东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 24 日

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

宏观策略

策略周评：东吴策略·公募抱团加强，散户情绪高涨——市场温度计

机构行为：内外资风格均偏向价值。外资偏好医药、银行、电力设备等行业，对汽车、基础化工、电子等行业相对谨慎。公募基金在连续两周的风格分化后，抱团再次加强，主要偏好消费和金融为代表的价值板块。

股市流动性：2/8-2/19 交易日期间公募基金延续大规模发行，散户入市情绪高涨。A 股资金净流入 1047 亿元，前值 747 亿元，净流入主要由公募基金发行、杠杆资金和外资流入贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有回升；行业间的分化较上周大幅下降。

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

汽车行业月报：疫情+芯片影响有限，景气度持续向上

整车板块（长城/吉利/长安/比亚迪/广汽/上汽），零部件板块优选核心赛道，智能化（华阳集团/德赛西威/中国汽研）+特斯拉产业链（拓普集团+银轮股份+旭升股份）+单一品类赛道（福耀玻璃+星宇股份）

银行行业点评：房贷限额放松？或只是局部市场维稳

事件：根据 21 世纪经济报道，近期央行广州分行、广东银保监局下发有关广东（不含深圳）辖内的地方法人银行业金融机构房地产贷款集中度管理相关工作的通知，结合广东辖内实际情况，对第三档、第四档的地方法人银行房地产贷款占比上限分别提高 2pct、2.5pct。

推荐个股及其他点评

金力永磁（300748）：钕铁硼磁材隐形冠军，乘着新能源东风

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 24.3/33.0/46.2 亿元，同比分别为 43%/36%/40%；归母净利分别为 2.4/3.1/5.1 亿元，同比分别为 52%/32%/65%；对应 PE 分别为 63.54/48.10/29.81x；考虑下游新能源和节能领域需求高增，公司扩产计划逐步完成，故首次覆盖给予公司“买

入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·公募抱团加强，散户情绪高涨——市场温度计

机构行为：内外资风格均偏向价值。外资偏好医药、银行、电力设备等行业，对汽车、基础化工、电子等行业相对谨慎。公募基金在连续两周的风格分化后，抱团再次加强，主要偏好消费和金融为代表的价值板块。

股市流动性：2/8-2/19 交易日期间公募基金延续大规模发行，散户入市情绪高涨。A 股资金净流入 1047 亿元，前值 747 亿元，净流入主要由公募基金发行、杠杆资金和外资流入贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速、市盈率角度来看，均为尾部跑赢头部。

情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有回升；行业间的分化较上周大幅下降。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

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”

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

汽车行业月报：疫情+芯片影响有限，景气度持续向上

投资要点

产销层面：疫情+芯片双重影响下，产批零数据依然靓丽

1 月狭义乘用车产量实现 184.8 万辆（同比+32.7%，环比-19.6%）。批发销量实现 202.8 万辆（同比+26.8%，环比-12.4%）。其中新能源乘用车批发 16.8 万辆（同比+290.6%，环比-20.5%）。交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 226.9 万辆（同比+22.8%，环比-11.6%），其中新能源零售实现 14.8 万辆，宏光 mini/Model3/比亚迪汉分列前三，自主整体强于合资。1 月 SUV 市场德系/日系份额上升；轿车市场自主/日系份额下降。1 月消费结构变化中，中高端消费占比下降，低端消费占比显著提升。重点车企产销层面，长城+比亚迪+长安自主+长安福特表现较好。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

库存层面：企业库存减少 14.9 万辆，渠道库存减少 26.9 万辆

1 月传统车企业库存减少 14.9 万辆，2015 年 1 月以来累计为-63 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。渠道库存减少 26.9 万辆，2015 年 1 月以来累计为 336 万辆，渠道库存系数为 1.8 月。新能源乘用车 1 月库存增加 3.8 万辆，2015 年 1 月以来累计为 52.9 万辆，历史高位。主流自主&合资品牌小幅去库。自主中奇瑞/比亚迪/上汽库存系数较高，合资中上汽大众库存系数较高。

价格层面：2 月折扣率整体回稳

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。

投资建议：全面看多汽车板块

疫情影响有限，坚定全面看多汽车板块：1）景气复苏逻辑正在验证！长期国内乘用车销量依然可创新高！2）从周期到成长股估值体系的变化。未来汽车是“电动+智能”共同定价，会成为下一个移动终端，软件持续收费成为主盈利模式。数据积累构建长期护城河，形成强者恒强的局面。3）新一轮自主崛起将成为未来 3 年整车股核心主线。电动智能车带动自主品牌进一步跨越 20 万价格带，市占率进一步提升。整车板块（长城/吉利/长安/比亚迪/广汽/上汽），零部件板块优选核心赛道，智能化（华阳集团/德赛西威/中国汽研）+特斯拉产业链（拓普集团+银轮股份+旭升股份）+单一品类赛道（福耀玻璃+星宇股份）。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

银行行业点评：房贷限额放松？或只是局部市场维稳

事件：根据 21 世纪经济报道，近期央行广州分行、广东银保监局下发有关广东（不含深圳）辖内的地方法人银行业金融机构房地产贷款集中度管理相关工作的通知，结合广东辖内实际情况，对第三档、第四档的地方法人银行房地产贷款占比上限分别提高 2pct、2.5pct。

投资要点

广东适度放松地方银行房地产贷款额度上限，本身符合前期房贷新规的要求，反映了因地制宜、稳定市场的政策导向。

银保监会 12 月 31 日发布了房地产贷款新规，将所有银行分为五档，对每一档内的银行设置了个人住房贷款占比和房地产总贷款占比两个上限（表 1）。我们此前估算，部分头部银行超标（由于房贷存量规模较大），所以新政策对楼市及银行信贷投放的影响深远，一度造成今年部

请务必阅读正文之后的免责声明部分

分地区的房贷额度紧张，部分银行也对信贷投放规划有所调整。

近期广东省对第三、四档的地方法人银行房贷占比上限，在监管基准上分别调高了 2pct、2.5pct，意味着广东区域的按揭贷款额度有所放宽。不过，我们认为这并不代表对房地产贷款的调控力度超预期放松，因为此前政策文件中，本来就明确“可以结合区域发展情况，对三、四、五档银行的房贷占比上限增减 2.5pct 以内”。所以，本次广东省上调房贷集中度指标的对象和上调幅度，完全符合前期政策要求。需要强调的是，住房贷款以外的房地产贷款（例如开发贷）占比不变，所以指标放松仅针对住房贷款，同时国有大行、股份行、民营银行等也不涉及。

我们认为，广东对房贷占比上限的放松，主要是结合区域实际情况，稳定房地产市场发展和消费者预期，同时保证满足刚需。另一方面，监管层近期仍在严查经营贷及消费贷违规流向楼市的问题，同时热点区域的房地产管控也持续严格，因此不代表房贷管控力度整体放松，但不排除后续仍有其他区域适度调整指标上限。此外，从地方法人银行经营角度，适度松绑房贷也能缓解部分压力，因为近期区域性地方法人银行已经被禁止通过互联网渠道异地吸收存款、投放贷款，而房贷仍属于本地市场的优质资产。

宏观角度，2020 年房地产贷款增速进一步回落，全年低于人民币贷款总量增速，存量贷款余额的占比小幅下行。

根据央行每季度发布的金融机构贷款投向统计报告，近两年来我国房地产贷款的增速及占比均处于平缓下行趋势。

①贷款增速角度：2020 年房地产总贷款增速 11.7%，较 2019 年走低 3.1pct，增速连续 29 个月回落，同时 8 年以来首次低于金融机构人民币总贷款增速（图 1）。房地产总贷款中，个人住房贷款增速回落至 14.6%，较 2019 年降低 2.1pct，但仍然高于总贷款增速，意味着房地产开发贷增速回落更明显，开发贷全年增速降至 6.1%，拖累房地产总贷款增速。

②新增贷款占比：2020 年全年的新增贷款中，房地产贷款占比 26.1%，较 2019 年降低 7.9pct。其中，个人住房贷款占比 22.3%，同比降低 3.4pct，而开发贷的新增占比下降至近年来最低的 3.5%，降幅更明显（图 2）。

③存量贷款占比：我们测算 2020 年末，房地产贷款占人民币贷款余额的比重为 28.7%，保持平稳主要得益于个人住房贷款占比继续微增，2020 年末存量占比 19.9%，同比提高 0.3pct。房地产开发贷款存量占人民币贷款余额的比例 2019 年末起已呈现下行趋势，2020 年末占比仅 6.9%（图 3）。

虽然从 1 月信贷数据来看，楼市行情仍推动居民贷款创历史新高，居民中长期贷款在高基数基础上依然同比多增 1957 亿元，预计按揭贷款在额度趋紧前已大量投放，这也可以从 30 大中城市地产销售增速验证（图 4）。但我们预计，后续居民信贷仍可能受房贷管控的影响而降速，房地产总贷款及个人住房贷款占比的平缓下行趋势将持续。

部分上市头部银行房地产贷款集中度超标，但政策过渡期非常充足，对基本面及估值影响无需担忧。

基于财报数据估算，以招商银行为代表的部分头部银行房贷集中度占比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

超标，市场一度担忧房贷受限会影响此类银行的信贷增长，以及基本面的稳定程度。我们认为，政策已经给予充足过渡期，商业银行也不需要对存量房贷进行“压降”，只需要调整未来 2~4 年的新增贷款结构，逐步推动存量占比达标。根据监管政策，超标 2pct 以内的银行调整过渡期 2 年，超标 2pct 以上的调整过渡期 4 年。因此我们判断，在房贷集中度调整过程中，优质零售银行的财务指标不会产生波动，具体从资产切换角度来看，个人经营性贷款、消费贷等产品均有不错的综合收益。此外，优质的对公信贷资产（如绿色金融、新老基建等）也能够切分部分信贷额度。

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 29%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）资产质量指标再度波动；2）贷款利率持续下行造成利差进一步收窄；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）

推荐个股及其他点评

金力永磁（300748）：钕铁硼磁材隐形冠军，乘着新能源东风

投资要点

国内领先的新能源领域核心应用材料供应商。金力永磁是国内正在迅速崛起的磁材行业龙头，公司股权结构稳定，第一大股东江西瑞德持股 36.35%，金风投资、新疆虔昌、赣州稀土等十大股东持股总计 64.44%。公司的产品是钕铁硼磁材，广泛应用于新能源汽车、变频空调和风电等领域。2019 年公司的钕铁硼磁钢毛坯产能为 10000 吨，钕铁硼产品产量为 6631.94 吨。根据 2020 年业绩预告，公司全年营收约 24.04 亿元，同比增长 40%-50%，归母净利润同比增长 50%-60%，龙头地位逐渐凸显。

前景广阔的稀土永磁行业。钕铁硼永磁材料上游稀土原料国内储、产稳居第一，供给稳定，产业链完善，极具全球行业竞争力；下游应用广阔，囊括传统领域与新兴应用领域，具有不可替代性。2020 年我国新能源汽车销量达 136.6 万辆，同比增长 10.9%；产量达 145.6 万辆，同比增长 17.3%。2019 年我国变频空调销量为 6803 万台，2016-2019 年我国变频空调销量年复合增速达到 21%。2019 年我国风电装机量为 23632 万千瓦，2010-2019 年复合增速为 20%。受需求端刺激，我国高性能钕铁硼主要上市企业均有扩产计划，但是供需缺口仍然不断扩大，价格有上涨趋势。

金力永磁：进击的磁材龙头。公司是全球领先的风电应用领域磁钢供应商，以及国内领先的新能源汽车、节能变频空调领域供应商，已绑定金风、特斯拉、大众、通用、格力、美的等诸多优质客户。公司多个募投

请务必阅读正文之后的免责声明部分

项目将逐步落地，未来两年产能接近翻倍，达到 2.3 万吨，有望成为全球最大的高端磁材供应商。

金力永磁：三大优势铸就护城河。1、先进技术打造产品优势。金力永磁研发的晶界渗透技术可以减少 50%-80%镝、铽元素的添加量，降低了原材料成本。2、近水楼台先得月，“股东+区位”优势尽显。公司引入赣州稀土矿业作为战略投资者，尽享原材料稳定供应和价格优惠；在包头依稀土矿区设立公司工厂，电力成本、交通物流成本大幅下降，区位优势显著。3、客户资源优质丰富，进入特斯拉体系。公司客户都是各领域顶尖企业，订单数量大，资金稳定，粘性较高。2020 年 9 月 21 日，公司和特斯拉签署了《零部件采购协议》，为特斯拉公司提供稀土永磁产品。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 24.3/33.0/46.2 亿元，同比分别为 43%/36%/40%；归母净利分别为 2.4/3.1/5.1 亿元，同比分别为 52%/32%/65%；对应 PE 分别为 63.54/48.10/29.81x；考虑下游新能源和节能领域需求高增，公司扩产计划逐步完成，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期提示，公司扩产计划不及预期。

（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