货币海洋上的资产泡沫

2021 年 2 月 28 日

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。

本月十大金股

单位：元

代码	简称	行业	20EPS	21EPS	20PE	21PE
601939.SH	建设银行	银行	1.00	1.07	7.26	6.79
600031.SH	三一重工	机械	1.90	2.27	21.64	18.11
600323.SH	瀚蓝环境	环保	1.34	1.68	18.17	14.49
603456.SH	九洲药业	医药	0.47	0.74	75.66	48.05
002027.SZ	分众传媒	传媒	0.26	0.41	42.12	26.71
00700.HK	腾讯控股	传媒	13.2	16.5	50.19	40.15
600050.SH	中国联通	通信	0.20	0.23	21.65	18.83
603599.SH	广信股份	化工	1.22	1.47	25.78	21.39
601318.SH	中国平安	非银	7.83	8.40	10.88	10.14
600010.SH	包钢股份	钢铁	0.01	0.06	154.00	25.67

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- **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
执业资格证书号码：S0600518120001
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理 张家琦
执业资格证书号码：S0600119070011
zhangjiaqi@dwzq.com.cn
证券分析师 马祥云
执业资格证书号码：S0600519020002
maxy@dwzq.com.cn
证券分析师 陈显帆
执业资格证书号码：S0600515090001
chenxf@dwzq.com.cn
证券分析师 袁 理
执业资格证书号码：S0600511080001
yuanl@dwzq.com.cn
证券分析师 朱国广
执业资格证书号码：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业资格证书号码：S0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 侯 宾
执业资格证书号码：S0600518070001
houb@dwzq.com.cn
证券分析师 柴沁虎
执业资格证书号码：S0600517110006
chaiqh@dwzq.com.cn
证券分析师 胡 翔
执业资格证书号码：S0600516110001
hux@dwzq.com.cn
证券分析师 杨 件
执业资格证书号码：S0600520050001
yangjian@dwzq.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 策略分析: 3
2. 本月十大金股推荐 4
2.1. 银行: 建设银行 4
2.2. 机械: 三一重工 4
2.3. 环保: 瀚蓝环境 5
2.4. 医药: 九洲药业 6
2.5. 传媒: 分众传媒 7
2.6. 传媒: 腾讯控股 8
2.7. 通信: 中国联通 9
2.8. 化工: 广信股份 9
2.9. 非银: 中国平安 10
2.10. 钢铁: 包钢股份 11
3. 本月十大金股财务数据 12
4. 风险提示 12

1. 策略分析:

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: 如果 10 年期和 2 年期的利差扩大，美债收益率曲线变得更为陡峭，则表明市场期待经济复苏；如果利差收窄（2 年期的债券利率上升的速度快过 10 年期的债券利率），表明市场对短期的通货膨胀越来越担心，并且认为中长期的经济增长缺乏动力，对市场则会更为担忧。

2) 实际利率水平是否上升: 如果实际利率水平维持不变则没有影响。如果实际利率上升，则实体经济可能会抢夺资本市场的资金，资本市场的估值会受到影响。

3）社融的增速及绝对数量: 如果第一季度经济增速非常好，那么三月底两会后，央行在制定二季度及未来货币政策时，可能会明显调低社融增速，这将对市场产生较大的影响。

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。

2. 本月十大金股推荐

2.1. 银行：建设银行

投资建议：

1. 根据银保监会披露的行业数据，国有大行 2020 年全年利润同比+3.0%，其中 Q4 单季利润大幅高增 60.2%，增速高于市场预期。同时，息差环比三季度回升 2BP，我们预计主要源于压降结构性存款带来的负债成本改善。

2. 展望全年：资产端，我们预计全年货币政策趋于常态化，信贷供需的改变有望逐步推动贷款利率回升。国有大行作为市场最主要资金融出方，将更受益于市场利率的上行。负债端，监管对于高息存款的规范全面趋紧（包括规范结构性存款、互联网存款、中小银行异地揽储等），预计存款丰厚型的国有大行负债压力有望继续改善。

3. 在国有大行中，建设银行营收增长平稳、经营审慎，资产质量整体稳健（三季度末不良率为 1.53%），风险抵补能力雄厚（三季度末为 217.51%）。

关键假设及驱动因素：1. 货币政策常态化导致资产端贷款利率企稳甚至回升，负债端存款竞争缓解带动成本改善；2. 经济回暖带动银行资产质量向好。

有别于大众的认识：国有大行的资负结构更受益于市场利率上行，同时对于高成本存款的严监管利好国有大行的负债端成本，当前银行股基本面趋势与估值预期差最大的是国有大行。

股价催化剂：2020 年全年及 2021 年一季度营收增速、归母净利润增速；净息差；不良贷款率、拨备覆盖率。

风险提示： 1、疫情冲击宏观经济，造成银行资产质量承压；2、银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄；3、银行利润持续下滑。

2.2. 机械：三一重工

投资建议：

1. **1 月挖机销量同比+97.2%，行业成长性大于周期性。**2021 年 1 月挖掘机（含出口）销量 19601 台，同比+97.2%。1 月三一挖机销量 5890 台，同比增长 104.7%，市占率超过 30%继续提升。更新需求（寿命替换+国四切换）+新增需求（机器替人+国内内循环+替代装载机）+出口增长驱动下，行业成长性大于周期性。我们预计 2021 年挖机销量保持 10%左右增长，未来几年波动估计维持正负 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。

2. **建议积极配置低波动周期中的强α。**低波动率周期中更强调公司的产品竞争力、

生产效率以及供应链管理，三一重工作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价。成本控制是三一竞争力之一，通过智能化和供应商降成本，盈利能力领先行业，同时公司掌握行业优质客户资源，逾期率已降至非常低。

3. **国际化再造三一重工，数字化打破成长天花板。**在全球竞争最激烈的中国市场，2020 年三一挖机份额已升至 28%，远高于徐工 16%、卡特 10%，竞争力十分出色。但同期海外份额预计不足 3%，与产品竞争力及公司定位极不匹配。随着国际布局全面铺开，数字化深化龙头竞争优势，我们预计 2030 年公司全球挖机份额有望升至 30%。国际并购推进+数字转型深化（如进入工程机械万亿级后市场，产品软化），远期成长空间进一步打开。

4. **国内份额提升+国际化+数字化软化，公司成长空间打开。我们预计公司 2020-2022 年净利润分别为 161/193/211 亿元，对应 PE 分别为 22/18/17 倍。基于上述逻辑，给予 2021 年目标估值 25 倍 PE，对应市值 4825 亿元，维持“买入”评级。**

关键假设及驱动因素：

关键假设：1. 更新需求（寿命替换+国四切换）+新增需求（机器替人+国内内循环+替代装载机）+出口增长，行业周期属性削弱；2. 公司产品竞争力兑现，国内份额及海外份额持续增长。3. 数字化战略逐步深化，产品+服务竞争力优势进一步拉大。

驱动因素：国内份额提升+国际化+数字化软化，带来持续业绩弹性；行业周期属性弱化，提升估值水平。

有别于大众的认识：

第一、国内市场：行业景气拉长+龙头份额提升+产品结构优化，国内低波动周期中的强 α。

第二、国际化：全球挖机市场增长+公司全球份额提升，带来持续业绩弹性；得挖机者得天下+挖机周期属性弱化，利于公司估值水平提升。

第三、数字化：拓展公司业务边界，人员结构及业务软化，远期成长空间打开。

股价催化剂：挖机、起重机、混凝土机行业景气超预期；三一份额超预期提升；出口增长超预期。

风险提示：全球经济下行；国际政策变动；海外贸易争端加剧；行业周期波动；行业竞争加剧；数字化转型不及预期。

2.3. 环保：瀚蓝环境

投资建议：

1. 好行业好模式好资产：垃圾焚烧行业需求刚性增长，垃圾焚烧量未来 5 年维持12%增速，成长确定性强。商业模式稳定经营现金流/利润比保持在 1.5 到 2 倍，roe15%以上。

2. 商业模式有望向 C 端理顺，国补逐步退坡预期下垃圾焚烧企业有望与地方政府启动垃圾处理费调价机制，最终将垃圾处理费付费责任向 C 端传导，改善行业付费模式痛点问题，完善现金流。

3. 资本开支高峰期已过，运营项目投运后自由现金流转好。

4. 公司治理水平优异，并购创冠中国后实现业务版图与经营区域的双扩张，财务数据与经营效率均有明显提升，优秀整合能力得到验证。

5. 预计 1.3 万吨垃圾焚烧项目 2020 年抢装并网，垃圾量翻倍，筹建项目/已建在建项目规模比仅 4%，新开工项目规模少则整体受国补竞价上网政策影响小，风险收益比高，21 年 pe14 倍。

6. 碳中和背景下，可再生能源项目有望从碳交易中获得碳配额受益。

关键假设及驱动因素：1. 固废项目持续中标及顺利投产；2. 公司治理水平优于同行；3. 燃气供水排水等公用事业稳定增长。

有别于大众的认识：1. 垃圾焚烧行业具备刚性，商业模式有望向 C 端理顺，解决付费痛点。2. 资本开支高峰期已过，未来随着运营项目的逐步投运，自由现金流会逐步转好。3. 可再生能源项目有望中碳交易中获取超额收益。

股价催化剂：1. 固废项目陆续投产转化收入；2. 垃圾焚烧量快速增长；3. 碳中和背景下受益碳交易。

风险提示：项目进展不及预期，国补退坡风险，市场竞争加剧。

2.4. 医药：九洲药业

投资建议：

API+CDMO 双布局，公司近年来业绩显著提速。2019 年九洲药业 API、CDMO 业务分别实现营业收入 10.13 亿元和 7.57 亿元，其中 CDMO 业务近五年 CAGR 达 19.78%，2020H1 实现收入 4.36 亿元，同比增长 136.16%，带动公司业绩显著提速。收入结构中 CDMO 业务占比提升及原料药涨价+成本控制推动公司毛利率不断上行，2020 年上半年公司综合毛利率 42.22%，盈利能力不断增强。CDMO 方面，我国 CDMO 行业受益发达国家产业链转移及创新药研发高景气度，MAH 制度为行业发展扫清障碍，预计未来三

年实现 20%左右的复合增长。公司 CDMO 业务订单需求旺盛，供给进入新一轮产能扩张期。尤其是 2019 年公司收购诺华苏州工厂，诺华 Entresto、Kisqali 及 Gleevec/Tasigna 三类重磅药品全球放量有望带动公司业绩跨越式增长。其他 CDMO 业务受益公司手性催化、连续化反应和氟化学三大平台，预计将实现超行业均值的增速。同时，公司通过产业链上下游拓展打开长期增长空间，10 亿元定增扩建瑞博苏州研发中心将提高研发规模并增强公司一体化服务水平。研发团队持续扩充+产能不断优化升级，公司未来有望跻身 CDMO 行业第一梯队。我们预计九洲药业 2020-2022 年公司分别实现 CDMO 业务收入 12.40 亿、19.52 亿、26.29 亿元。原料药方面，行业稳健增长，中印两国承接全球产业链转移效果明显，国内原料药企业未来工艺技术及管理体系尚有较大提升空间。公司中枢神经类、非甾体抗炎类、抗感染类和降糖类四大产品构成 API 体系，卡马西平、奥卡西平、酮洛芬等拳头产品直接参与全球市场竞争，稳定贡献收入。受 2020 年下半年江苏瑞科复工利好影响，预计公司磺胺类及格列齐特原料药收入将有所改善，联手上药及公司自研新产品的上市未来提供一定业绩弹性。我们预计 2020-2022 年公司 API 业务分别实现收入 11.59 亿、12.65 亿、13.56 亿元。

我们预计九洲药业 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80 亿、5.99 亿、7.87 亿元，增速分别达 59.7%、57.4%、31.5%，净利润三年复合增速高达 49.1%，相应 2020-2022 年 EPS 分别为 0.47、0.74、0.98 元，对应当前股价 PE 76、48、36 倍。考虑到公司 CDMO 业务跨越式增长，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

关键假设及驱动因素： CDMO 业务跨越式成长，客户不断拓展，特色原料药业务维持行业增速，成本摊薄后净利润率持续抬升。

有别于大众的认识：九洲承接诺华订单及收购苏州诺华工厂不仅在于获得订单收入，更在于自身能力提升。

股价催化剂：诺欣妥新适应症获批放量超预期，高附加值订单持续落地。

风险提示：服务的主要创新药生命周期更替及上市销售低于预期的风险 、行业政策变化、原料药价格波动风险、汇兑损益风险等。

2.5. 传媒：分众传媒

投资建议：

公司经营杠杆高，边际收入变化都会体现在边际利润上，因此在经济逐步复苏的过程中，分众的盈利弹性会非常大。当前占公司收入约 40%的消费类广告主盈利新高，纷纷加大了在品牌广告上的投放，公司收入出现明显恢复。Q3 楼宇媒体已实现 32.37 亿元，同比增长 19.8%，公司全年业绩预告中预计归母净利润可达到 38.6-42.6 亿，Q4 实现利润在 16.58-20.58 亿之间，大幅超越市场预期。展望明年，公司影院业务将逐步恢

复，预计也将带来一定的利润增量。叠加 2020 年世界杯、奥运会等赛事有可能后延至 2021 年，这将促进 21 年广告主的广告投放，分众收入增长有望再超预期。

公司收入上升趋势持续，而盈亏平衡点下移，利润弹性突显，我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 116.96/152.40/172.40 亿元，同比增长-3.6%/30.3%/13.1%，归母净利润分别为 37.92/59.63/68.42 亿元，同比增长 102.2%/57.2%/14.8%，对应 PE 分别为 42.12/26.71/23.30 倍。我们维持公司“买入”评级。

关键假设及驱动因素：经济逐步恢复，竞争格局稳定。

有别于大众的认识：我们先于市场观察到了消费品广告主盈利情况及其广告投放行为的变化，当前消费类广告主盈利新高，他们因此有很强的动力去做品牌推广，分众作为线下高效的品牌推广渠道，率先受益。

股价催化剂：宏观经济好转，成本下行超出预期。

风险提示：疫情反复，宏观情况超预期下滑，回款不利。

2.6. 传媒：腾讯控股

投资建议：

金融科技业务展现较高的业绩弹性，支付费率每提升万分之一，对归母净利润就有 3-4 个百分点的带动，因此可以支撑公司业绩较快增速增长，公司业绩增长确定性高。此外，公司视频号进展超预期，根据阿拉丁数据，截止 2020 年底，视频号 DAU 已达到 2.8 亿人，用户时长 19 分钟，视频号的超预期进展将带动腾讯系整体用户时长占比，改变市场占比不断下滑的被动局面，将对公司的估值产生支撑，我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 4862.0/6189.5/7609.8 亿元，同比增长 28.9%/27.3%/22.9%，归母净利润分别为 1262.7/1578.9/1946.8 亿元，同比增长 35.3%/25.0%/23.3%，对应 PE 分别为 50.19/40.15/32.64 倍。

关键假设及驱动因素：用户时长持续增长，视频号 DAU 持续提升。

有别于大众的认识：支付业务的业绩弹性从报表上看不出明显的变化，因为过去公司金融科技业务含有大量的备付金利息收入，这部分收入过去是纯毛利的存在，但是公司 2019 年初将备付金全额上缴央行后就没有了利息收入（2020 年初又恢复 0.35%的利息率，但仅是之前 1/3-1/4 的水平），理应对公司金融科技业务毛利率造成较显著的负面影响，但是我们可以看到公司该业务的毛利率不仅没有下滑反而在往上走，这其实就是支付业务利润弹性的体现。当前金融科技业务的毛利率水平在逐季走高，业绩弹性将逐步显现，成为公司未来 3-5 年业绩增长的主要动力。

股价催化剂：用户时长占比上升，视频号 DAU 持续提升。

风险提示：硬件载体变革，公司治理变化，国家政策风险。

2.7. 通信：中国联通

投资建议：

1. **ARPU 值企稳回升，传统 2C 业务拐点或降至：**当前政策端对于运营商提速降费的压力减小，过度竞争的市场环境逐步改善，最近 5G 套餐资费来看，运营商定价基本趋于一致，因此，随着 5G 用户渗透率的不断提升，运营商 ARPU 值将进一步改善，带动传统 2C 业务稳步向上。

2. **2B 业务是现在的重点，也将成为未来业绩增长的关键：**运营商在 10-20 年阶段逐步被互联网厂商管道化，话语权和定价权逐步减小，未来 5G 时期，网络切片以及边缘计算等能力成为实现 5G 应用的关键技术，但是海量的算力要求大量的基础处设施资源，对于资金实力以及基建能力，运营商相比会联网厂商更具优势，同时运营商也掌握频谱资源、基站等重要资源，我们认为，5G 时期运营商将夺回部分话语权和定价权，在未来 2B 业务中成为不可缺失的关键一环。

3. **混改+成立子公司，创新业务模式探索领先：**2017 年中国联通混改方案落地引入战略投资者，借力新股东，创新商业模式和商业内容，同时于 2021 年成立子公司联通数科，进一步关注政企业务新发展。当前商业模式的探索是三大运营商面临的重要瓶颈，中国联通对于商业模式的探索和创新较其他运营商更为领先。

关键假设及驱动因素：

关键假设：1、国内 5G 建设进度不断推进，5G 用户渗透率不断提升；2、2B 商业模式探索进度顺利。3、提速降低压力逐步消除，传统 2C 业务实现加速向上。

驱动因素：传统 2C 业务加速向上、2B 业务模式探索顺利、市场对于 5G 的悲观预期逐步消除。

有别于大众的认识：5G 时期运营商基于资源以及技术优势，将夺回部分话语权和定价权，改变当前管道化的状态。

股价催化剂：2B 业务有成功案例；运营商 5G 招标推出；ARPU 值持续的回升。

风险提示：政策红利不及预期、5G 建设不及预期、5G 用户拓展不及预期、2B 商业模式拓展不及预期。

2.8. 化工：广信股份

投资建议：

1. 公司现有的农药品种格局稳定，市占率较高，拟发展品种空间较大。公司是一家农药原药生产企业，主要产品为多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆等品种，相关品种，市占率较高，行业影响力较强。拟发展品种吡唑醚菌酯、噁唑菌酮市场空间较大，且和传统产品能够形成原料的共通。

2. 补齐原料短板，打开新的发展空间。近年来，环保整治工作逐步常态化、规范化，一些采用传统工艺、污染较大的农药中间体企业无所遁形，中间体价格波动较大。公司抓住这一契机，着力发展光气及其衍生物，对邻硝及其衍生物，一方面巩固现有产品的核心竞争力，一方面为下一步的发展奠定基础。

3. 公司没有有息负债，在手现金充裕，土地储备丰富，长期发展空间较大。公司目前在蔡家山基地有 1200 亩土地，东至基地一期 1200 亩地，两个基地都有一定的土地储备。目前在手现金较多，没有有息负债，具备长期发展的潜力。目前，公司在建项目多为三药中间体项目，同时自己具备热电和码头，项目处在安徽省化工园区，业绩兑现确定性高。

关键假设及驱动因素：丙炔噁草酮和氯碱项目在 2021 年逐步投产。

有别于大众的认识：公司具备的核心光气资源及中间体具备产品延展潜力。

股价催化剂：通胀背景下农场品涨价，具备产品延展潜力的农药标的受益。

风险提示：东至园区毗邻长江，含盐废水处置成本逐步上升。广德基地锅炉吨位偏小。

2.9. 非银：中国平安

投资建议：

2020 年开门红预计将超预期。1）银行理财产品收益率大幅下降、信托等资管产品的风险显著上升，有助于提升保险产品相对吸引力，利好开门红销售。2）公司降低了 2019 年 NBV 增长目标，可更好平衡 2019Q4 及 2020 年开门红业绩。3）率先进行代理人队伍优化，队伍转型效果有望在开门红期间显现，我们预计开门红保费同比增速为 11%。

寿险：坚定转型，业务指标呈向好趋势：2019 年前三季度公司新业务价值 588.05 亿，同比+4.5%基本符合预期，其中 Q3 单季新业务价值 177.53 亿，同比 4.1%，具体来看：1）新单保费负增长缺口已在持续收窄：前三季度用于计算新业务价值的首年保费 1222.73 亿元，同比-7.0%，相较于上半年（新单增速-8.6%）累计增速缺口已有显著收窄，7 月起公司推进重疾保险产品迭代，如安福 2019II 升级及大小福星等，提升产品吸引力；2）新业务价值率显著提升：NBV Margin 提升是新单下滑背景下，价值仍保持提升的主

请务必阅读正文之后的免责声明部分

因，前三季度首年保费口径的新业务价值率同比提升 5.3pct.至 48.1%，相较于上半年的 44.7%继续提升，一方面短储产品减少，业务结构优化；另一方面，大小福星等新产品的价值率更高，产品切换+价值率提升成为驱动价值增长的主要驱动因素。

财险：承保端逐季改善，综合成本率优于同业：下半年开始承保端逐步改善：1）保费层面，前三季度车险、非车险、意外健康险同比分别+6.3%、+11.2%、+37.9%；2）综合成本率同比略有上升 0.2pct.至 96.2%，但环比二季度下降 0.4pct.，预计车险综合成本率在已赚保费形成率因素消除的影响下已有下行，但三季度自然灾害导致非车险综合成本率上升。

关键假设及驱动因素：险种结构持续改善，代理人队伍结构优化，推动新业务价值率提升。

有别于大众的认识：1. 公司是综合性金融集团，集团协同效应强，长期享有龙头溢价；2. 科技业务发展迅速，长期将反哺大金融业务。

股价催化剂：2020 年开门红超预期增长；新业务价值增速回升。

风险提示：1. 保障型产品后续销售不及预期；2. 长端利率大幅下行影响投资端；3. 管理层机制变革的不确定性。

2.10. 钢铁：包钢股份

投资建议：

1. 公司 2020/2021/2022 年收入分别为 653/771/848 亿元，增速分别为 3%/18%/10%。公司归母净利分别为 4.2/27.8/35.4 亿元，对应增速分别为-37%/563%/27%；对应 PE 分别为 154/26/19x；

2. 我们采取分部估值法估值，其中钢铁业务考虑到成长性不足按 PB 估值，稀土业务则基于资源属性以及中长期前景按 PE 估值。钢铁基于包钢产品类型（涉及薄板、厚板、长材、钢管、铁矿）选取 7 家类似业务的代表性公司作为比较对象，给予合理估值 1.0 倍；稀土则基于可比公司的估值分析，给予 40 倍估值；由此对应目标市值为 1233-1437 亿元（其中钢铁业务 529 亿元，稀土业务 704-908 亿元），故目前市值存在较大幅度低估，因此首次覆盖，给予公司“买入”评级。

关键假设及驱动因素：1. 传统制造业、新能源、节能领域景气度上行；2. 公司尾矿库项目稳定经营，钢铁业务维持现有规模，原材料自给率稳定。

有别于大众的认识：1. 包钢股份并非只有钢铁业务，还掌握包钢集团尾矿库（稀土储量居世界第二）；2. 包钢股份稀土业务被显著低估，且利润弹性较大。

股价催化剂：建筑业、传统制造业、新能源、节能领域景气度高增；稀土关联交易数量、价格上调。

风险提示：需求不及预期；稀土配额超预期；钢铁产能增长超预期。

3. 本月十大金股财务数据

	营业收入（百万元）			净利润（百万元）			EPS（元）		
	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
建设银行	743,877	808,037	866,018	253,419	270,506	286,659	1.00	1.07	1.13
三一重工	96,835	112,286	121,816	16,089	19,275	21,070	1.90	2.27	2.49
瀚蓝环境	7,541	8,317	9,565	1,024	1,284	1,530	1.34	1.68	2.00
九洲药业	2,669	3,514	4,314	380	599	787	0.47	0.74	0.98
分众传媒	11,696	15,240	17,240	3792	5963	6842	0.26	0.41	0.47
腾讯控股	486,196	618,949	760,981	126265	157893	194676	13.2	16.5	20.3
中国联通	304,432	321,479	348,484	6,064	7,024	9,201	0.20	0.23	0.30
广信股份	3,339	4,095	4,418	567	682	799	1.22	1.47	1.72
中国平安	599,432	732,503	916,565	143,099	153,483	179,322	7.83	8.40	9.81
包钢股份	65,299	77,053	84,759	420	2,784	3,541	0.01	0.06	0.08

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 风险提示

通胀上行超预期造成流动性收紧；疫情二次爆发。

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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