新时代证券-研究所晨报（20210301）

● 总量研究

策略研究：只是技术性调整

春节后市场开启的调整，主流的解释是，通胀预期导致利率上升，进一步导致股市估值压缩。我们认为，这一判断与中美股市和债市的跌幅并不匹配。股市这一次调整大概率只是技术性调整，谈不上是牛市的终结，也谈不上是牛市中最剧烈的调整。牛市终结的条件是盈利趋势拐头和政策极度紧缩，牛市大调整一般出现在政策确定性紧缩的时候（比如加息、提高存准、强力的信贷额度管控等），现在来看，这两点都还不具备。

通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。只是技术性调整。

● 公司研究

四维图新：自动驾驶领域行业龙头，五位一体打造核心竞争力

“五位一体”业务布局，向“智能汽车大脑”愿景迈进公司成立于 2002 年，是中国导航地图产业的开拓者，专注导航、高级辅助驾驶及自动驾驶、车载芯片、位置大数据、车联网五大业务板块，公司车载导航稳居国内行业首位，市占率约 40%，未来打造面向自动驾驶时代的“数据+云+AI+芯片+软硬一体化”综合解决方案，将持续推进集团 2022 年“智能汽车大脑”发展目标。

车联网催生万亿市场，公司迎来时代发展红利；“股东+技术+客户”三重优势，奠定公司龙头地位；定增 40 亿加码研发，自动驾驶与芯片业务爆发可期。

盈利预测评级：2020-2022 年营业收入分别为 21.49/24.02/28.67 亿元，增速分别为-7%、11.8%、19.3%，归母净利润分别为-2.66/3.45/4.48 亿元，EPS 分别为-0.14/0.18/0.23 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

联化科技：全年业绩符合预期，看好医药 CDMO 业务长期发展

公司公告 2020 年业绩快报，2020 年全年预计实现营业收入 47.55 亿，同比增长 11.01%，归母净利润 1.03 亿，同比下滑 28.91%。2020 年公司计提资产减值准备金额 2.84 亿，其中商誉减值 2.76 亿，存货减值 1821 万，冲回应收款项 973 万。

计提英国子公司商誉减值准备，单季度盈利大幅改善，公司业绩符合预期；盐城复产农药 CDMO 重回正轨，股权激励推动医药 CDMO 发展。

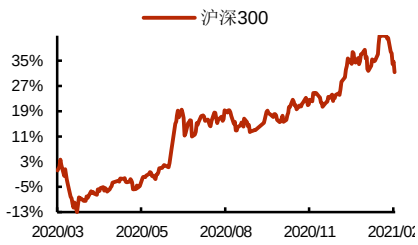
盈利预测评级：医药 CDMO 行业的后起之秀，维持“强烈推荐”评级公司由农药 CDMO 行业，已成功切入医药 CDMO 领域，打开长期发展空间。暂不考虑保险赔偿，我们预测公司 2020-2022 年业绩分别为 1.02、7.28、8.84 亿，当前股价对应 PE 分别为 217、30、25 倍，我们看好公司医药 CDMO 业务的长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

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

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

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
公用事业	0.04%	有色金属	-4.33%
通信	-0.13%	银行	-3.61%
纺织服装	-0.27%	国防军工	-3.22%
计算机	-0.5%	休闲服务	-3.13%
商业贸易	-0.96%	采掘	-3.09%

相关报告

《只是技术性调整》2021-02-28

《自动驾驶领域行业龙头，五位一体打造核心竞争力》2021-02-27

《全年业绩符合预期，看好医药 CDMO 业务长期发展》2021-02-26

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 策略研究：只是技术性调整 3
2、 公司研究 4
2.1、 四维图新：自动驾驶领域行业龙头，五位一体打造核心竞争力 4
2.2、 联化科技：全年业绩符合预期，看好医药 CDMO 业务长期发展 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：只是技术性调整

春节后市场开启的调整，主流的解释是，通胀预期导致利率上升，进一步导致股市估值压缩。我们认为，这一判断与中美股市和债市的跌幅并不匹配。股市这一次调整大概率只是技术性调整，谈不上是牛市的终结，也谈不上是牛市中最剧烈的调整。牛市终结的条件是盈利趋势拐头和政策极度紧缩，牛市大调整一般出现在政策确定性紧缩的时候（比如加息、提高存准、强力的信贷额度管控等），现在来看，这两点都还不具备。

（1）通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。春节后，A 股快速开启调整，调整出现的时间和速度均超出我们之前的预期。市场主流的解释是，通胀预期导致利率上行，利率上行导致股市估值压缩。我们认为，通胀预期只是催化剂，不是股市调整的主要矛盾。主要原因有两点：第一，这一次通胀预期上升最快的是美国的债券市场。如果通胀预期是本次全球股市调整的核心原因，美股调整幅度应该是最大的，但是从数据上来看，美股调整比 A 股小很多，而且比美股 2020 年 9-10 月的调整也小很多。第二，如果看国内的长期利率，我们发现，1 月下旬以来的国债利率上行的速度、幅度，均比 2020 年 8-11 月份小很多，而且目前的利率水平也还没有达到 2020 年 11 月的高点。

所以虽然从时间上，股市调整和美债通胀预期回升是同时出现的，但是两者之间可能并不直接相关，至少这一次并不是股市调整的核心矛盾，通胀预期只是催化剂。

（2）只是技术性调整。如果我们回顾 2009-2010 年和 2006-2007 年，能够发现，在伴随着经济改善的两次牛市中，股市较大级别的调整都是由政策直接和明确的收紧带来的。

2009-2010 年，有三次大级别调整。（1）2009 年 8 月：政策上加强信贷管理，部分大行也开始限制信贷额度，2009 年剩余的信贷额度只有上半年的零头。（2）2010 年 1-6 月，央行多次上调存款准备金率、新国四条地产调控。（3）2010 年 11 月-2011 年 1 月：央行加息、上调存款准备金率。

2006-2007 年，有三次大级别调整。（1）2006 年 6-8 月：三部委要求控制投资和信贷的过快增长、加息、上调存准率。（2）2007 年 1-3 月：上调存准率、加息。（3）2007 年 5-7 月：央行加息、财政部上调股票印花税。

相比历史，这一次政策虽然已经不那么宽松了，但是紧的力度跟 2006-2007 年和 2009-2010 年相比，小很多。所以，我们认为，春节后的调整，没有伴随政策上直接和明确的紧缩信号，由通胀预期带来的紧缩预期力度上比加息等应该会小很多，甚至我们可以把最近的调整主要归因为“技术性调整”。

（4）短期策略判断：只是技术性调整。春节后市场的调整，主要是技术性调整，背后核心原因是部分板块过快上涨带来的技术性调整压力。整体 A 股的盈利趋势是在加速改善的，流动性层面，通胀预期只是市场调整的催化剂。历史上 A 股牛市中最剧烈的调整一般都是由于加息、提高存准、信贷额度管控等带来的，股市近期的调整应该不是牛市中最剧烈的调整，大概率在 1-2 周以内就可以结束。

行业配置建议：建议投资者重点开始下注疫情改善后的投资机会。我们认为，2021 年 Q2 和 Q3，全球经济的热度还会再上一个台阶，周期股的行情依然没有结

束，我们建议重点关注有色、化工、新能源车、电子。过去 1 年，受疫情影响最大的电影、航空、酒店、旅游等也可以慢慢开始关注。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 四维图新：自动驾驶领域行业龙头，五位一体打造核心竞争力

事件：“五位一体”业务布局，向“智能汽车大脑”愿景迈进。公司成立于 2002 年，是中国导航地图产业的开拓者，专注导航、高级辅助驾驶及自动驾驶、车载芯片、位置大数据、车联网五大业务板块，公司车载导航稳居国内行业首位，市占率约 40%，未来打造面向自动驾驶时代的“数据+云+AI+芯片+软硬一体化”综合解决方案，将持续推进集团 2022 年“智能汽车大脑”发展目标。

车联网催生万亿市场，公司迎来时代发展红利国家已经将智能网联汽车作为汽车产业重点转型方向之一，先期投入规模达百亿元，预计到 2025 年，行业市场规模讲接近万亿的规模，车联网渗透率也将超过 70%；公司兼具汽车和互联网跨界融合发展能力，在行业风口来临之际，公司利用自身优势有望迅速占领市场。

“股东+技术+客户”三重优势，奠定公司龙头地位。股东方面，前两大股东中国四维（隶属航天集团）和腾讯分别持股 9.96%和 8.76%，国企背景对公司业务发展拥有天然优势，互联网基因让公司拥有创新动力；技术方面，研发人员占比接近 60%，历年研发投入占营收一半左右，持续的高研发投入，让公司未来有强劲的增长动力；公司合作伙伴覆盖多个领域，已与滴滴、腾讯、华为、Here 建立了良好的全面合作关系。

定增 40 亿加码研发，自动驾驶与芯片业务爆发可期。公司 2021 年已完成 40 亿元定增，募资金额将进一步投入汽车电子芯片、自动驾驶地图、云平台等产品业务的技术创新，随着汽车“新四化”时代的到来，汽车电子芯片需求增长，公司地图及编译业务销售也随汽车销量增加，虽然公司 2020 年业绩承压，但未来几年业绩有望实现反转。

盈利预测、估值与评级：2020-2022 年营业收入分别为 21.49/24.02/28.67 亿元，增速分别为-7%、11.8%、19.3%，归母净利润分别为-2.66/3.45/4.48 亿元，EPS 分别为-0.14/0.18/0.23 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：新业务、新产品研发投入变现速度不及预期的风险；知识产权被侵犯的风险。

2.2、 联化科技：全年业绩符合预期，看好医药 CDMO 业务长期发展

事件：公司公告 2020 年业绩快报，2020 年全年预计实现营业收入 47.55 亿，同比增长 11.01%，归母净利润 1.03 亿，同比下滑 28.91%。2020 年公司计提资产减值准备金额 2.84 亿，其中商誉减值 2.76 亿，存货减值 1821 万，冲回应收款项 973 万。

计提英国子公司商誉减值准备，单季度盈利大幅改善，公司业绩符合预期。受益于医药 CDMO 业务快速发展（2020 年半年报增长超 50%）以及工业厂房出售（收入约 2.69 亿），公司整体收入稳步增长；利润主要受英国子公司 ProjectBondHoldcoLimited 商誉减值影响。公司于 2017 年收购英国公司，2020 年受

疫情影响出现经营亏损，故计提商誉减值 2.76 亿，我们估算账面剩余商誉约 0.33 亿，后续减值风险较小。

单季度来看，2020 年公司第四季度实现营业收入 13.31 亿，同比增长 35.40%，在盐城未复产的情况下，公司业务持续增长。不考虑商誉减值，公司 2020 年全年净利约 3.79 亿，第四季度净利约 1.57 亿，环比增加 37.72%，为公司近五年来最高的单季度盈利，盈利能力大幅改善。

盐城复产农药 CDMO 重回正轨，股权激励推动医药 CDMO 发展。2020 年 12 月 21 日，公司盐城联化及江苏联化合计 9 条生产线实现复产，预计年贡献收入超 3 亿，其余生产线也有望整治检修后复产，作为公司农药 CDMO 业务最重要的生产基地，盐城逐步复产将推动公司业务重回正轨。

公司积极布局医药 CDMO 领域，拟将台州联化作为公司医药板块主要经营主体，并实施员工持股计划。近年来我国医药 CDMO 行业快速发展，年复合增速超 30%，而公司台州联化 2020 年上半年实现收入 9.03 亿，同比增长 162%，净利润 2.10 亿，同比增长 309%，在更好的激励机制下，未来将保持高速成长，增速将超越行业平均水平。

医药 CDMO 行业的后起之秀，维持“强烈推荐”评级。公司由农药 CDMO 行业，已成功切入医药 CDMO 领域，打开长期发展空间。暂不考虑保险赔偿，我们预测公司 2020-2022 年业绩分别为 1.02、7.28、8.84 亿，当前股价对应 PE 分别为 217、30、25 倍，我们看好公司医药 CDMO 业务的长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：安全生产事故，公司研发不及预期，新项目投产不及预期。

特别声明

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

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

分析师声明

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

分析师介绍

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

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

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

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

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

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

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

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/