿元，将四季度股权激励的费用加回后，Q4 归母净利润约为 1.15 亿元、同比增长 23.66%，真实业绩增速更为可观。

报表质量显著改善，经营性净现金流同比大幅增长

1）根据公司公告内容，在做好疫情常态化防控下业务推进的同时，公司加强对应收账款的考核管理工作，2020 年公司经营活动现金流净额同比大幅增长，截至 2020 年年末，公司货币资金余额为 15.02 亿元，同比 2019 年年末（10.61 亿元）增长 41.56%，倒推 2020 年经营性净现金流大概率为 2 亿元以上（2019 年为 1.10 亿元），同比增速约为 100%左右，报表质量显著改善。2）在市占率还不够高的形势下，适当放松账期是一种竞争

请务必阅读正文之后的免责声明部分

策略，为了获得和扶植优质的经销商体系。3）下游客户同样为地产商的优质白马公司东方雨虹，2011-2017 年现金流状况与青鸟消防相似，但是并不影响市场给予估值。

持续高研发投入+工业消防产品体系构建完成+应急疏散收入放量，未来 3-5 年高增长基础已经夯实

1）研发费用：公司在研发方面的投入力度进一步加大，2020 年度研发费用约 1.38 亿元，较 2019 年度增长 18.72%，目前公司在产品线上相比竞争对手已经拉开了代际差距，竞争优势更为明显。2）工业消防：工业消防市场空间约为 100-200 亿元/年，2020 年以前基本完全被外资品牌（霍尼韦尔、西门子等）把控，根据公司公告内容，目前包括缆式线型感温火灾探测器、红外/紫外/复合火焰探测器、图像型探测器、阻性漏电/热解粒子探测器、吸入式空气采样探测器等在内的工业产品体系已基本构建完成，根据公司公开交流内容，工业消防业务已有部分订单落地，预计 2021 年可以在报表端体现。3）应急疏散：根据公告内容，应急照明与智能疏散业务发展迅猛，实现营业收入 1.82 亿元左右，增幅约 175%，未来三年受政策推动等因素的影响增长态势明显。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.74、2.29、2.82 元，pe 分别为 24、18、15 倍，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）

九号公司（689009）：Q4 单季度收入实现翻倍，收入端逻辑初步兑现

事件：公司发布 2020 年业绩快报。

Q4 单季度收入实现翻倍，收入端逻辑初步兑现

2020 年公司实现营业收入 60.02 亿元，同比增长 30.88%，我们注意到 Q4 公司实现收入 16.84 亿元，同比增长 104.20%，表现十分出色，单季度收入略超市场预期，收入增长逻辑持续兑现。2020 年公司收入实现快速增长的主要原因有：①疫情背景下乘坐单人交通工具成为更优选择，电动滑板车海外零售端需求旺盛，市场规模持续扩大，公司电动滑板车等主要产品竞争力出色，报告期内实现同比大幅增长；②同时新品电动自行车、电动摩托车正式投入市场，线下渠道不断扩张，两轮车进入放量阶段。

净利润符合先前业绩预告，利润拐点已经出现

2020 年公司实现归母净利润 7333 万元，实现扭亏为盈，净利润值落在先前业绩预告披露利润区间中枢，符合预期。2020 年公司整体盈利水平不高的原因主要有：①一方面，现阶段公司加大渠道建设推广两轮车、全地形车等新品，相关费用投入较大，预计 2021 年仍将延续，现阶段收入兑现更为重要；②另一方面，公司上市成功触发期权计划以及限制性股票计划下受限股份的加速行权，2019 年期权计划以及限制性股票计划均在 2019 年第二季度对员工进行授予，2020 年度确认股份支付费用约为 3 亿元，较 2019 年同期大幅提升，在剔除股份支付费用的影响后，2020 年公司真实经营业绩较上年同期大幅增加。③此外，汇兑损失也对 2020 年业绩产生了较大影响。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

电动两轮车市场规模广阔，将进一步打开公司成长空间

①公司智能电动平衡车、滑板车品牌力强，产品性能出色，且公司形成较为完善的销售渠道，仍将持续快速增长。②两轮车是天然的大市场，国内电动两轮车每年需求超过 4000 万辆，东南亚、印度燃油摩托车每年需求超过 3000 万辆，公司新品电动自行车、电动摩托车已经正式投入市场，进入快速放量阶段，随着募投项目智能电动车辆项目等落地，电动两轮车产能持续爬升，公司的成长空间进一步打开。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04/6.86/13.68 元，对应动态 PE 分别为 674/102/51 倍，2020-2022 年收入分别为 60/94/132/亿元，对于 PS 分别为 8/5/4 倍，基于公司未来出色的成长性，以及持续修复的盈利能力，维持“买入”评级。

风险提示：客户集中度较高；行业政策风险；海外共享滑板车景气下滑；新产品推广不及预期，技术产业化失败。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：曾朵红　证券分析师：黄瑞连）

宁波银行（002142）：2020 年业绩快报点评：贷款增速十年新高，零售银行成长龙头

事件：宁波银行发布 2020 年业绩快报，全年实现营业收入 411.11 亿元，同比增长 17.19%；归属于母公司股东净利润 150.50 亿元，同比增长 9.73%，对应 EPS 为 2.43 元/股；期末总资产 1.63 万亿元，较期初增长 23.45%，归属于母公司普通股股东净资产 1036.7 亿元，较年初增长 21.25%，对应 BVPS 为 17.26 元/股。

投资要点

盈利预测与投资评级：宁波银行是规模扩张最迅猛、资产质量最可靠、管理机制最卓越的高成长型银行，2020 年逆势环境下依然实现 9.73%盈利增速（第四季度高增长 25.9%），我们预计全年增速位居上市银行第一。同时，不良率保持 0.79%低位，拨备覆盖率维持 505.48%高位，反复印证“高成长与高质量”属性。尽管公司今年以来估值突破历史新高，但我们认为高成长是对高估值最好的支撑，预计公司 2021、2022 年归母净利润增速分别为+23.2%、+20.8%，目前估值 14.9x2021PE、2.03x2021PB，作为核心零售银行继续重点推荐，维持“买入”评级。

全年贷款增速 30%创近十年新高，信用减值同比回落保证四季度利润强劲反弹。

①宁波银行 2020 年全年保持资产规模高速扩盘，总资产增速达到 23.5%，其中贷款规模全年超高速增长 30%，大幅领先同业，这也是 2010 年以来贷款增速最高的年份，鲜明体现出公司高成长特色。贷款第四季度环比增长 5.0%，尽管业绩快报披露信息有限，但我们预计主要源于下半年零售个人贷款持续回暖，尤其是公司近两年重新高速扩张的按揭贷款。宁波银行的高速扩张模式推动业绩高增长，但同时也快速消耗资本，因此公司近期启动了新一轮配股再融资。

②反映到盈利层面，公司全年营业收入增速 17.2%，在第三季度曾受到投资收益波动的短期影响，单季度收入增速滑落至 9.8%，第四季度有所回升。我们预计净息差及非利息收入仍然表现强劲，前者受益于零售贷款的回暖，后者依然受益于代销基金等财富管理业务的发展。利润方面，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

三季报盈利增速回落至 5.2%后，第四季度强劲反弹增长 25.9%，全年累计增速达到 9.73%，我们预计位居上市银行第一。

③影响利润增速的关键是减值计提。根据业绩快报推算，全年营业支出 246.11 亿元，如果假设成本收入比 35%（延续三季报趋势，较 2019 年同比提高），可以估算出全年信用减值计提约 98.32 亿元，对应第四季度单季计提约 28 亿元。公司全年四个季度分别计提信用减值 27、17、24、28（估算）亿元，信用成本同比明显抬升，但由于一、三季度已经分散计提过，因此四季度单季利润强劲反弹。我们预计部分减值计提针对表外业务，主动提高全面的风险抵补能力。

资产质量保持卓越，超低不良率源自管理层优异的“信贷审美”和风控机制。

宁波银行 2020 年末仍保持不良贷款率 0.79%低位，环比三季度持平，年末拨备覆盖率保持 505.48%高位，不过环比三季度降低 10.87pct，预计部分拨备用于核销存量不良贷款。公司不良贷款余额较三季度有所上升至 54.32 亿元，但我们预计关注类贷款仍可能继续降低，真实资产质量一如既往稳健。

公司长期以来在资产高速扩盘情况下，保持全行业最优的资产质量表现，我们认为核心在于精细化的风控体制、分散化的信贷投放策略及独立的审批体系，究其根源是公司显著优于同业的治理机制。当然，公司也充分受益于江浙地区优质的信贷资源和经济发展状况。我们认为公司资产质量方面的上述优势仍将长期保持。

中期继续看好“大零售战略”开花结果，财富管理与个人信贷仍是核心增长点。

近年来公司“大零售战略”持续取得成效，三季度末零售贷款占比 35.4%，自 2015 年以来重新回升到 35%以上。同时从财富管理角度，2020 年前三季度手续费及佣金收入同比大幅增长 41.8%，主要得益于代销基金等业务，这也是 2020 年财富管理银行共同的高增长点。我们认为宁波银行中期最值得期待的成长条线，仍然是零售财富管理业务，这也将充分受益于国内居民财富增长以及监管环境更有利于传统银行的趋势。

发展策略方面，建议重点关注“公私联动”推动模式。宁波银行以考核机制入手，推动对公业务（公司银行和零售公司条线）与个人业务协同，将个人业务（例如信贷、财富管理等）考核指标及激励政策落实到对公客户经理，反之亦然。资源协同将有效推进对公与个人业务同步快速发展。

此外，建议关注前期存量较低的按揭贷款成长空间。公司于 2019 年下半年重新开始高速推动按揭贷款业务，适逢 2020 年末监管层出台房地产贷款集中度管理新规，我们测算公司 2020 年 6 月末存量的个人住房贷款占比仅 1.1%，远低于监管上限。由于一些头部同业银行按揭额度受管控，公司有机会在未来市场竞争中受益，适度提高新增贷款中的按揭占比，一方面获取优质信贷资产，另一方面激发客户的零售综合业务需求，提升个人客户黏性。

近期启动 120 亿配股以支撑规模高速扩张，同时满足系统重要性银行额外资本充足率要求。

宁波银行近期启动新一轮再融资，拟按照每 10 股配售不超过 1 股比例向

请务必阅读正文之后的免责声明部分

全体股东配股，募资总额不超过 120 亿元。按照募资上限和 6.01 亿股的配股额度测算，配股价格为 19.97 元/股，相比当前股价 40.10 元大幅折价 50.2%。公司配股再融资目的是支撑资产规模高速扩张，同时考虑到可能入选国内系统重要性银行，导致资本充足率要求提高，因此需要新一轮补充资本。

公司三季度末核心一级资本充足率为 9.37%，如果假设 2020 年全年风险资产 RWA 实现 28.5%同比增速（前三季度 28.2%），则估算年末核心一级资本充足率已降至约 9.11%，那么 120 亿元资本补充将静态提升核心一级资本充足率至 10.17%。考虑公司高成长属性，对资本的经营效率卓越，我们认为市场将积极参与公司配股，预计再融资工作有望于 2021 年内完成。

风险提示：1）利差未来超预期收窄；2）不良率快速上行；3）外贸、民营制造业等领域的融资需求大幅下滑。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

华测检测（300012）：检测需求逐季复苏，Q4 业绩重回高增长通道

事件：公司发布 2020 年业绩快报：2020 年实现收入 35.68 亿，同比增长 12.08%；归母净利润 5.77 亿元，同比增长 21.16%。此前公司业绩预告归母净利润同比增长 15%-28%，扣非后归母净利润同比增长 20%-40%，随着下游检测需求逐步复苏回升，我们预计扣非后业绩增速相对更高。

投资要点

检测需求逐季复苏，Q4 业绩重回高增长通道

从收入端看，公司单季度收入规模逐季增长：Q4 收入达 13.2 亿，占 2020 年收入比例达 36.0%，同比增速达 34.6%，下游检测需求呈逐季复苏态势，21Q1 公司收入高速增长值得期待。

从利润端看，公司净利率持续提升带动盈利加速释放：Q4 归母净利润 1.8 亿，同比增速达 54.3%。2019 年公司净利率为 15.0%，2020 年已升至 16.2%。公司大力推行精细化管理，叠加往年新建实验室进入收获期，我们预计未来公司净利率仍将保持上行。

第三方检测穿越牛熊，优选内资龙头

检测行业穿越牛熊，增速高，增长稳。国内市场正快速发展期，2019 年民营检测机构收入增速达 26.47%，多年保持两位数增长。行业“内生+并购”重资产整合逻辑下，海内外行业集中度持续提升；内资龙头相对海外巨头在本土化服务、人才激励、产业机会等方面更具优势，持续挤占外资龙头份额。

“内生+并购”双轮驱动，各板块增长动能强劲

内生增长方面，公司精细化管理持续优化，盈利能力处于上升通道。外生增长方面，公司现金流及融资环境较好，国际视野管理层带来全球优质并购机会，19 年 9 月设立并购基金，20 年 6 月收购新加坡船用油检测公司，产品线及市场拓展值得期待。

公司积极布局三大新兴检测领域，包括大交通（航空新材料、汽车电子、轨道交通）、大消费（消费类全球化业务）、大健康（医药相关），同时加强消费品（汽车、玩具轻工、纺织品），工业品（计量校准、无损检测、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数字认证、建筑工程）等领域布局。短期来看，食品和环境仍是公司体量最大板块，为公司业绩主要驱动因素；中期来看，轨道交通、航空航天、5G、汽车电子等新兴业务增长动力强劲；长期来看，医药检测市场规模及成长空间大，长周期下有望成为公司重要动能。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2021-2022 年实现净利润 7.3/8.9 亿，EPS 为 0.44/0.54 元，对应 PE 为 56/46X，维持“增持”评级。

风险提示：行业政策变动；业务开拓不及预期；并购决策及整合风险；品牌公信力下降。

（证券分析师：陈显帆　研究助理：罗悦）

深科技（000021）：高端制造龙头，卡位存储国产化黄金赛道

投资要点

本土 EMS 头部企业，大力布局存储器封测：公司 EMS 业务规模全球领先，并大力布局 DRAM、Flash 等存储器封测以及模组制造业务，2020 年，公司存储器及 EMS 等业务市场需求强劲，存储器封测产能持续扩张，业务规模快速增长。公司积极把握市场机遇，深化客户合作，加大创新力度，提高运营效率，盈利能力持续提升，带动了公司业绩增长。

国内外存储器市场扩容提振配套封测需求，新品先进封测成布局关键：全球存储器市场空间广阔，下游应用需求稳步提升，并且先进制程和 3DNAND 多层化等技术升级和新品应用驱动 DRAM、NAND 等存储器市场持续成长。同时，以长江存储、合肥长鑫为代表的本土存储器厂商在产品技术和市场拓展方面持续突破和大力投入，国产存储器市场蓄势待发。另外，先进封测已成为封测市场的主要增量和构建竞争优势的关键。国内外存储器市场持续扩容，有望带动配套的存储器封测等相关产业链市场需求的持续提升，进而推动存储器封测市场规模的持续增长。随着先进封测功能定位的升级，以及 DDR5、多层 3DNAND 等新一代存储器产品的出现和渗透，卡位先进封测和率先掌握新一代存储器封测技术的厂商有望承接存储器封测市场更多的增量需求，充分受益于存储器及其封测市场的发展。

本土存储器封测龙头，覆盖存储封测到模组制造的完整产业链：公司封测技术覆盖主流存储器产品，具备最新一代 DRAM 封测能力；存储器先进封装技术与国际一流企业同步、测试技术布局完善；目前公司已成为国内唯一具有从高端 DRAM/Flash 封测到模组制造完整产业链的企业，也是国内最大的独立 DRAM 内存芯片封测企业，在本土存储器封测领域的龙头地位显著，当前公司在存储器封测领域大力投入，持续巩固和扩大竞争优势；公司存储器封测对接国内外龙头客户资源，在国内存储器封测产业链核心地位凸显。

EMS 市场地位领先，剥离低附加值业务聚焦高成长领域：电子应用规模扩张和更新换代推动 EMS 市场持续发展。通过剥离低附加值业务，公司 EMS 聚焦医疗/新能源汽车/计量系统等高成长应用智能制造，业务规模居全球 EMS 厂商第 14 位、中国大陆第 3 位，市场优势地位显著。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入为 149.42/201.45/273.25 亿元，YoY+13%/34.8%/35.6%，归母净利润为 8.42/10.95/15.17 亿元，YoY+138.9%/30.1%/38.6%，实现 EPS 为 0.57/0.74/1.03 元，对应 PE 为 37/29/21 倍。参考可比公司 2021 年平均估

请务必阅读正文之后的免责声明部分

值（38 倍），同时考虑到公司作为本土存储器封测龙头，在新一代存储器先进封测技术和优质客户拓展方面的领先优势显著，给予公司 2021 年 40 倍目标 PE，目标价 29.6 元，首次覆盖，给予“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）

卫士通（002268）：经营性现金流净额创历史新高，信创中标订单超预期

事件：公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 23.84 亿元，同比增长 13.31%，归母净利润 1.59 亿元，同比增长 2.31%。

投资要点

Q4 营收高速增长，经营性现金流净额创历史新高：2020 年实现营收 23.84 万元，同比增长 13.31%；实现归母净利润 1.59 万元，同比增长 2.31%。Q4 单季度实现营收 14.04 亿元，同比增长 32.45%，归母净利润 2.53 亿元，同比增长 15.53%。全年毛利率 35.49%，同比增长 2.95pct。虽然受到疫情影响，公司紧跟网络安全行业政策和市场趋势，围绕“安全服务化、密码泛在化、攻防智能化、基础国产化”发展思路，加强市场开拓，大力提升商密、安全服务、信创等核心业务能力，持续优化产品结构，多措并举提升运营能力，2020 年全年销售回款创历史新高，经营活动产生的现金流量净额达 6.2 亿元，同比增长 736.15%。

信创中标订单超预期，为今年高增长奠定基础：2020 年公司核心业务推进顺利，在商用密码方面，完成龙芯 3A4000SE、密码基础服务平台等重点产品研制，在自然资源、交通等行业以及工控安全、车联网等领域实现市场突破；在安全服务方面，打造安全运营服务平台、密码服务平台等核心平台产品，并在浙江、广州等地投入使用；在信创业务方面，打造了完善的信创安全产品供给体系并进一步丰富了信创产业生态，全年实现中标逾 20 亿，在信创市场占有率位居国内前列。考虑去年疫情影响的营收低基数，随着信创订单陆续在今年确认收入，全年营收有望实现高速增长。

以“新四化”战略为目标，有望从密码核心企业走向综合型安全产品与服务厂商：随着中国网安提出网络安全“新四化”战略——密码泛在化、基础国产化、攻防智能化、安全服务化，作为中国网安负责信息安全的主体单位，在子集团层面承担着更多发展网络空间安全业务的责任。面对发展环境新形势，公司全面加快向安全服务转型，积极践行“新四化”的发展思路，大力发展信创安全、云计算与数据安全、网络安全服务业务，产品从密码领域扩大到泛网安领域，业务覆盖由政务向行业拓展，有望实现业务的横纵向拓展，转型为综合型安全产品与服务厂商。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.59/2.10/2.54 亿元，对应 PE 分别为 90/68/56 倍，公司作为国内安全领域的国家队，深耕密码技术，并围绕加密实现全产业链布局。随着中国电科对网络安全的战略地位的重视和激励机制到位，公司正处在报表和基本面向好的重要时间窗口，有望实现向综合型网络安全产品商的升级转型，并在信创大潮中获得新的发展动力，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧造成产品毛利率下降，应收账款持续增长等。

（证券分析师：郝彪　证券分析师：刘博　研究助理：王紫敬）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

绿盟科技（300369）：全年业绩稳步增长，估值临近历史最低

事件：

公司发布 2020 年业绩快报，2020 年实现营收 20.10 亿元，同比增长 20.29%，归母净利润 3.07 亿元，同比增长 35.47%。

投资要点

全年营收保持稳步增长，Q4 营收增速提升明显：2020 年公司实现营业收入 20.10 亿元，同比增长 20.29%，营业收入保持较快增长。Q4 实现营收 10.67 亿元，同比增长 32.38%，增速环比提升明显。2020 年公司积极采取应对措施以减少疫情对业务开展的影响。通过加强合作伙伴生态系统建设，深化渠道合作，加强垂直行业纵向牵引，把握行业发展机遇；同时，加强产品研发和市场推广，加强新技术和产品布局，积极推进解决方案和安全运营落地，提升客户体验、增强客户粘性。

经营效率带动费用率下降，净利润实现快速增长：2020 年实现归母净利润 3.07 亿元，同比增长 35.47%。净利率 15.27%，相比去年同比提升 1.73pct。Q4 实现归母净利润 3.15 亿元，同比增长 38.16%。公司营业利润、利润总额及归母净利润实现较快增长，主要原因是公司营业收入保持稳步增长，同时，公司加强内部管理，经营效率提升，期间费用率同比有所下降。

渠道体系建设仍是公司的重要战略：2019 年公司引入胡忠华（原华为企业 BG 中国区副总裁）任公司总裁，全面负责公司渠道体系建设。2020 年，公司与合作伙伴进一步加速渠道体系构建、运营体系革新、以及深化渠道业务转型，渠道业务发展正式迈入 2.0 时代。2021 年，公司将继续坚持渠道战略不动摇，基于“开放+共赢”的渠道理念，深入优化合作政策，聚焦优质合作伙伴，共建繁荣生态，实现共同成长。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年净利润分别为 3.07 亿元/4.40 亿/5.74 亿元，目前股价对应 PE 分别为 32/24/17 倍，网络安全行业需求正快速恢复，公司积极推进渠道战略不动摇，同时加快转型安全运营和解决方案，布局零信任、数据安全等新领域。同时作为电科旗下的控股企业，看好公司改革转型下，全面发力，带动业绩继续保持高的增长态势，目前估值接近历史底部，维持“买入”评级。

风险提示：网络安全行业进展低于预期；公司业务推进低于预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

柏楚电子（688188）：2020 年业绩大幅提升，拓品类打开成长空间

事件：公司发布 2020 年业绩快报。

收入端：制造业持续复苏驱动下，公司 Q4 收入表现强劲

2020 年公司实现营业收入 5.71 亿元，同比增长 51.79%，主要原因系 2020 年 3 月份以来，制造业持续复苏，激光行业需求旺盛，公司主营业务中功率激光加工控制系统业务订单量持续增长，此外公司高功率总线系统，进入快速放量阶段，2020 年相关订单量增长幅度较大。分季度看，2020Q4 公司实现收入 1.86 亿元，同比增长 89.27%，较前三季度收入增速大幅提升，略好于预期。IPG 公告指出 2021 年头几周中国地区的订单需求旺盛，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

利润端：Q4 利润加速提升，2020 业绩符合先前业绩指引

①收入的大幅增长以及产品毛利率稳定推动公司业绩快速提升，2020 年公司实现归母净利润 3.71 亿元，同比增加 50.44%。扣非后归母净利润为 3.08 亿元左右，同比增加 37.51%左右，符合之前业绩预告披露业绩。此外，2020 年公司利用闲置资金购买理财产品取得投资收益约 5614 万元，对本期的财务报表产生一定的积极影响，但是先前股权激励费用摊销对冲了银行理财收益对财务报表的正向影响。

②分季度看，公司 2020Q4 实现归母净利润 0.94 亿元，同比增速 70.13%；Q4 扣非归母净利润 0.92 亿元，同比 116.2%，实现翻倍增长，单季度经营业绩表现十分出色。

激光控制系统市场将保持快速增长，拓品类打开公司成长空间

①不少投资者担心激光加工控制系统市场偏小，但我们认为激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场在较长时间内将保持持续增长态势，是一个成长性赛道，激光加工控制系统不存在激烈的价格战，成长性优于激光行业整体，另外激光控制系统行业的盈利水平更加出色。

②公司在巩固中低功率激光切割控制系统行业龙头地位同时，布局高功率和超快控制系统，向高端市场寻求突破，并推出智能激光切割头，我们认为不断的品类拓展，公司成长空间将进一步打开。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 3.71、5.58、7.09 元，当前股价对应动态 PE 分别为 76 倍、50 倍、40 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）

名创优品（MNSO.N）：FY2021Q2 收入环比+10.9%，海外扩张重启

业绩简评

发布 FY2021Q2 业绩，收入环比持续恢复：FY2021Q2（2020 年 12 月 31 日止三个月）公司实现收入 22.98 亿元，同比-18.1%/环比上季度+10.9%，在业绩指引范围内；归母净利润 0.21 亿元，同比扭亏；扣除可赎回优先股公允价值变动、股权支付费用等项目后，经调整净利润为 0.84 亿元，同比-78.5%/环比-17.8%。本季度末公司共有 4514 家门店，较上季度末增长 184 家；除非洲、德国地区外，公司平均单店收入为 50.4 万元，同比-24.3%/环比+7.2%。

经营分析

请务必阅读正文之后的免责声明部分

加强品牌营销，销售费用率上升：公司 FY2021Q2 毛利率为 28.0%，同比-3.6pct/环比+2.8pct，毛利率变化的主要系毛利率较高的海外业务收入占比波动所致。FY2021Q2 公司经调整净利率为 3.65%，同比-10.25pct/环比-1.3pct；销售费用率为 14.8%，同比+2.7pct/环比+1.0pct，环比增长的主要原因是业务恢复物流费用增长，以及 MINISO 品牌和 TopToy 品牌的营销投放增加；管理费用率为 8.2%，同比+0.1pct/环比-3.9pct。

国内：下沉市场发力，开店继续提速。FY2021Q2 公司国内收入约 18.35 亿元，同比-1%/环比+7%；期末国内门店数 2768 家，本季度增加 135 家，其中约 60%位于低线城市；平均单店收入 77 万元，同比-10%/环比+1.9%。目前大多数国内门店已恢复运营（部分门店因区域疫情关停）。

海外：新进入 2 个国家，门店扩张重启。FY2021Q2 公司海外市场实现收入 4.63 亿元，同比-51.3%/环比+32%，恢复趋势显著；海外收入占比为 20.2%，同比-13.8pct/环比+3.25pct；平均单店收入约为 26.9 万，同比-55%/环比+30%。尽管公司的海外合作伙伴对开店保持谨慎，本季度海外市场仍实现新增 49 家门店。目前 1746 家海外门店中，已有 1593 家门店恢复运营（占比 91%，较上季度+77 家），其中大部分店铺由于区域性疫情营业时间减少。

近期业务进展：①至 2 月 25 日，TopToy 已在全国 5 个城市拥有 9 家门店，主要产品包括潮玩、手办、盲盒等 8 大品类（最开始是 7 大品类，近期新增“雕像”类），试水布局潮玩赛道。②宣布“X-战略”，致力于孵化多个品牌实现多元化经营，最终成为新零售平台，TopToy 是该战略的第一个新业务。③线上持续发力，本季度线上收入占比达 7%。

盈利预测与投资评级：持续看好中国优质供应链品牌化大趋势。目前国内业务已经基本从疫情中恢复，海外业务的好转趋势正在确立。公司预计下季度收入 22 至 24 亿元，与本季度基本持平。我们预计 FY2021-23 公司 Non-IFRS 归母净利 8.7/13.9/17.9 亿元，同比-10%/+60%/+29%，按美元：人民币=1:6.45 算得对应 PE 为 63/40/31 倍，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复，扩店不及预期，海外经营相关风险，竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　研究助理：阳靖　研究助理：樊荣）

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