东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 26 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：拜登基建投资计划最新十问十答

拜登基建投资计划对美国经济刺激几何？根据美联储的研究，基建投资的财政乘数较高，平均来看为 2，即每 1 美元的基建投资可以使得 GDP 增速 2 美元。由此来计算，如果 2 万亿美元的基建投资计划在未来 10 年实施，美国经济 GDP 实际的年均增速和潜在增速均有望提升 0.2 个百分点，并且由于多数投资前置，实施初期对 GDP 增速的拉动较大。考虑到基建投资只是“美国复苏计划”，因此整个计划对美国经济增长的拉动将更为显著，这也表明了未来拜登政府推进该计划的迫切性。

宏观点评：监管收紧下，地产债成色几何？

监管加码叠加债券集中兑付，2021 年地产行业债券融资压力较大。监管收紧背景下，利差中枢上行明显，高评级债券收益率较为稳健，中低评级债券存在一定估值风险。

固收金工

固收点评：美债 10Y 面临调整的三个原因？——“真知”24

美债 10Y 后市判断： 2021 年全年“缓抬升”格局，年底看向 1.5-1.7%。

原因一：美债 10Y 的抬升主要来自于通胀预期的抬升，而非实际利率；而通胀预期持续抬升的可能性值得商榷。原因二：联储的基线剧情或同为“缓抬升”，“急抬升”或者“不抬升”都不好。原因三：导致全球主要发达经济体利率/收益率水平持续走低的中长期因素，并未由于本次危机而出现根本性逆转。

行业

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

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%。1 月单月环卫车销售环比变动-27.95%，纯电动环卫车环比变动-43.63%。新能源渗透率 3.89%，同比提升 0.36pct，较 20 年提升 0.58pct。

风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧

推荐个股及其他点评

吉利汽车（00175）：全面深化沃尔沃合作，进一步夯实内功

预测公司 2020-2022 年营业收入 961.4/1053.0/1143.3 亿元，同比-2.0%/+9.5%/+8.6%，归母净利润 69.18/87.77/113.77 亿元，同比-15.8%/+26.9%/+29.6%，对应 EPS 为 0.71/0.89/1.16 元，对应 PE 为 31.12/24.68/19.04 倍。考虑到吉利未来业绩迎来新一轮改善，当下对应 PE 估值处于低位，维持吉利汽车“买入”评级。

奇安信（688561）：全年营收继续高增长，参设车联网安全企

业完善产业布局

事件：公司发布业绩快报，预计 2020 年度实现营收 41.65 亿元，同比增长 32.04%；实现归母净利润-3.29 亿元，亏损同比减少 33.62%；实现扣非净利润为-5.56 亿元，亏损同比减少 19.24%。

包钢股份（600010）：稀土资源价值重估，钢铁业务景气回升

投资建议。预计公司 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 157/24/19x。我们采取分部估值法估值，钢铁基于包钢产品类型选取 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。

宏观策略

宏观点评：拜登基建投资计划最新十问十答

观点

随着美国第一阶段财政刺激即将落地，当前投资者逐渐将关注点转向拜登政府行将推荐的第二阶段财政刺激，尤其是普遍期待的基建投资计划。对此，我们根据了解到的最新信息，试图回答与之相关的十个问题。

拜登为什么要推出基建投资计划？根据我们了解到情况，在第一阶段财政刺激，即“美国拯救计划”（AmericanRescuePlan）预计 3 月在国会通过后，基建投资只是其第二阶段财政刺激，即所谓“美国复苏计划”AmericanRecoveryPlan）的一部分。其设想在美国经济走出疫情后，通过一系列长期投资来提高生产率，从而提升美国在全球的竞争优势。

基建投资法案的规模有多大？从“美国复苏计划”来看，其不仅包括了传统的基建投资、还涵盖了绿色能源、研发、教育、社会保障等领域的长期投资，虽然具体的细节尚未公布，但预计在传统基建和绿色能源领域的投资将达到 2 万亿美元，上述其他领域的投资为 1 万亿美元，因此整个“美国复苏计划”的投资规模在 3 万亿美元左右（图 1）。

拜登与特朗普的基建投资计划的不同？特朗普主要聚焦于传统基建投资，希望弥补其巨大的资金缺口（表 1）；而拜登的基建投资与气候、绿色等领域的长期投资相结合，意在提高美国的全球竞争力。因此，更应从“美国复苏计划”这一宏大视角来看待拜登的基建投资计划。

拜登何时公布其基建投资计划？我们预计在 3 月的某一次国会联席会议召开前，届时“美国复苏计划”已经实施。

基建投资计划在拜登的政治日程上具有优先性吗？是的，因为民主党能否在 2022 年中期选举时继续掌控国会，主要取决于其是否带领美国经济走出疫情并持续复苏，考虑到“美国拯救计划”主要是 2021 年的一次性支出，因此“美国复苏计划”对于 2021 后的美国经济复苏就显得尤为重要，并且奥巴马政府在金融危机后（2009 年）财政刺激不足导致复苏放缓的教训还历历在目。

拜登会使用“和解”程序来通过基建投资计划吗？会，虽然当前共和党也对基建投资持开放态度，但两党在诸如支付机制和环境条款等细节问题上一直存在分歧。因此，为了确保经济在 2021 年后的复苏前景，拜登政府很可能会用“和解”程序下的 51 票通过“美国复苏计划”。

拜登政府的基建投资计划何时实施？拜登政府很可能在下一财年开始，即 2021 年 10 月 1 日后寻求“和解”程序来通过基建投资计划，因此其正式的实施要到 2022 年。

拜登政府的基建投资计划推荐面临的阻碍？如果最高法院在“加州诉德州”一案中推翻《平价医疗法案》，很可能会阻碍拜登基建计划在 2021 年的推进，因为优先事项可能会转移到新的医疗法案上。

哪些因素会影响基建计划的规模？一是“美国拯救计划”最终实施的规模，较高的规模可能会缩减“美国复苏计划”的空间；二是加税的力度，政府永久性支出约占拜登基建计划的 50%，这部分融资是通过税收

请务必阅读正文之后的免责声明部分

来实现的，尤其是对富人和大企业的加税，有可能会面临一定的阻力。

拜登基建投资计划对美国经济刺激几何？根据美联储的研究，基建投资的财政乘数较高，平均来看为 2，即每 1 美元的基建投资可以使得 GDP 增速 2 美元。由此来计算，如果 2 万亿美元的基建投资计划在未来 10 年实施，美国经济 GDP 实际的年均增速和潜在增速均有望提升 0.2 个百分点，并且由于多数投资前置，实施初期对 GDP 增速的拉动较大。考虑到基建投资只是“美国复苏计划”，因此整个计划对美国经济增长的拉动将更为显著，这也表明了未来拜登政府推进该计划的迫切性。

风险提示：通胀预期升温，资产价格过快上涨

（证券分析师：陶川）

宏观点评：监管收紧下，地产债成色几何？

观点

2021 年地产行业债券融资延续了去年 8 月以来的紧缩，净融资持续 7 个月为负。“三条红线”监管出台后，行业利差上行逾 50BP，从行业基本面来看，监管趋严下行业分化更加明显，预计等级利差将持续走阔。

自“三条红线”监管以来，地产债已持续 7 个月净融资额为负。自 16 年底“房住不炒”政策基调出台以来，地产行业债券净融资额整体收缩，特别是去年 8 月“三条红线”监管进一步收紧，地产债净融资已持续 7 个月为负，为 16 年“房住不炒”以来持续时间最长。我们预计，随着政策对地产融资的抑制，叠加集中到期兑付压力，净融资额将持续处于低位。

21 年偿付压力集中在一季度和三季度，预计 3 月将迎来一波供给冲击。地产行业 21 年将面临债券集中到期压力，全年到期逾 6000 亿，主要集中在一季度、三季度，2 月受春节假期影响，新发行对到期债券的覆盖率仅 41%，参考 1 月 82%的覆盖率，预计 3 月新发行规模超过 700 亿。

16 年地产政策收紧以来，行业利差整体呈倒“V”形。16 年“房住不炒”政策出台以来，地产行业利差整体呈倒“V”形，随着 18 年政策加码，利差在 7 月达到峰值逾 170BP。“三条红线”监管进一步抑制地产，利差走阔逾 50BP。我们预计，随着地产行业整合发力，信用利差将逐步修复。

监管收紧下，利差中枢上行，等级利差走阔。监管收紧前，行业利差地位震荡，等级利差分化不明显。进入 17 年后受监管趋紧影响，行业利差中枢上行，AAA 评级较为稳健，信用利差持续低位，AA+与 AAA 等级利差迅速走阔，AA+估值风险较大。“三条红线”加码后，中低评级等级利差走阔，AA 利差上行逾 200BP。我们认为，监管趋严会导致利差中枢快速上行，其中，高评级债券较为稳健，中低评级债券对监管加码反应更为明显，存在一定估值风险。

我们认为，监管加码叠加债券集中兑付，2021 年地产行业债券融资压力较大。监管收紧背景下，利差中枢上行明显，高评级债券收益率较为稳健，中低评级债券存在一定估值风险。

风险提示：地产行业政策变化，融资环境超预期变化

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陶川　研究助理：周璐）

固收金工

固收点评：美债 10Y 面临调整的三个原因？——“真知”24

报告摘要

美债 10Y 后市判断：2021 年全年“缓抬升”格局，年底看向 1.5-1.7%。

原因一：美债 10Y 的抬升主要来自于通胀预期的抬升，而非实际利率；而通胀预期持续抬升的可能性值得商榷。（1）自 2020 年 8 月以来，美债 10Y 抬升 62Bps，其中 10 年期 TIPS 仅抬升 1Bps，而 10 年期平准通胀率抬升 61Bps，本次美债 10Y 抬升主要来源于通胀预期的抬升所导致的；（2）通胀预期后市持续抬升可能性不大：（a）抬升空间不足。当前通胀预期 2.21%已经接近历史均值 2.03%向上一个标准差 2.44%，距离这一位置仅有 23Bps，距离历史峰值 2.71%也仅有 50Bps 的空间；（b）抬升节奏过快。对比次贷危机（2009 年 1 月）之后通胀预期的抬升节奏来看，本次回撤频次过少，回撤幅度过小；而对比特朗普上任（2016 年 1 月）之后通胀预期的抬升节奏来看，本次抬升无论从幅度上还是节奏上都更大、更快；这意味着之后通胀抬升的节奏大概率会降速，会出现回撤；（c）当期通胀及核心通胀仍疲软。通胀预期同当期通胀之间存在着很复杂的内生性关系，相互影响、互为因果，但偏效应都是正的。在 2020 年 9 月触及反弹后高点以来，近期 PCE，核心 PCE，CPI，核心 CPI 均出现了一些疲软的迹象，核心物价指数同比在 1.5-1.6%（非核心物价指数同比在 1.3%左右），同单边上涨的通胀预期形成反差，核心利差扩大至 60-70Bps（非核心利差扩大至 90Bps），疲软的当期通胀并不支撑通胀预期持续抬升。

原因二：联储的基线剧情或同为“缓抬升”，“急抬升”或者“不抬升”都不好。情景一：美债 10Y“缓抬升”。“缓”是一个相对的概念，这里我们的概念是指相对于通胀预期抬升的速率来说，要慢一些，这意味着实际利率水平或者基本维持不动（正如 2020 年 8 月份至今一样），或者进一步小幅下探 20-30Bps 至-1.2~-1.3%。一旦真实利率持续下探，联储的反馈会是 1.关注劳动力市场，U3 及 U6 失业率水平；2.若劳动力市场持续复苏，或可提前释放缓扩表、甚至缩表的前瞻指引；若复苏放缓甚至停滞，则按兵不动。情景二：美债 10Y“不抬升”。“长期（SecularStagnation）”或“日本化（Japanification）”最大的特征就是低利率、低通胀、低增长的“三低”综合症；这意味着如果美债 10Y 在 2021 年“不抬升”，联储大概率会采取行动提振通胀，避免“三低”综合症的出现。情景三：美债 10Y“急抬升”。同理，这里“急”的含义也是相对的，即相对于通胀预期的抬升速率来说，这意味着实际利率的抬升，若抬升速率过快，严重依赖于信贷、杠杆支撑的经济活动，包括房地产按揭、个人耐用品消费等经济活动，或出现迅速地退潮，这将不利于联储实现首要目标充分就业。联储此时可以采取进一步扩表，或者采取 YCC 的手段来让美债 10Y 降速，经过我们对日本采用 YCC 策略既控制住了日债 10Y 的波动，又控制住了资产负债表规模的成功经验的回溯分析来看，我们比较倾向于联储考虑 YCC 的可行性。综合来看，我们认为情景三构成短期风险，情景二构成长期风险，而联储的基线情

请务必阅读正文之后的免责声明部分

景，或者说最理想的情景应该是情景一，即美债 10Y“缓抬升”。

原因三：导致全球主要发达经济体利率/收益率水平持续走低的中长期因素，并未由于本次危机而出现根本性逆转。Summers（2014,2015）以及RachelandSummers（2018）提出来的框架：他们认为结构性的高储蓄倾向以及低投资意愿的组合，导致了利率的趋势性下行。我们需要思考的是以上提到的这些因素是否由于疫情带来的动态变化，而导致我们会做出同 2019 年下半年所不一样的思考，这是一个开放性的问题。

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）

行业

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

投资要点

新能源渗透率提升 0.6pct，五地出台政策环卫新能源持续推进。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%。1 月单月环卫车销售环比变动-27.95%，纯电动环卫车环比变动-43.63%。新能源渗透率 3.89%，同比提升 0.36pct，较 20 年提升 0.58pct。2021 年共有 5 地公布新能源环卫政策。包括肇庆、杭州下城区、武汉汉南区、上海、郑州。上海力争 2025 年新增更换全部使用新能源，郑州对现有小型环卫车全部更新新能源。

市场集中度提升头部公司扩张，宇通新能源大增表现亮眼。21M1 环卫车销售 CR3/CR6 分别为 41.40%/50.21%，较 20 年变动+3.57pct/+3.38pct。纯电动环卫车 CR3/CR6 分别为 47.45%/69.11%，较 20 年变动-3.99pct/+0.89pct。集中度提升竞争格局优化，其中，头部上市公司：

盈峰环境：规模稳步扩张。环卫车销售 1615 辆，同比变动+2.22%，纯电动环卫车 49 辆，同比变动-7.55%。环卫车市占率行业第一，市占率 20.01%，同比变动-0.19pct，较 20 年变动+3.76pct。纯电动市占率行业第二，市占率 15.61%，同比变动-3.60pct，较 20 年变动-6.54pct。

宇通重工：新能源大增表现亮眼。环卫车销售 336 辆，同比变动+173.17%，纯电动环卫车销售 70 辆，同比变动+1066.67%。环卫车市占率首次进入前四，市占率 4.16%，同比变动+1.57pct，较 20 年变动+2.02pct。纯电动市占率行业第一，市占率 22.29%，同比变动+20.12pct，较 20 年变动+1.83pct。

龙马环卫：销量稳定提升。环卫车销售 637 辆，同比变动+22.97%，纯电动环卫车 16 辆，同比变动+14.92%。环卫车市占率行业第三，市占率 7.89%，同比变动+1.27pct，较 2020 年变动+2.42pct。纯电动市占率 5.10%，同比变动+0.02pct，较 20 年变动-3.74pct。

垃圾收运类放量增速较快。20M1 环卫车销售中，垃圾收运类 5175 辆，同比变动+12.71%，占比 64.06%，较 20 年变动+14.26pct。纯电动环卫

请务必阅读正文之后的免责声明部分

车销售中，垃圾转运类 198 辆，同比变动+13.79%，占比 63.06%，较 20 年变动+14.70pct。

行业趋于高端化，中高端产品占比提升。20M1 环卫车销售中，中高端销售 3682 辆，同比变动+11.51%，占比 45.61%，较 20 年变动+8.31pct。纯电动环卫车销售中，中高端销售 141 辆，同比变动+31.78%，中高端占比 44.90%，较 20 年变动-14.33pct。

投资建议：环卫新能源十年五十倍优质赛道，政策驱动&新能源环卫优势体现，环卫新能源市场放量，渗透率持续提升，建议关注：盈峰环境：龙头出击新能源再度领跑，龙头地位复制环服订单市场第一；ST 宏盛：制造+服务优势铸就环卫电动化蓝海中的宇通；龙马环卫：新能源市占率持续提升，服务占比超装备毛利率现拐点。

风险提示：新能源渗透率不及预期，环服市场化率不及预期，竞争加剧

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

吉利汽车（00175）：全面深化沃尔沃合作，进一步夯实内功

公告要点：

吉利汽车 2 月 24 日晚发布公告称，与沃尔沃形成最佳合并方案，双方在保持各自现有独立公司结构的基础上，就动力总成、电气化、自动驾驶、运营协作四大领域进行一系列合作，建立新的治理模式保障项目高校开展，加强双方协同效应。

动力总成+电气化+自动驾驶深度合作，聚焦新四化，加速技术进步。

1）动力总成业务股权合并，强化技术优势。吉利与沃尔沃双方就动力总成业务联合成立采购公司，2021 年底正式运营。发挥吉利 CMA/BMA/PMA 以及沃尔沃 SPA 模块化生产平台优势，不断提高零部件通用化率，显著降低成本，提升协同效应；另外，吉利进一步融合沃尔沃成熟的小排量动力总成及混动技术，强化自身在动力总成领域的技术优势，保持行业领先水准。2）电气化+自动驾驶业务深度合作，聚焦新四化，满足市场多元化需求。吉利与沃尔沃在 SEA+SPA2 纯电模块化架构基础上共同开发下一代模块平台，双方共享技术成果。并由沃尔沃子公司 ZenseactAB 牵头开发自动驾驶解决方案，在沃尔沃自身业内顶尖安全技术基础上向电动化、智能化迈进，未来与 Waymo 等国际企业充分合作，以较低投入实现最优效果。

加强运营协作，技术+运营+联合多点布局，积极迎接行业百年变局。

领克品牌去年年底进入欧洲市场，借由沃尔沃成熟的海外销售渠道和售后网络，加速领克品牌在欧洲知名度的提升。此外，吉利在瑞典成立研发中心，与沃尔沃就技术和渠道运营等方面合作更加紧密，相辅相成。吉利还与百度（自动驾驶技术）、腾讯（数字化）、富士康（代工生产）等各类势力进行业务合作，积极主动迎接汽车行业与计算机、AI 智能等行业碰撞下带来的百年变局，推动行业实现整体共赢。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：

我们预测公司 2020-2022 年营业收入 961.4/1053.0/1143.3 亿元，同比-2.0%/+9.5%/+8.6%，归母净利润 69.18/87.77/113.77 亿元，同比-15.8%/+26.9%/+29.6%，对应 EPS 为 0.71/0.89/1.16 元，对应 PE 为 31.12/24.68/19.04 倍。考虑到吉利未来业绩迎来新一轮改善，当下对应 PE 估值处于低位，维持吉利汽车“买入”评级。

风险提示：全球疫情控制低于预期；下游乘用车需求复苏低于预期；与沃尔沃合并协同效应低于预期。

（证券分析师：黄细里）

奇安信（688561）：全年营收继续高增长，参设车联网安全企业完善产业布局

事件：公司发布业绩快报，预计 2020 年度实现营收 41.65 亿元，同比增长 32.04%；实现归母净利润-3.29 亿元，亏损同比减少 33.62%；实现扣非净利润为-5.56 亿元，亏损同比减少 19.24%。

投资要点

全年营收继续高速增长：2020 年营收 41.65 亿元，同比增长 32.04%；Q4 单季度，实现营收 22.95 亿元，同比增长 33.43%。2020 年，公司营收继续高速增长的主要原因，一方面是公司产品的市场竞争力进一步提升，基础架构安全、大数据智能安全检测与管控两类新赛道产品在市场上的竞争力不断提升，在自有产品中营收占比由 2019 年的 34.95%提升至 42.65%；另一方面，尽管受到疫情影响，但得益于政府和企业客户的网络安全需求依然旺盛，网络安全行业仍然实现了较大幅度增长。

“高质量发展”战略初见成效，亏损进一步收窄：2020 年实现归母净利润-3.29 亿元，亏损同比减少 33.62%。扣非净利润为-5.56 亿元，亏损同比减少 19.24%。Q4 单季度归母净利润 6.78 亿元，同比增长 40.96%。2020 年营业利润、利润总额及归母净利润亏损大幅收窄的主要原因是公司贯彻“高质量发展”战略并初见成效：一方面，营收增长质量进一步提升，集成业务的营收占比明显下降，公司毛利率由 2019 年度的 56.72%提升至 59.55%；另一方面，公司进一步加强费用管控、提升经营效率，在持续加大研发投入的同时，销售费用及管理费用营收占比较去年同期有所下降。2020 年公司以毛利为导向的考核体系初见成效，随着公司营收规模加大、经营效率提升、研发平台协同效应进一步显现，预计 2021 年公司归母净利润亏损有望接近盈亏平衡。

拟参设合资公司布局车联网安全：公司全资子公司奇安信网络科技拟与关联方中电互联以及非关联方北京联安信共同出资设立中电车联信安科技有限公司，注册资本为人民币 5,000 万元，其中奇安信网络科技拟出资 1,750 万元，持股比例为 35%。合资公司以智能网联车安全、智能网联汽车安全认证、网络安全系统集成等为核心业务，通过合资公司安全实验室孵化、研发车联网安全、智能网联车安全认证、网络安全系统集成等服务及产品，面向全国范围车企、中国电子及奇安信现有汽车行业市场进行产品及服务销售。发展车联网领域的网络安全服务符合目前奇安信的发展方向，本次对外投资有利于拓宽奇安信在车联网领域安全业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

务的市场，完善产业布局。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年营收分别为 41.65 亿元、57.57 亿元、79.44 亿元，归母净利润分别为-3.29 亿元、-0.11 亿元、3.63 亿元。作为国内网络安全领域的龙头，目前仍处于相对高投入和前期布局阶段，业绩有望继续保持高速增长，维持“买入”评级。

风险提示：网络安全行业推进不及预期；产品+服务业务增长不及预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

包钢股份（600010）：稀土资源价值重估，钢铁业务景气回升

投资要点

北方钢铁与稀土资源巨头。公司是西北地区最大的钢铁工业基地，目前已形成年产 1650 万吨铁、钢、材配套能力。集团拥有的白云鄂博矿尾矿库，资源储量 2 亿吨，稀土储量（折氧化物）约 1280 万吨，稀土储量居世界第二。2015 年公司收购包钢集团白云鄂博矿资源综合利用工程项目、包钢集团选矿厂和尾矿库，转型为资源型企业。

钢铁业务景气回升。2021 年钢铁行业预计供需好转，其中供给端产能置换导致新增产能 1.5%左右，需求端受益制造业复苏和海外经济回升，预计增长 4.8%左右，由此产能利用率预计小幅抬升 1.7 个百分点至 90.4%；另外很重要的一点，随着焦炭限产逐步放松，以及高矿价诱发非主流矿大幅增长，预计成本端将再次贡献红利，故钢铁利润将较大幅度增长。

掌控集团尾矿库与选矿厂，定位资源型企业。2015 年公司完成了对包钢集团尾矿库、白云鄂博矿资源综合利用工程项目和包钢集团选矿厂的收购。公司尾矿资源开发生产的稀土精矿稀土产品仅供北方稀土，交易价格根据市场价格调整。每半年可根据实际情况进行调整。

稀土精矿涨价弹性较大。公司 2020 年稀土业务净利润我们测算在 8.4 亿元左右；未来稀土精矿关联交易调价幅度假设 30、50、90%，则对应稀土利润增幅分别为 40.3、67.1%、120%，弹性较大；且随着集团稀土配额增长，精矿供应量亦会增加，从而给盈利增长带来双重弹性。

稀土行业供需紧张，景气上行。全球范围内稀土需求端集中在传统汽车（38%）、新能源汽车（12%）、风电（10%）和变频空调（8.4%），其它包括节能电梯、工业机器人、消费电子等等。随着新能源汽车及电动二轮车产量高速增长、风电长期装机容量增长、消费电子需求复苏等，稀土行业景气上行。目前稀土产业链库存较低，供给增量可控，供需紧张格局将具备较强持续性。

投资建议。预计公司 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 157/24/19x。公司目前 PB 在钢铁行业中处于中值水平，但是 PE 明显低于稀土同行。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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

风险提示：需求不及预期；稀土配额超预期；钢铁产能扩张超预期。

（证券分析师：杨件）

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