证券研究报告

产品团队

单　丹：　产品分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 83326845

邮　箱：　shandan@cindasc.com

胡　申：　产品分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 83326846

邮　箱：　hushen@cindasc.com

燕　楠：　产品分析师

执业编号：：S1500517040001

联系电话：+86 83326815

邮　箱：　yannan@cindasc.com

市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	3,696.17	0.57%
深证成指	15,823.11	0.35%
创业板指	3,285.53	-1.04%
沪深 300	5,778.84	0.18%
中证 500	6,703.48	1.34%
科创 50	1,427.91	-0.13%
香港恒生	30,644.73	0.16%

行情数据为 2021 年 02 月 19 日收盘价

2 月十大金股

行业	简称	调入时间
赛轮轮胎	化工	20210201
中简科技	军工	20210201
万达电影	传媒	20210201
桐昆股份	石化	20210201
杉杉股份	电新	20210201
盐津铺子	食品	20210201
安宁股份	有色	20210201
柏楚电子	机械	20210201
美的集团	家电	20210201
中国太保	非银	20210201

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

晨会速递

2021 年 02 月 22 日

重要财经资讯:

- **经合组织成员国经济 2020 年下滑 4.9%**
- **春节假期一线城市楼市成交量创近三年新高**
- **韩媒：LGD 将为苹果提供可折叠面板**
- **《唐人街探案 3》票房突破 40 亿元**
- **文山将绿色水电铝产业在建产能达 343 万吨**
- **教授论文质疑真假“零添加”，千禾味业陷酱油罗生门**
- **2021 年山东煤炭产量稳定在 1.1 亿吨左右**
- **中石化布局氢能、光伏发电，传统能源大鳄转型胜算几何**
- **亿纬锂能拟投建投资 36 亿新建产能；已向戴姆勒批量交付锂电池产品**
- **互联网巨头再迎强监管 与银行联手发贷款难了！会影响你的贷款吗？**
- **春节 7 天移动互联网流量比去年春节增长 23.4%**
- **当前已不应过度关注央行操作数量，否则或误解货币政策取向**
- **2021 年钾肥大合同签订**
- **投资 3 万亿元，重大项目密集开工，多地稳投资路径明晰**

晨会点评:

- **固收：如果不过度关注数量，那么应当如何解读央行近期的公开市场操作？(李一爽)**

  在节后第一个交易日，央行在等量续作 MLF 的同时，继续通过逆回购缩量回笼流动性，这也引发了市场的担忧。央行在官方微信公众号解释了春节前后央行流动性操作的原因，强调不应对每日公开市场操作的数量过度关注。这样要是市场参与者相对央行存在信息劣势，单纯观察央行操作数量可能带来误判，因此央行加强沟通，防止市场紧缩预期的自我实现。

- **金工：中国之外发达经济体进入盈利加速复苏期，复苏前景将持续超预期(张雨蒙)**

  一季度全球的核心主线是中国之外的发达经济体开始进入盈利加速复苏期，传导到上游需求端直接导致大宗商品的超级周期开启，传导到中游则是制造业的高景气度维持。经济复苏前景将持续超预期。

- **军工：聚焦高景气赛道，关注超跌优质个股(张润毅)**

  业绩为王，紧抓“装备升级+国产替代”核心逻辑，关注超跌个股投资机会。历经四周深度回调，春节前后军工板块逐步企稳，我们判断，2021军工行业景气度将持续向上，板块充分调整正是配置良机，建议重点关注订单和业绩率先兑现的上游新材料、军工电子等赛道，甄选各细分领域业绩弹性高、估值潜力大的龙头个股。

- **食品：起决定的是企业的未来(马铮)**

  春节期间，白酒行业动销形势喜人，高端酒继续保持双位数的稳定销售增长，次高端酒加快疫情后的恢复速度。休闲食品动销良好，绝味、煌上煌加速扩张，盐津铺子从蜜饯小品类起家，拓展中保面包品类证实能力，全国化快速扩张在近三年报表中肉眼可见。复合调味品龙头颐海和天味1月销售增速都超过30%，龙头企业凭借品牌和渠道优势加速扩张。随着餐饮端逐步恢复，安井BC渠道同步发力，叠加低基数效应，1Q21公司业绩仍有望高增。

报告速览：

- **【纺织服装&轻工】森马服饰（002563）公司深度报告：业绩拐点显现，服饰龙头再起航(汲肖飞)**
- **【固收】债券周报：如果不过度关注数量，那么应当如何解读央行近期的公开市场操作呢？(李一爽)**
- **【金工】量化点评报告：指数增配中小板指/风格增配周期/行业增配国防军工(张雨蒙)**
- **【非银】行业周报：保险继续受益于长端利率上行，券商随减值出清有望估值修复(王舫朝)**
- **【煤炭】行业周报：周期向上，紧抓煤炭核心资产!(左前明)**
- **【家电】行业周报：海外制造呈现复苏迹象，家电出口保持高位(罗岸阳)**
- **【军工】行业周报：聚焦高景气赛道，关注超跌优质个股(张润毅)**
- **【机械】行业周报：智能工业基础零部件系列之一：电机(罗政)**

近期电话会议提示：

会议主题	行业	日期	参会方式
功率半导体专家电话会议邀请	电子	2月21日（周日）	
信达TMT每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	2月21日（周日）	
信达周期半月谈会议	煤炭/化工/有色/石化	2月21日（周日）	
棉花专家交流电话会议	纺织服装&轻工	2月22日（周一）	请联系对口销售
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	2月24日（周三）	请联系对口销售
信达TMT每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	2月21日（周日）	请联系对口销售

重要财经资讯

经合组织成员国经济 2020 年下滑 4.9%

经济合作与发展组织 18 日公布的初步统计数据显示，经合组织成员国 2020 年国内生产总值下滑 4.9%，为该组织自 1962 年有数据记录以来的最大降幅。2020 年几乎所有经合组织成员国经济均有所萎缩，但下滑程度不同。其中美国经济下滑 3.5%，法国、意大利和英国经济分别下滑 8.2%、8.9%和 9.9%。但是，继去年上半年因遏制新冠疫情采取管控措施出现萎缩并在第三季度大幅反弹之后，经合组织经济第四季度环比增长 0.7%。

春节假期一线城市楼市成交量创近三年新高

2021 年春节假期楼市成交呈现明显的地域分化特征，三四线城市楼市成交遇冷。相比之下，一线城市新房售楼处“不打烊”、二手房带看正常，北京、广州、深圳春节期间成交创近三年新高。诸葛找房数据研究中心监测数据显示，2021 年春节假期监测重点 10 城新房成交 1416 套，比去年春节上涨 224.8%。今年一线城市春节假期新房成交情况转好。其中，深圳日均成交达到 35 套。

韩媒：LGD 将为苹果提供可折叠面板

据韩国时报报道，苹果正准备推出可折叠 iPhone，最早将于 2023 年发布，LGD 参与了这款设备的可折叠显示屏的开发。行业高管表示，考虑到苹果积极采用低温多晶氧化物(LTPO)技术，以及 LGD 在 E6 生产线投入资金以保证稳定 LTPO OLED 面板的产量，LGD 可能会为苹果的新 iPhone 提供可折叠面板。不过，这位高管表示，鉴于产能有限，LGD 将成为苹果可折叠面板的二级供应商。三星显示作为苹果的顶级 OLED 面板供应商，其地位保持不变。苹果首款可折叠手机将使用三星生产的 LTPO OLED 面板。但苹果希望 LG 能提高产量，以降低采购成本。

《唐人街探案 3》票房突破 40 亿元

灯塔数据显示，上映第十天的《唐人街探案 3》累计票房突破 40 亿元，成为中国影史第 5 部票房破 40 亿影片。

文山将绿色水电铝产业在建产能达 343 万吨

目前，文山州在建的水电铝产能达到了 343 万吨，占全省在建产能的 50%，占全国的 10%左右。文山州将充分发挥自身优势打造中国绿色铝谷。“十四五”期间，文山州将进一步延伸铝产品加工产业链，产值有望突破 1000 亿元。

教授论文质疑真假“零添加”，千禾味业陷酱油罗生门

近日，西班牙维哥大学萧建波教授、香港大学王明福教授、澳门科技大学伍建林教授共同在 eFood 期刊发表论文《用碳同位素比质谱技术鉴别真假零添加味精酱油》，质疑千禾味业旗下 4 款"零添加"酱油并非零添加产品。但论文结论随后遭到千禾味业、中国食品工业协会的否认。而当事的三位教授依然保持沉默，未通过公开渠道正面回应。定位高端的酱油是否真是零添加？千禾味业陷入了酱油罗生门。

2021 年山东煤炭产量稳定在 1.1 亿吨左右

山东省能源局近日发布的《2021 年全省能源工作指导意见》显示，2021 年，山东省煤炭产量将稳定在 1.1 亿吨左右。截至 2020 年 12 月 31 日，山东省有依法生产建设煤矿 98 处，产能规模 12881 万吨/年。此外，山东省将加大煤电压减力度，提高可再生能源开发力度。到 2021 年底，新能源和可再生能源发电装机达到 5200 万千瓦以上，占电力总装机比重达到 32%以上；煤电装机控制在 1 亿千瓦左右，占电力总装机比重 66%左右。

中石化布局氢能、光伏发电，传统能源大鳄转型胜算几何

随着电动汽车、光伏、氢能等新能源产业的火热程度持续提升，不少传统能源企业跑步入场。2 月 20 日，中国石化发布消息称，“十四五”期间，中石化将加快发展以氢能为核心的新能源业务，拟规划布局 1000 座加

氢站或油氢合建站、7000 座分布式光伏发电站点。截至 2020 年底，中国石化销售有限公司累计开展加氢站试点项目 27 个，加氢站点分布在广东、上海、浙江和广西等地。

亿纬锂能拟投建投资 36 亿新建产能；已向戴姆勒批量交付锂电池产品

2 月 19 日晚间，亿纬锂能（300014）公告，公司全资孙公司亿纬动力香港有限公司的全资子公司惠州亿纬动力拟以自有及自筹资金投资建设“乘用车锂离子动力电池项目（一期）”和“xHEV 电池系统项目（一期）”，投资金额分别为不超过 10 亿元、26 亿元。主要满足国际知名车企和国内造车新势力等客户的配套需求。

互联网巨头再迎强监管 与银行联手发贷款难了！会影响你的贷款吗？

为推动有效实施《商业银行互联网贷款管理暂行办法》(以下简称《办法》)，进一步规范互联网贷款业务行为，促进业务健康发展，切实防范金融风险，银保监会办公厅近日印发了《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》。

春节 7 天移动互联网流量比去年春节增长 23.4%

证券时报网讯，据工信部统计数据，今年春节假期 7 天（2 月 11 日至 17 日），移动互联网流量达到 357.3 万 TB（1TB=1024GB），与 2020 年春节 7 天相比增长 23.4%；其中，除夕和初一两天的移动数据流量同比分别增长 28.7%和 26.1%。云上互动、娱乐、购物等“云上生活”方式备受青睐。

当前已不应过度关注央行操作数量，否则或误解货币政策取向

2 月 18 日，央行官方微信公众号转发其主管报纸金融时报文章称，当前已不应过度关注央行操作数量，否则可能对货币政策取向产生误解，重点关注的应当是央行公开市场操作利率、MLF 利率等政策利率指标，以及市场基准利率在一段时间内的运行情况。

2021 年钾肥大合同签订

2021 年 2 月 10 日晚间，经过中国钾肥联合谈判小组多轮高效谈判，与国际钾肥供应商白俄罗斯钾肥公司(BPC)达成一致，约定 2021 年新的标准氯化钾进口价格为 CFR247 美元/吨，其他条款不变。

投资 3 万亿元，重大项目密集开工，多地稳投资路径明晰

新年伊始，多省市重大项目密集开工，近 3 万亿元项目接踵而至，各地两会亦描绘出稳投资新图景。近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发的《建设高标准市场体系行动方案》提出，强化市场基础设施建设，加大新型基础设施投资力度。1 月以来，上海、河南、湖南、广东、湖北等多地重大项目密集开工。以河南为例，1 月开工项目投资额超 5774 亿元。山西全省开发区集中开工项目 268 个，总投资 1288.6 亿元。上海 64 个重大项目集中开工，总投资 2734 亿元。湖北集中开工 111 个重大交通运输项目，总投资 736 亿元。据 Mysteel 不完全统计，1 月，全国各地共开工 5748 个重大项目，总投资金额为 2.89 万亿元。1 月开工项目数较上月环比增长 79.5%，项目投资额环比增长 7.4%。

晨会观点

固收：如果不过度关注数量，那么应当如何解读央行近期的公开市场操作？（李一爽）

自 1 月下旬央行净回笼资金导致流动性趋紧以来，市场对于央行每日公开市场操作数量的关注度持续提升。在节后第一个交易日，央行在等量续作 MLF 的同时，继续通过逆回购缩量回笼流动性，这也引发了市场的担忧。央行在官方微信公众号解释了春节前后央行流动性操作的原因，强调不应对每日公开市场操作的数量过度关注。那么，如果不再关注操作数量，那么我们应当如何解读央行近期的公开市场操作呢。

市场参与者相对央行存在信息劣势，单纯观察央行操作数量可能带来误判。首先，除了央行的操作外，还有很多外生因素会对流动性供求产生影响，在跨月、跨季、跨年等时点，流动性需求也会出现较大波动。相对市场参与者，央行对于外生因素的变化掌握信息优势。市场只能拥有月度甚至更低频率的公开数据，其他只能根据历史经验进行估计。例如，即便市场对于就地过年导致现金漏出的减弱有所认识，但对于其具体规模也很难估计。因此，在存在信息劣势的背景下，如果发现央行公开市场操作规模缩量就判断货币政策收缩，确实可能对政策取向带来理解的偏差。而这样的偏差本身就可能会造成资金面的波动。

央行加大与市场沟通，防止市场预期的自我实现。事实上，在一月最后一周，资金利率已经出现了上行，在这样的背景下，央行仍在通过缩量逆回购回笼资金。按照央行的说法，央行缩减逆回购的规模是因为月末财政支出大幅增加，但是市场并不掌握这样的数据，能观察到的只是央行在资金面紧张的背景下仍在回笼流动性，这就引发了部分市场参与者的恐慌情绪，使得资金面的紧张进一步加剧，本质上是市场预期的自我实现。在这样的背景下，央行特地加强了市场的沟通，使市场预期也恢复稳定，银行机构资金融出的规模恢复正常，这也是资金利率得以平稳的重要原因。央行发文中也提到了“引导市场关注利率而不是央行操作数量，减少了预防性资金需求”。

央行对流动性干预能力的不对称性，使其减少了中长期流动性的投放。尽管央行前期一直强调要做到流动性“不缺不溢”，但资金利率的波动率在 2020 年下半年已经在显著增大，这与央行对流动性干预能力的不对称性有关。外汇占款不再作为流动性投放的主要渠道后，由于现有的逆回购、MLF、再贷款再贴现、降准等主要货币政策工具都是流动性的投放工具，而央票、正回购等回笼工具不再使用。如果资金利率相对政策利率偏紧，央行只需进行资金投放即可调节；但如果资金面偏松，尤其是经过了前期中长期流动性的投放，由于央行因为没有直接的流动性回笼工具，只能等待前期投放自然到期才会逐步回到正常状态。实际上，1 月初银行间流动性之所以偏松，主要原因就在于前期央行通过 MLF 投放的中长期资金在跨年需求结束后没有及时收回。在这样的背景下，央行对于中长期流动性的投放更加谨慎，一方面通过减少逆回购投放来回笼流动性，另一方面也暂缓了补充中长期流动性的过程，MLF 在 7 月后首次缩量续作，普惠金融定向降准也迟迟未至。中长期流动性投放的缺乏，逆回购的净回笼，市场参与者的恐慌，这几个因素实际上共同导致了 1 月末流动性的极度紧张。

近期公开市场操作的核心信息——尽管仍坚持不缺不溢，但不溢似乎比不缺更加重要。尽管央行强调不应过度关注公开市场操作的数量，但是由于公开市场操作的高频性，结合资金面的情况以及历史规律，我们仍然可以从每日公开市场操作中获得一定的信息。1 月下旬以来，央行减少了中长期资金投放的数量，并对于逆回购投放规模保持谨慎，也能侧面反映出，在 1 月信贷与社融数据超预期，实体融资需求仍然旺盛的背景下，央行对于资产价格泡沫等风险更加关注，尽管不缺不溢仍是主基调，但现阶段央行对“不溢”的重视度要超过“不缺”。因此，如果短期没有其他因素的发酵改变央行当前的看法，央行对于中长期流动性的投放仍然相对谨慎，普惠金融定向降准投放的资金额度可能会在我们估计的悲观或者中性情形。到了 3 月的两会后，随着地方债额度的下达，债券供给规模将显著增大，如果缺乏中长期流动性的投放，类似 2020 年 8 月的供给冲击可能再现。

从短期来看，前期市场对于利率中枢将逐步抬升的预期已经逐步消退，这也使得债券市场在海外利率大幅上行的背景下，仅上行一个交易日后即出现了回落。但另一方面，尽管经济面临短期压力，但整体复苏的趋势尚未逆转，海外再通胀的预期也在逐步升温，央行对“不溢”的重视度要超过“不缺”，中长期流动性仍然不足，资金面可能仍将处于紧平衡的状态，尚不足以使收益率开启一轮趋势性的下行。因此，从短期来看利率水平有望维持震荡的态势。而随着供给压力的增大以及经济恢复的持续，二季度后利率上行的风险仍存。

金工：中国之外发达经济体进入盈利加速复苏期，复苏前景将持续超预期(张雨蒙)

油价：大宗商品特别是原油已经步入一个将持续数年的超级周期，油价上升周期已经到来。未来一段时间，原材料上游的大周期到来，是由下游制造业的需求带动的，这种景气复苏也会逐渐传导到制造业。

海外权益市场：假期呈普涨行情，恒指、日经指数创新高。本季度主线为中国之外的发达经济体开始进入盈利加速复苏期。港股的主要变化在：资金从前期只买抱团股开始转向短炒小市值个股。进一步导致情绪活跃度和

潜在收益率大大提高，同时也提高了波动率，短期仍然看多港股。

A 股：仍然维持盈利复苏为主线的上涨行情，近期传导到大练化、上游资源。最后一波行情的市场情绪仍会非常热，收益率将很高。建议关注大市值景气的个股。

军工：聚焦高景气赛道，关注超跌优质个股(张润毅)

业绩为王，紧抓“装备升级+国产替代”核心逻辑，关注超跌个股投资机会。历经四周深度回调，春节前后军工板块逐步企稳：1）军工板块在 2021 年首周涨 11.2%后便进入深度回调，01.08-02.06 四周时间累计下跌 21.9%，跑输上证综指 19.6 个百分点，排名第 29/29；春节前后军工板块逐步企稳，02.08-02.19 累计涨 5.4%，跑输上证综指 0.3 个百分点，排名第 20/29。2）我们判断，2021 军工行业景气度将持续向上：据我们统计，截至 2 月初，54 家发布 2020 年业绩预告的军工企业中净利润中位数同比增幅超 50%的高达 30 家。3）板块充分调整正是配置良机，建议重点关注订单和业绩率先兑现的上游新材料、军工电子等赛道，甄选各细分领域业绩弹性高、估值潜力大的龙头个股。

热点聚焦：中央军委印发《关于构建新型军事训练体系的决定》，坚持聚焦备战打仗，坚持实战实训，全面提高训练水平和打赢能力。1）据新华网 2 月 20 日报道，中央军委日前印发《关于构建新型军事训练体系的决定》，《决定》指出要坚持聚焦备战打仗、实战实训，加快构建新型军事训练体系，为实现党在新时代的强军目标、把人民军队全面建成世界一流军队提供坚强支撑。2）我们认为，本次《决定》的印发是政策层面推动实战化训练行稳致远的又一举措，未来实战化训练密度与强度有望实现双升，相关消耗类武器装备及其配套将进入消耗加速与补库存阶段，企业订单有望超预期，建议重点关注以导弹为代表的航空航天产业链。

俄研发米格 41 新截击机，碳纤维、钛合金等新材料是亮点。1）据新华网 2 月初报道，俄罗斯国家技术集团宣布已开始研发新一代截击机米格 41，该项目正处于试验设计阶段，这是一款整合米格 25 和米格 31 优势的全新战机，将使用钛合金、碳纤维和玻璃纤维等全新材料打造，配备新型导航设备和人工智能系统。预计米格 41 原型机将于 2023 年完成制造，2028 年左右首批交付俄军，随后将开始批量生产。2）我们认为，一代装备一代材料，碳纤维、钛合金、高温合金等新材料是装备升级换代的基础，未来随着武器装备性能要求的不断攀升，新材料领域有望成为军工产业的璀璨明珠。军机升级放量势在必行，上游新材料、军工电子领域或将实现腾飞。1）现阶段我国航空器谱系虽已跨入“20”时代但与美国比仍有较大差距，据《WorldAirforces2020》统计，2019 年我国军机总数仅为美国四分之一，高端战机占比不足，军机升级换代迫在眉睫。2）我们认为，军机升级换代、量产爬坡带来的红利将率先于上游新材料、军工电子领域兑现：54 家军工企业中新材料、国防信息化（含军工电子）企业 2020 年净利润中值同比增速分别高达 132%/83%。3）现阶段高端电子元器件、高性能材料依旧面临被国外“卡脖子”局面，未来国产替代势必提速，“军转民”将迎历史契机。

投资主线与受益标的：重点布局四大主线：1）军工新材料：西部超导(钛材+高温合金)、中简科技(碳纤维)、光威复材（碳纤维)、菲利华（石英材料)。2）军工电子（元器件/芯片/半导体)：宏达电子、火炬电子、鸿远电子、苏试试验、赛微电子等。3）核心资产：航发动力、中直股份、中航沈飞。4）航空制造：爱乐达、利君股份、三角防务。

风险提示：军工订单波动较大的风险；国防工业改革低于预期的风险。

食品：起决定的是企业的未来(马铮)

白酒行业：春节期间，白酒行业动销形势喜人，高端酒继续保持双位数的稳定销售增长，次高端酒加快疫情后的恢复速度。我们认为，当前行业整体信心充足，在去年同期低基数情况下，预计一季度会有较为亮眼的业绩表现，改善型酒企的变化将进一步显现，短期市场波动不影响行业中长期结构性繁荣逻辑。据权图酱酒工作室披露，2020 年酱酒产能占比全行业 8%，收入占比 26%，利润占比 40%，较 2019 年有进一步提升。凭借稀缺产能及高利润等特点，酱酒企业的高增长更多的来自于其自身的成长性，在茅台的带动下，酱酒热趋势不减。在酱酒市场规模加速的同时，大型企业与中小型企业的体量差距在不断加大，企业分化加剧，我们也将持续关注

酱酒品牌的分化与集中。

卤制品和休闲食品:春节期间休闲食品动销良好。卤制品是个好生意，龙头绝味加速跑马圈地，管理赋能下第二成长曲线可期，管理驱动下经营效率持续提升。春节期间增加新品、门店升级对单店营收提升明显。煌上煌加速扩张区域新市场，管理层省外开店思路已被验证，新一期激励呼之欲出，保障未来三年快速扩张。盐津铺子从蜜饯小品类起家，拓展中保面包品类证实能力，全国化快速扩张在近三年报表中肉眼可见。店中岛持续动销背后是高效率的供应链体系，公司坚持自主生产、坚持直营商超、坚持多品类思路行之有效，是公司竞争优势的体现。商超渠道是零食销售的第一渠道，公司渠道抓大不放小的策略也将很好的应对或有的渠道变革。

速冻食品和复合调味品：餐饮企业对标准化和烹饪效率的要求增加，以及家庭消费便捷化需求提升，推动了速冻食品和复合调味品行业的发展。复合调味品赛道成长性强，过去五年行业市场规模 CAGR 达 15%。根据渠道反馈，1 月颐海和天味销售增速都超过 30%，龙头企业凭借品牌和渠道优势，市占率仍在不断提升。下游餐饮连锁化趋势明显，日辰凭借在 B 端客户服务中积累了丰富的 SKU 和快速服务能力，有望实现快速扩张。餐饮端逐步恢复，安井 BC 渠道同步发力，叠加低基数效应，1Q21 公司业绩仍有望高增。锁鲜装春节期间动销情况好，随着销售占比提升，预计仍将带动利润率继续提升。

白酒建议关注标的：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份、今世缘、酒鬼酒

休闲食品推荐标的：绝味食品、盐津铺子、煌上煌。关注：甘源食品、华文食品

速冻食品和复合调味品推荐标的：安井食品、颐海国际、日辰股份

报告速览

【纺织服装&轻工】森马服饰（002563）公司深度报告：业绩拐点显现，服饰龙头再起航(汲肖飞)

打造休闲装、童装双龙头品牌，疫情拖累业绩表现。公司拥有休闲装森马、童装巴拉巴拉两大主要品牌，经过多年发展均已成为细分领域龙头。近年来公司童装收入保持较快增长，2018 年收购法国童装品牌 Kidliz，带动整体收入保持增长。2019 年公司实现营业收入 193.4 亿元，同比增长 23.01%，实现归母净利润 15.34 亿元，同比降低 8.78%。2020 年前三季度受新冠肺炎疫情影响，线下客流显著减少，Kidliz 亏损加大，公司收入同比下滑 28.74%至 94.50 亿元，净利下滑 83.48%至 2.16 亿元。

休闲装规模大、格局分散，童装行业持续较快增长。1）消费者日常穿着风格日益向休闲化、舒适化、个性化方向发展，休闲装受到更多认可，2019 年中国休闲服装市场规模约为 8000-10000 亿元，同比增长约 4%。行业进入门槛低、竞争格局分散，其中国际品牌发展成熟，占据优势地位。2）受益于消费升级，中国童装市场规模快速增长，2019 年童装市场规模达 2391.47 亿元，同比增长 14.37%。童装市场集中度较低，2019 年巴拉巴拉市占率为 6.9%显著高于竞争对手，市场份额有望持续向龙头集中。

多重因素催化，公司短期业绩拐点到来。2019Q3 后公司净利持续下滑影响股价表现，但多因素催化下短期业绩拐点有望显现：1）公司于 2020 年 9 月剥离 Kidliz 品牌，亏损资产对净利拖累显著减小，2020Q4 轻装上阵净利有望回升。2）国内新冠疫情逐步得到控制，服装消费复苏，公司线下销售有望逐步改善。3）拉尼娜现象导致 20 年冬季气温偏低，冷冬催化下公司秋冬装销量有望增加。4）公司持续优化供应链管理，疫情发生后积极协助经销商清理库存，渠道库存处于较低水平，减值风险降低。

品牌持续升级，打造长期发展动力。1）休闲装方面，公司加大研发投入，强化科技功能面料，针对消费者需求及痛点，优化产品面料、版型以及工艺细节，打造森马基因单品。同时公司在品牌端和渠道端不断升级，提

升品牌影响力。2）童装方面，公司在产品、营销、渠道等方面多线发力，巩固行业领先地位，线上积极拓展直播电商等新兴渠道、收入有望恢复较快增长，线下公司持续扩张门店数量，渠道、产品优化带动单店收入增长。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司收入为 155/169/193 亿元，预计 EPS 为 0.26/0.58/0.73 元，短期业绩拐点显现，长期成长可期。我们给予公司 21 年 21 倍 PE，对应合理股价为 12.18 元，目前公司估值处于较低水平，行业龙头地位明显，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：疫情影响风险，市场竞争风险，存货风险等。

【固收】债券周报：如果不过度关注数量，那么应当如何解读央行近期的公开市场操作呢？（李一爽）

一周重点：自 1 月下旬央行净回笼资金导致流动性趋紧以来，市场对于央行每日公开市场操作数量的关注度持续提升。在节后第一个交易日，央行在等量续作 MLF 的同时，继续通过逆回购缩量回笼流动性，这也引发了市场的担忧。央行在官方微信公众号解释了春节前后央行流动性操作的原因，强调不应对每日公开市场操作的数量过度关注。那么，如果不再关注操作数量，那么我们应当如何解读央行近期的公开市场操作呢。

市场参与者相对央行存在信息劣势，单纯观察央行操作数量可能带来误判。首先，除了央行的操作外，还有很多外生因素会对流动性供求产生影响，在跨月、跨季、跨年等时点，流动性需求也会出现较大波动。相对市场参与者，央行对于外生因素的变化掌握信息优势。市场只能拥有月度甚至更低频率的公开数据，其他只能根据历史经验进行估计。例如，即便市场对于就地过年导致现金漏出的减弱有所认识，但对于其具体规模也很难估计。因此，在存在信息劣势的背景下，如果发现央行公开市场操作规模缩量就判断货币政策收缩，确实可能对政策取向带来理解的偏差。而这样的偏差本身就可能会造成资金面的波动。

央行加大与市场沟通，防止市场预期的自我实现。事实上，在一月最后一周，资金利率已经出现了上行，在这样的背景下，央行仍在通过缩量逆回购回笼资金。按照央行的说法，央行缩减逆回购的规模是因为月末财政支出大幅增加，但是市场并不掌握这样的数据，能观察到的只是央行在资金面紧张的背景下仍在回笼流动性，这就引发了部分市场参与者的恐慌情绪，使得资金面的紧张进一步加剧，本质上是市场预期的自我实现。在这样的背景下，央行特地加强了市场的沟通，使市场预期也恢复稳定，银行机构资金融出的规模恢复正常，这也是资金利率得以平稳的重要原因。央行发文中也提到了“引导市场关注利率而不是央行操作数量，减少了预防性资金需求”。

央行对流动性干预能力的不对称性，使其减少了中长期流动性的投放。尽管央行前期一直强调要做到流动性“不缺不溢”，但资金利率的波动率在 2020 年下半年已经在显著增大，这与央行对流动性干预能力的不对称性有关。外汇占款不再作为流动性投放的主要渠道后，由于现有的逆回购、MLF、再贷款再贴现、降准等主要货币政策工具都是流动性的投放工具，而央票、正回购等回笼工具不再使用。如果资金利率相对政策利率偏紧，央行只需进行资金投放即可调节；但如果资金面偏松，尤其是经过了前期中长期流动性的投放，由于央行因为没有直接的流动性回笼工具，只能等待前期投放自然到期才会逐步回到正常状态。实际上，1 月初银行间流动性之所以偏松，主要原因就在于前期央行通过 MLF 投放的中长期资金在跨年需求结束后没有及时收回。在这样的背景下，央行对于中长期流动性的投放更加谨慎，一方面通过减少逆回购投放来回笼流动性，另一方面也暂缓了补充中长期流动性的过程，MLF 在 7 月后首次缩量续作，普惠金融定向降准也迟迟未至。中长期流动性投放缺乏，逆回购净回笼，市场参与者的恐慌，这几个因素实际上共同导致了 1 月末流动性的极度紧张。

近期公开市场操作的核心信息——尽管仍坚持不缺不溢，但不溢似乎比不缺更加重要。尽管央行强调不应过度关注公开市场操作的数量，但是由于公开市场操作的高频性，结合资金面的情况以及历史规律，我们仍然可以从每日公开市场操作中获得一定的信息。1 月下旬以来，央行减少了中长期资金投放的数量，并对于逆回购投放规模保持谨慎，也能侧面反映出，在 1 月信贷与社融数据超预期，实体融资需求仍然旺盛的背景下，央行对于资产价格泡沫等风险更加关注，尽管不缺不溢仍是主基调，但现阶段央行对“不溢”的重视度要超过“不缺”。

因此，如果短期没有其他因素的发酵改变央行当前的看法，央行对于中长期流动性的投放仍然相对谨慎，普惠金融定向降准投放的资金额度可能会在我们估计的悲观或者中性情形。到了 3 月的两会后，随着地方债额度的下达，债券供给规模将显著增大，如果缺乏中长期流动性的投放，类似 2020 年 8 月的供给冲击可能再现。

从短期来看，前期市场对于利率中枢将逐步抬升的预期已经逐步消退，这也使得债券市场在海外利率大幅上行的背景下，仅上行一个交易日后即出现了回落。但另一方面，尽管经济面临短期压力，但整体复苏的趋势尚未逆转，海外再通胀的预期也在逐步升温，央行对“不溢”的重视度要超过“不缺”，中长期流动性仍然不足，资金面可能仍将处于紧平衡的状态，尚不足以使收益率开启一轮趋势性的下行。因此，从短期来看利率水平有望维持震荡的态势。而随着供给压力的增大以及经济恢复的持续，二季度后利率上行的风险仍存。

货币市场：春节前央行继续净回笼，但由于就地过年导致现金需求不如往年，资金利率整体走势相对平稳；春节后随着现金逐步回笼，银行体系流动性充裕，资金利率震荡回落。春节前一周央行继续小规模净回笼，但由于资金需求在就地过年等因素影响下不如往年，隔夜资金利率窄幅震荡，资金面相对平稳；春节后首个工作日，央行净回笼叠加缴准资金扰动，隔夜资金利率有所回升，但整体并未出现紧张的局面，随后尽管央行持续净回笼，但考虑春节后现金逐步回笼，银行体系流动性仍然较为充裕，资金利率再度回落，资金面整体维持宽松局势。

预计本周流动性总体仍将维持相对充裕，央行投放相对平稳。本周将有 900 亿元逆回购到期，政府债券缴款 663 亿元；尽管 2 月 23 日（周二）为缴税截止日，但 2 月通常为税收小月，影响相对较小，且随着节后现金逐步回笼银行体系，预计本周流动性仍相对充裕，央行投放整体相对平稳。

春节后资金利率震荡下行，银行间质押回购成交量较节前一周有所回升，但仍低于 2 月初水平；大行隔夜融出较节前小幅回落，非银机构更偏好长期限资金。具体来看，春节后当周，流动性整体维持相对宽松环境下，资金利率有所回落，银行间质押式回购日均成交量较春节前一周上升 15.43%，约为 2.80 万亿元，但相比于 2 月第一周日均 3.6 万亿水平仍然大幅下滑近 22%。春节后当周国有行、股份行隔夜日均融出规模较春节前一周小幅回落，而城商行、农商行隔夜日均融出增加，其中农商行增加超千亿。除基金公司、保险公司春节后当周隔夜日均融入规模较节前一周小幅增加外，其余非银机构隔夜日均融入规模均小幅回落；而各非银机构均增加对 7D 资金的需求。

2 月 7 日至 20 日，3M 期以上 Shibor 利率延续上行趋势，各期限利率上行幅度进一步走扩。3M 期股份行同业存单发行利率略有下滑，6M 期以上存单发行利率不同程度上行，其中 9M 及 1Y 期上行幅度有所收敛，1Y 期股份行存单发行利率已高于 MLF 超 20BP。节前一周股份行存单发行规模较 2 月第一周大幅增加超千亿，国有行仅略有增加，而节后当周除国有行存单发行规模小幅增加外，其余类型银行均有所回落。发行期限分布方面，春节前一周国有行、股份行均由 2 月第一周以 9M 期以上为主转向以 3M 期为主，而节后当周期限偏好再度回归长期限；城商行春节前一周由 2 月以发行 1Y 期为主，其他期限分布较均，转为集中于 1M 期及 1Y 期，节后当周 1Y 期占比再度回升；而农商行春节前后存单发行均以 6M 期以内为主，相比 2 月第一周长期限存单占比明显回落。股份行、城商行、农商行存单发行成功率较 2 月 5 日均大幅提升。

债券市场：2 月 7 日至 20 日，利率债净偿还 4,202.87 亿元，信用债净偿还 1,076.91 亿元。本周利率债一级市场计划发行 9 只利率债，发行规模合计 1769.60 亿元，其中计划发行 2、5、10 年期一般国债 3 只，均于 2 月 24 日发行（周三），发行额分别为 450 亿、450 亿、430 亿；本周暂无地方政府债发行计划；计划发行 2 只国开债共计 179.60 亿，4 只农发债共计 260 亿。国债一级发行结果较好；国开债一级招标结果较为一般，整体配置热度较 2 月第一周回落。

春节前后，债券市场维持震荡态势，收益率曲线走陡。春节前后，央行持续净回笼流动性，显示了维持资金面紧平衡的意图，叠加海外财政刺激预期增强，再通胀交易升温的影响，节前收益率震荡上行，节后第一个交易日 10 年期国债收益率一度接近 3.3%。但此后央行与市场沟通流动性缩量操作并非代表政策转向，加上资金面维持宽松状态，前期市场对于利率中枢将逐步抬升的预期已经逐步消退，债券收益率有所回落，但长短端有所

分化，短端利率降至节前水平下方，但长端利率仍然偏高，收益率曲线走陡。除 AA+、AA 级 5Y 期信用债收益率、信用利差均有所下行外，其余各等级各期限信用债收益率均小幅上行，信用利差不同程度走扩。

现券二级交易方面，春节后首周尽管市场流动性较为宽松，资金利率有所回落，但市场交投整体仍相对低迷，主要非银机构节后转为净买入利率债、存单及部分信用债，但证券公司除小规模净买入企业债外对其余券种仍维持净卖出，不过净卖出规模普遍有回落趋势。

风险因素：货币政策再度收紧。

【金工】量化点评报告：指数增配中小板指/风格增配周期/行业增配国防军工(张雨蒙)

本报告旨在监控 A 股宽基指数配置、行业配置、风格配置、行业资金流向，构建统一动量模型，提供配置建议。

当前公募基金配置：量化监控显示，当前公募权益加仓周期、消费板块。

宽基配置：超配中小板指数（仓位 14.64%）、超配中证 1000 指数（仓位为 13.05%）、超配深证 100 指数（仓位为 11.55%）。

风格配置：超配周期（风格中信）（仓位 55.6%）、超配成长（风格中信）（仓位为 22.2%）。

行业配置：超配国防军工（仓位 13%）、超配有色金属（仓位为 12%）、超配化工（仓位为 11%）。

风险因素：新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，金融监管政策收紧，资本市场波动对基金影响的不确定性，大盘回撤等。

【非银】行业周报：保险继续受益于长端利率上行，券商随减值出清有望估值修复(王舫朝)

核心观点：节日期间商品价格持续上涨，美国和我国长端国债利率上行，在负债端边际改善的情况下，我们持续看好保险板块，尤其是较早布局“医养”和医疗地产，未来有望率先在养老险销售上占得先机的中国太保。券商板块上周最后交易日出现异动，本轮行情估值受到压制源于减值准备的再次风险释放以及报团资金对传统券商的避讳。随着此轮风险出清及抱团资金开始外溢至低估值板块，券商有望估值修复。建议关注中国太保、新华保险、华兴资本、招商证券、中信证券等。

市场回顾：2 月 8 日-2 月 19 日主要指数上行，上证综指报 3696.17 点，+5.71%；深证指数报 15823.11 点，+5.43%；沪深 300 指数报 5778.84，+5.38%；创业板报 3285.53，+2.87%；中证综合债（净价）指数报 98.05，-12bp。沪深两市 A 股日均成交额 9293.26 亿元，环比+2.23%，两融余额 16648.01 亿元，较上周+1.53%。个股方面，券商：财通证券+14.02%，东兴证券+13.64%，兴业证券+10.85%；保险：中国太保+8.99%，新华保险+8.91%，中国平安+5.61%；多元金融：易见股份+18.51%，派生科技+13.56%，新力金融+12.30%。

证券业观点：2021 年 2 月 9 日，中国结算发布了《证券账户非现场开户实施细则》，允许开户代理机构在加强合规监管和内部风控的前提下，自主选择开户方式，开户代理机构可以通过网上视频见证方式验证投资者的身份及开户意愿真实性后，为投资者办理证券账户。值得注意的是，本次细则修订向证券公司全面开放单向视频见证开户，2013 年以来投资者线上开户需要使用双向视频方式，只能在交易时间开户，人多时双向视频见证排队时间较长，与此同时，双向视频见证开户需要券商投入较大的人力成本，视频审核难度较大、效率较低。2015-2016 年，监管部门曾向 20 多家券商放开单向视频开户创新试点资格，监管部门无统一标准，由各家券商提方案，监管进行审批，本次修订针对单向视频开户提出更加标准、细致的要求。《细则》修订以后，已有中信建投、中信、申万宏源、国联等多家券商迅速上线单向视频功能，该功能可以通过活体检验、人力识别等 AI 技术实现 7*24 小时急速开户，大幅提升客户体验，在财富管理大时代客户 AUM 争夺中占领先机。与此同时，在行业竞争日益激烈，马太效应凸显的背景下，金融科技逐渐成为证券公司差异化竞争的重要手段。各券商纷纷加大金融科技投入力度，加快构建数字化财富管理生态，实现提质增效。未来利用好金融科技，做到千人千面、深度挖掘客户需求，为投资者提供综合的财富管理方案，是券商财富管理转型的重要方向。

2 月 19 日，外汇局发布研究有序放宽个人资本项下业务限制，研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险投资的可能性，适时提高 QDII 总额度，选择部分实力较强的证券公司，制定试点规则，合理确定跨境额度、业务种类、资金管理等，支持证券公司做大做强，发挥证券公司对外汇市场的积极作用。未来如果放开 5 万美元便利额度投资境外证券的限制，投资者则可以通过券商提供的经纪业务服务投资全球资本市场，券商经纪业务佣金与汇差收入有望大幅提升，利好中信证券、招商证券等具备结售汇资格且经纪业务突出的大型券商。

股市扩容、上市公司质量提升、中长线资金的持续流入带来的增量资金直接利券商经纪、两融及衍生品业务发展。资本市场改革将加速推进，全市场推行注册制指日可待，综合实力强的龙头券商将充分收益。券商行业迎来发展的历史性机遇，继续看好券商板块。当前行业平均估值 PB1.97 倍，低于 2.2X-2.5XPB 的估值中枢，攻守兼备。建议关注：中信证券、招商证券、第一创业及互联网券商东方财富。

保险业观点：2 月 1 日重疾定义正式实施以来，各家险企均加大了对重疾产品的升级，主要体现在责任更加齐全、价格有所下降，同时加大了健康管理和医疗等服务，提升差异化保障。平安：推出了平安六福，定位为高端重疾多次赔付产品，将重疾分为 6 组，6 次赔付。另外，平安福 21 从保障责任来看，保障从 150 种疾病增加到 180 种，其中重疾数量提升 20 种至 120 种，同时新增中症责任 20 种，每次赔付基本保额的 50%，轻症责任减少 10 种至 40 种。从赔付次数看，轻症赔付次数从 3 次提升至 6 次。保额方面继续涨保，除了延续运动达标保额最高涨 10%，以及轻症后重疾和身故保障增加 10%，最高 60%以外，还增加中症后每次重疾和身故保障增加 20%，身故保额最高可达 90%。保费方面则有所下降。太保：金典人生新增 6 种前症，给予 10%的保额赔付，轻症病种增加 5 种至 60 种，赔付次数从 3 次增至 5 次，重疾病种增加 15 种至 120 种，同时增加 20 种成人特定重疾，给予双倍赔付。保费方面则由于缴费期缩短一年有所下降。友邦：推出“友如意”重疾保险系列，通过“核心保障+个性化配置”为客户提供灵活定制的保障方案。“友如意”集重症、全残、身故三大保障功能，通过在保障内容、保障期限、保障额度等方面的模块化设计，首批产品包含近两千种组合模式，覆盖儿童、成人及高净值人群，客户可以自由选择轻症中症不同比例单次赔付金额（轻症最高 30%，中症最高 60%），以及重症及恶性肿瘤多次赔付、轻中症保额豁免等特别保障功能。此外基于“友如意”同步上线“如意愈从容”重疾专案管理服务，提供疑似、就诊到预后全流程专案服务。“愈从容”通过提供“从容营养”，为首次确诊“友如意”系列恶性肿瘤的被保险人提供定制化营养指导。同时针对儿童升级“从容慧诊”服务，集结多科室专家提供多学科咨询服务。对于高净值重疾险客户推出“传世愈从容”打造重疾专案高端旗舰服务，将服务周期从 180 天延长至 1 年，确认重症则可安排 3 次专家门诊，以及提供针对恶性肿瘤客户的多学科咨询服务。总体而言，我们认为重疾定义修订后，产品保障更为齐全，更加契合不同层级以及不同年龄段保障需求，价格有所下调，大型险企在产品之外加大健康管理和医疗服务以及更多个性化定制服务实现差异化竞争。未来重疾定价更看重综合服务，行业竞争格局有望优化。

考虑到负债端在当前较差外部信用环境、负债端定价滞后以及疫情后居民储蓄意识提升背景下年金险开门红超预期增长，同时重疾定义退出后产品保障更加齐全，价格下降有望推动保障型产品底部复苏；资产端，长端利率上行推动估值修复。去年底以来监管多次提出第三支柱养老保险加快建设。在 13 年费改带来的重疾红利逐步消失的将来，我们认为未来争夺点在长久期养老年金，将助力保险渗透率提升。个股来看，截止 2 月 19 日，上市险企 2021EPEV 位于 0.63x-0.99x，我们推荐大个险渠道引领、大健康大养老产业布局完善的太保，以及人力稳健增长，估值较低的新华。

流动性观点：量方面，近两周央行公开市场净回笼 4800 亿元，其中逆回购净回笼 4800 亿元，MLF 发行量 2000 亿元，到期量 2000 亿元。下周有 500 亿元逆回购到期。价方面，近两周资金利率下行。加权平均银行间同业拆借利率下行 10bp 至 1.99%，银行间质押式回购利率下行 19bp 至 1.99%。R001 下行 7bp 至 1.82%，R007 下行 24bp 至 2.06%，DR007 下行 26bp 至 2.00%。SHIBOR 隔夜利率下行 2bp 至 1.89%。同业存单发行利率表现不一。1 年期国债收益率下行 2bp 至 2.67%，10 年期国债收益率上行 4bp 至 3.27%，期限利差扩大 6bp 至 0.59%。节后第一天，央行等量续作 2000 亿元 MLF，同时节后公开市场操作集中到期实属惯例，当日到期 2800 亿元逆回购，仅投放 200 亿元，大额回笼 2600 亿元，导致银行间资金利率大幅上行。考虑到通胀回升、一月信贷投放高增、票据利率上

行、春节消费数据好于预期，经济整体复苏趋势不变，同时央行对“不溢”的重视度先于“不缺”，我们预计资金面或将维持紧平衡。我们预计下阶段货币政策还是以稳为主，恢复经济的同时防范金融风险，短期不会快速转向，总体流动性仍将保持稳健适度。

多元金融观点：关注后续受益于拉动经济政策的信托、金控板块。

风险因素：新冠疫情恶化、中国经济超预期下滑，长期利率下行超预期，开门红不及预期，金融监管政策收紧，低利率造成利差损风险、代理人脱落压力、保险销售低于预期、资本市场波动对业绩影响的不确定性等。

【煤炭】行业周报：周期向上，紧抓煤炭核心资产！(左前明)

煤矿开工平稳，下游需求减弱，产地煤价承压下行。截至 2 月 19 日，陕西榆林动力块煤（Q6000）坑口价 540.0 元/吨，周环比下跌 20.0 元/吨；大同南郊粘煤坑口价(含税)（Q5500）500.0 元/吨，周环比下跌 50.0 元/吨；内蒙古东胜大块精煤车板价（Q5500）437.0 元/吨，周环比下跌 20.0 元/吨。大中型煤矿目前生产正常，后期民营小矿将逐步恢复生产，预计煤矿产能恢复较快。下游用户采购积极性偏低，在产煤矿坑口和集运站持续累库，加上大型企业外购减量明显，对坑口市场形成较大压力。

锚地船舶回落，港口累库。本周国内重要港口（秦皇岛、曹妃甸、国投京唐港）周内库存水平均值 1071.55 万吨，较上周的 947.70 万吨上涨 96.85 万吨，周环比上涨 9.94%。春节期间，电厂持续累库，可用在 20 天以上，长协供应充足且有外溢，市场预期悲观，电厂对市场煤接受度不高，采购意愿不强，短期内港口将继续累库。截至 2 月 19 日，环渤海地区四大港口（秦皇岛港、黄骅港、曹妃甸港、京唐港东港）的货船比（库存与船舶比）为 24.20，周环比上升 8.67。

日耗处于恢复期，煤价仍有小幅回调空间。截至 2 月 20 日，秦皇岛港动力末煤(Q5500)山西产平仓价 605.0 元/吨，周环比下跌 40.0 元/吨。国际煤价，截至 2 月 19 日，纽卡斯尔港动力煤现货价 85.79 美元/吨，较上周下跌 2.61 美元/吨，周环比下降 2.95%。截至 2 月 19 日，动力煤期货活跃合约较上周同期下跌 7.4 元/吨至 603.8 元/吨，期货贴水

11.2 元/吨。年后气温继续回升，工业企业用电需求处于恢复期，电厂负荷短期仍处低位，煤价仍有回调空间，伴随下游开工继续复苏，煤价有望企稳。

焦炭焦煤板块：焦炭方面，截至 2021 年 2 月 19 日，汾渭 CCI 吕梁准一级冶金焦报 2650 元/吨，较节前持平。CCI 日照准一级冶金焦报 2860 元/吨，较节前下降 20 元/吨。2020 年 8 月-2021 年 1 月，焦炭价格创纪录连涨 15 轮，焦企在强利润的刺激下开工积极性高，节后产能利用率从 78.07%上升至 79.73%。同时节后钢材、钢坯市场迎来提价，高炉开工率从 65.61%上升至 66.44%，且钢企端焦炭库存处于低位，目前钢焦仍有缺口，但往年惯例节后焦价会进行一定幅度下调，因此焦企暂未提涨，短期焦炭市场维持稳定运行。焦煤方面，截至 2 月 18 日，CCI 山西低硫指数 1566 元/吨，周环比持平，月环比上涨 26 元/吨；CCI 山西高硫指数 1175 元/吨，周环比持平，月环比上涨 20 元/吨；灵石肥煤指数 1150 元/吨，周环比持平，月环比上涨 40 元/吨；CCI 临汾蒲县 1/3 焦煤指数 1230 元/吨，周环比持平，月环比上涨 30 元/吨。限制澳煤进口严重影响国内焦煤尤其是低硫主焦煤的供给；下游焦炭利润空间大，开工积极性高，焦煤在供给受限、需求向好、煤焦高价差下焦煤价格仍有上行空间。

我们认为，当前正处在煤炭经济新一轮周期上行的中期，基本面、政策面、公司面共振，现阶段配置煤炭板块正当时。供给方面，“十三五”期间表外产能合法化带来供给增量边际收敛；新建煤矿大型化、智能化、规范化使得行业进入门槛明显提升，同时大型煤炭集团受制于财务负担和转型述求，新建煤矿的能力和意愿明显收敛，未来供给端增量呈边际收缩态势；需求方面，当前仍处于库存周期上行阶段，2021 年宏观政策的定调是“保持连续性、稳定性、可持续性”；财政政策的总基调是“更可持续”的积极财政要兼顾稳增长和防风险；国内稳增长政策有望延续。2021 煤炭供需同比趋紧，煤价中枢上移、企业盈利改善确定性高。中长期看，煤炭需求在“十四五”期间仍将稳步增长，行业有望维持高景气度，资本市场对煤炭行业预期过于悲观，存在修复空间。我们全面看多煤炭板块，继续推荐关注煤炭的历史性配置机遇。重点推荐 2 条投资主线：一是现金流强劲的低估值、高

股息动力煤龙头的陕西煤业、兖州煤业、中国神华；二是具备显著成长性同时受益限制澳煤进口催化的平煤股份、盘江股份、西山煤电、淮北矿业。

风险因素：进口煤管控放松，安全生产事故；下游用能用电部门继续较大规模限产；宏观经济大幅失速下滑

【家电】行业周报：海外制造呈现复苏迹象，家电出口保持高位(罗岸阳)

本周基本行情：近 5 交易日家电板块涨跌幅为+1.58%，沪深 300 指数涨跌幅为+5.39%，家电板块跑输沪深 300 指数 3.81 个百分点，在所有一级行业中排序 27/28。

海外制造业产能逐步复苏，家电出口仍保持高位水平：随着海外疫苗接种进程的推进，欧美发达地区产能有所复苏，制造业 PMI 指数呈逐步上升趋势。东南亚发展中国家制造业景气度与去年同期持平。我们认为，尽管海外制造业产能已出现一定的恢复迹象，但我国家电出口表现依然相对稳健，在手订单充足。中国制造和供应链的稀缺性和稳定性优势在疫情期间进一步凸显，我们预计即便海外产能恢复仍将有相当部分转移订单在中长期内存留。同时，随着国内家电自主品牌加快出海脚步，有望进一步打开全球市场成长空间。

本周家电品类全渠道零售总结：线下零售方面，各品类销额、销量同比均有大幅提升，以冰箱和扫地机器人较为显著，这是由去年同期受到疫情影响整体基数较小所致。均价方面，由于过去一年原材料大幅增长，各品类线下价格比去年同期均有不同程度的上涨。线上零售方面各品类销额与销量不论是比起去年同期还是环比上周均有较大幅度回落，年货节后大众对于家电线上购买需求仍待复苏。

原材料价格持续攀升，铜价突破 8900 美元/吨：本周主要原材料价格持续攀升，其中铜价突破 8900 美元/吨，创下 2011 年 9 月以来新高，同比去年上涨 54.96%，铝价同比上涨 23.83%，冷轧板均价同比上涨 35.30%，塑料均价同比上涨 22.07%；参考环比数据，铜价较上周上涨 7.49%，铝价上涨 2.13%，冷轧板均价环比下降 0.36%，塑料均价上涨 3.66%。我们预计未来金属价格将会继续提升，冷轧板与塑料价格将在现有基础上波动，总体仍将会对家电企业成本端造成较大压力。

投资策略：1）白电板块，积极关注龙头美的集团、海尔智家；正在进行渠道改革及治理的格力电器。2）小家电板块积极关注经营能力强、品牌差异化的小熊电器，关注龙头企业九阳股份。3）厨电板块，积极关注龙头浙江美大以及新上市的火星人，同时积极关注未来将受益于地产竣工回暖的老板电器。

风险因素：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；出口汇率波动风险；全球疫情扩散加剧风险等

【军工】行业周报：聚焦高景气赛道，关注超跌优质个股(张润毅)

业绩为王，紧抓“装备升级+国产替代”核心逻辑，关注超跌个股投资机会。历经四周深度回调，春节前后军工板块逐步企稳：1）军工板块在 2021 年首周涨 11.2%后便进入深度回调，01.08-02.06 四周时间累计下跌 21.9%，跑输上证综指 19.6 个百分点，排名第 29/29；春节前后军工板块逐步企稳，02.08-02.19 累计涨 5.4%，跑输上证综指 0.3 个百分点，排名第 20/29。2）我们判断，2021 军工行业景气度将持续上：据我们统计，截至 2 月初，54 家发布 2020 年业绩预告的军工企业中净利润中位数同比增幅超 50%的高达 30 家。3）板块充分调整正是配置良机，建议重点关注订单和业绩率先兑现的上游新材料、军工电子等赛道，甄选各细分领域业绩弹性高、估值潜力大的龙头个股。

热点聚焦：中央军委印发《关于构建新型军事训练体系的决定》，坚持聚焦备战打仗，坚持实战实训，全面提高训练水平和打赢能力。1）新华网 2 月 20 日报道，中央军委日前印发《关于构建新型军事训练体系的决定》，《决定》指出要坚持聚焦备战打仗、实战实训，加快构建新型军事训练体系，为实现党在新时代的强军目标、把人民军队全面建成世界一流军队提供坚强支撑。2）我们认为，本次《决定》的印发是政策层面推动实战化训练行稳致远的又一举措，未来实战化训练密度与强度有望实现双升，相关消耗类武器装备及其配套将进入消耗加速与补库存阶段，企业订单有望超预期，建议重点关注以导弹为代表的航空航天产业链。

俄研发米格 41 新截击机，碳纤维、钛合金等新材料是亮点。1）据新华网 2 月初报道，俄罗斯国家技术集团宣布

已开始研发新一代截击机米格 41，该项目正处于试验设计阶段，这是一款整合米格 25 和米格 31 优势的全新战机，将使用钛合金、碳纤维和玻璃纤维等全新材料打造，配备新型导航设备和人工智能系统。预计米格 41 原型机将于 2023 年完成制造，2028 年左右首批交付俄军，随后将开始批量生产。2）我们认为，一代装备一代材料，碳纤维、钛合金、高温合金等新材料是装备升级换代的基础，未来随着器装备性能要求的不断攀升，新材料领域有望成为军工产业的璀璨明珠。

军机升级放量势在必行，上游新材料、军工电子领域或将实现腾飞。1）现阶段我国航空器谱系虽已跨入“20”时代但与美国比仍有较大差距，据《WorldAirforces2020》统计，2019 年我国军机总数仅为美国四分之一，高端战机占比不足，军机升级换代迫在眉睫。2）我们认为，军机升级换代、量产爬坡带来的红利将率先于上游新材料、军工电子领域兑现：54 家军工企业中新材料、国防信息化（含军工电子）企业 2020 年净利润中值同比增速分别高达 132%/83%。3）现阶段高端电子元器件、高性能材料依旧面临被国外“卡脖子”局面，未来国产替代势必提速，“军转民”将迎历史契机。

投资主线与受益标的：重点布局四大主线：1）军工新材料：西部超导(钛材+高温合金)、中简科技(碳纤维)、光威复材（碳纤维)、菲利华（石英材料)。2）军工电子（元器件/芯片/半导体)：宏达电子、火炬电子、鸿远电子、苏试试验、赛微电子等。3）核心资产：航发动力、中直股份、中航沈飞。4）航空制造：爱乐达、利君股份、三角防务。

风险提示：军工订单波动较大的风险；国防工业改革低于预期的风险。

【机械】行业周报：智能工业基础零部件系列之一：电机(罗政)

本周专题：电机品类丰富，应用领域广泛。按照最常用的电源分类方式可将电机分为直流电机和交流电机，其中直流电机根据有无电刷分为有刷和无刷电机，交流电机根据转子和磁场的运转同步与否分为同步电机和异步电机。据我们测算国内电机市场规模约万亿。电动机通用性较强，凡是需要电能和机械能相互转换的场景都需要用到电机，因此电机普遍用于制造业各个领域。随着我国制造业的复苏，以及全球疫后经济回暖，消费升级和工业自动化渗透加快，电机需求有望保持稳步增长。电机行业呈现“两端高、中间低”的竞争格局，微型电机、大型电机由于技术难度高、前期投入较大、技术门槛较高，竞争格局相对集中，且高端产品基本由外资品牌垄断，而小中型电机技术门槛相对较低，竞争更加充分。国内企业处于技术追赶阶段，也不乏研发实力较强，技术持续进步，逐渐在高端市场形成国产替代的企业。

本周核心观点：(1）全面把握高端制造、智能制造主题，围绕工业装备数字化、工业互联自动化的大方向优选标的。重点推荐工业机器人国产龙头品牌埃斯顿、工业控制装置优势品种川仪股份，激光产业用控制系统柏楚电子、重点关注 DCS 龙头并切入工业软件体系的中控技

术、关注工业自动化链条上优质标的埃夫特、汇川技术、绿的谐波等；(2）继续选择成长空间明确的主流赛道，优选竞争优势持续夯实的优质公司：光伏设备领域，工艺迭代呈现加速趋势，高成长的贝塔叠加工艺更迭带动的设备更替需求，捷佳伟创等公司我们是持续推荐；锂电设备处在行业扩容的大赛道上，行业景气度抬升，设备公司具备贝塔属性，持续关注克来机电、先导智能、诺力股份等；核电领域，华龙一号全球首堆——中核集团福清核电 5 号机组首次并网成功，核电预期升温，2019 年以来持续批复新增机组，且核心零部件国产化加速，重点推荐江苏神通、中密控股；(3）受益监管政策强化，多个细分行业迎来行业空间扩容机遇，消防监管政策强化带动消防设施需求提升，重点推荐青鸟消防；受益建筑安全领域政策强化，建议关注减隔震行业，关注震安科技；受益国内安全生产政策执行力度强化，建议关注防爆电器行业，重点关注华荣股份；(4）工业制造业需求持续复苏，12 月工业企业利润同比增加 20.1%，在通用设备领域继续优选优质品种，重点关注锐科激光、安徽合力、国茂股份等；(5）考虑细分赛道上的长期稳定性和成长性，继续重点推荐广电计量，关注华测检测、安车检测、捷昌驱动、弘亚数控等。

行业动态综述。工程机械方面，1 月份挖机销量 1.96 万台，同增 97.2%，其中出口 3575 台，同增 63.7%，景气延续，建议重点关注；油气方面，国际油价回升至相对高位，油气勘探开发有望逐步回暖，管网加速建设的大逻

辑正逐步兑现，建议重点关注油气装备行业；光伏方面，2020 年光伏新增装机达 48.2GW，需求和盈利提升驱动中游供应商扩产意愿不断增强，设备厂商率先受益。锂电方面，全球电动化趋势明确，动力电池厂商扩产积极性稳步提升，龙头设备企业有望充分受益。机器人方面，2020 年 12 月我国工业机器人产量同比增长 32.4%；汽车和 3C 需求开始回暖，此外，大基建和新基建加速，轨道交通、航空航天、医疗器械、工程机械等高端细分市场给机器人行业带来了不少新订单。

风险因素：全球疫情加速扩散，海外复工复产之后需求提振低于预期，国内后续经济增长乏力。

近期电话会议提示

近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
功率半导体专家电话会议邀请	电子	2 月 21 日（周日）	
信达 TMT 每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	2 月 21 日（周日）	
信达周期半月谈会议	煤炭/化工/有色/石化	2 月 21 日（周日）	
棉花专家交流电话会议	纺织服装&轻工	2 月 22 日（周一）	请联系对口销售
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	2 月 24 日（周三）	请联系对口销售
信达 TMT 每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	2 月 21 日（周日）	请联系对口销售

资料来源:信达证券研发中心

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段:报告发布之日起6个月内。	**买入:**股价相对强于基准20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。