东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 22 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：以史为鉴，美债利率怎样上行才会引发美股回调？

我们认为在 10 年期美债利率破 1.3%后，须关注实际利率的走势。即如果 10 年期美债利率继续上行是由实际利率的上行驱动，表明市场开始担心美联储货币政策提前转向，美股回调的风险亦将显著加大。反之，如果是通胀预期回升驱动的美债利率上行，则并不构成美股回调的风险，因为从绝对水平来看，当前 2.2%通胀预期距离美联储 2.3%-2.5%的合意区间仍有上行空间。

策略专题：策略专题-谁让基金亏大钱：“假摔”的龙头与遗忘的“弃子”——十倍股系列 3

①过去 10 年让公募基金亏损严重的 30 只个股包括 21 只龙头股及 9 只基金“弃子”。②亏损股下跌前估值贵，下跌后 1 年内绝对收益差且无相对收益，应果断离场。③亏损股下跌主因估值下杀，根源是具有行业特性的事件冲击导致业绩增速不及预期，其中消费：产品质量&渠道变革；科技制造：高位减持；金融地产：监管&流动性。④市场对事件冲击事前无预期，事后影响预期不足，导致公募下跌前加仓，下跌后减仓不果断。⑤基金弃子因所处赛道及自身问题共同影响导致基本面趋势性改变，被公募抛弃。⑥投资建议：甄别个股辨识龙头，抱团背景下，警惕高估值下的意外事件冲击，若出现相关事件冲击应果断止损离场。

固收金工

固收周报：周观：疫情反复与就地过年的拉锯，欧美日间货币的角力（2021 年第 5 期）

春节后数据公布真空期来临，通过高频数据，可以观察在疫情零星复发和“就地过年”倡议两方力量拉锯下，国内经济情况如何：首先，从人口流动来看，在“就地过年”号召下，人们的长途出行意愿减弱，更倾向于短途。其次，人员流动减缓会造成春节期间消费和生产状况的改变。从消费角度来看，餐饮和电影成为亮点，而跨市旅游则受到限制。从生产角度看，“就地过年”并不等同于“就地开工”。高炉开工率及 PTA 开工率较往年并未出现明显上升，“就地过年”对第二产业的拉动有限。

固收点评：量价皆需兼顾，当前关注点在价

从数量角度来看，受节后资金回流的影响，我们预计短期内央行仍将采用回笼资金的操作措施。从中长期来看，一方面伴随我国经济稳步恢复，货币政策不再维持相对宽松的局面；另一方面央行多次强调货币政策要保持“稳字当头，不急转弯”，因此我们预计一段时期内资金将保持紧平衡的态势，央行将继续采用精准投放的操作措施进行调节。从利率角度来看，在央行多次强调政策不急转弯的背景下，我们预计短期内政策利率仍将保持稳定，央行通过公开市场操作等手段引导市场利率围绕政策利率波动。从中长期来看，受央行官媒本次提醒影响，我们后期应重点关注政策利率变动，因为利率变动之

时，即政策变动之时。

固收点评：通胀预期是如何形成的？——“真知”23

通胀预期内嵌于关于生产要素价格、生产品价格相关的各种中长期契约之中，这些契约都力图构建一种横跨几年、甚至几十年的稳定、公平的非协作框架下的互利关系，而对未来通胀水平的预期双方是否在当前时点可以达成共识，是决定这份契约是否可以在它存续期保持经济学意义上有效性的关键。我们的观点是美债 10Y“缓抬升”仍是联储基线剧情。（1）美债 10Y 同 10 年期平准通胀率同升同降的剧本，且核心物价指数仍未出现快速拉升的趋势，联储仍可把当前通胀的动态变化定义为良性，而不需要人为干预；（2）预警 3-6 月份由于基数效应，通胀同比存在快速上行风险；（3）YCC 本质上存在“应急出口”以及“安全出口”两层“出口”策略的含义.

行业

环保工程及服务行业周报：2020 年环卫市场化项目年化同增 25%创新高，公共机构加强推动生活垃圾分类制度

2020 年环卫市场化项目年化额达 686 亿元，同比增长 25%创新高。据环境司南数据统计，2020 年环卫市场化项目年化总额达 686 亿元，同比增长 24.73%。其中 2020 年全年有 31 座城市的环卫市场化项目年化总额超过 5 亿元，31 座城市成交环卫市场化项目年化总额超 425 亿元，占全国成交年化总额的 61.9%。

钢铁行业跟踪周报：钢铁首推冷轧、资源股、高弹性三条主线

投资建议：周期股普涨，钢铁首推冷轧、高弹性、资源股三条主线。1）中期来看，行业估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，基本面改善可期；短期来看，传统建筑业需求旺季即将来临；叠加海外流动性充裕推升通胀预期，进而带来春节前后有色金属大幅上涨，对黑色系也有一定拉动。我们认为钢铁板块旺季行情已经启动，建议三条主线选股：1）基本面最好的制造业上游板材、部分特钢，首推宝钢股份、久立特材；2）对流动性敏感的上游资源品河钢资源（铁矿）、鄂尔多斯（硅铁）、包钢股份（稀土）；3）高弹性低估值的冶炼股方大特钢、华菱钢铁、三钢闽光等。

计算机应用行业：关注信创反弹机会，党政行业招标进行时

本周计算机行业(中信)指数上涨 1.87%，沪深 300 指数下跌 0.50%，创业板指数下跌 3.76%。春节后两天市场风格发生明显变化，之前的抱团标的有所调整，我们认为需要继续关注监管政策对投资者结构和资金投向的影响。信创、医疗信息化等板块在这两天有较强的表现，我们对此首先定性为超跌反弹，虽然前期板块基本面持续向好，但抱团行情下机构资金离场导致股价一再下跌。此轮反弹能否持续还有待观察，但我们看好信创的观点一如既往，并不因股价波动而影响我们的研究和判断。在当前位置，首推基本面拐点最大的信创，其次是白马方向云计算、网安，弹性方向金融 IT，另外关注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件。

有色金属行业跟踪周报：继续看好稀土、铜、铝

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 5.39%，有色金属（申万）指数上涨 20.16%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为 31.04%、18.47%、19.78%、26.84%、20.35%和

15.28%。个股涨幅前五的公司为西部矿业、章源钨业、盛和资源、江西铜业和吉翔股份。

电子：地震、寒潮引发半导体厂商停工，供需紧张状态延续

在半导体产品供需紧张状态加剧和景气度持续提升的情况下，国内相关的半导体设计公司若已拥有具备市场竞争力的产品，并且产能配置充足，则有望加速客户认证、承接更多订单或提升议价能力和盈利水平，充分受益于下游高涨的应用需求。

商业贸易行业跟踪周报：京东物流拟赴港 IPO，核心数据披露：20 年底员工总数 26 万，Q1-3 亏损收窄至 0.12 亿

看好京东物流上市后持续优化效率夯实护城河。京东是三大电商平台里唯一以“自营”模式为主的平台，我们认为自营模式主要赚的是流通效率的钱。而京东自营的流通效率，很大程度上是和京东物流相关的，可以说京东物流是京东集团核心竞争力的主要组成部分。看好京东物流上市后不断提升效率，夯实整个京东集团的核心竞争力。

通信行业跟踪周报：本周专题：更关注优质企业的成长性和持续性，无论市值大小

1、回顾 20 年通信市场轮动，当前大市值龙头个股更受偏爱；2、业绩变动或许是历史上大中小个股走势差异轮动的核心原因；3、不论市值大小，寻找成长性和持续性背后的投资机会。从成长的确定性来看，我们重点推荐 5G、新基建、产业数字化转型相关的主设备、光模块、物联网和与计算等赛道的优质标的。

得州大停电事件点评：从得州大停电到碳中和

事件：2021 年 2 月 14 日开始，美国得克萨斯州受到异常寒冷天气影响，电力供需严重失衡，电力现货价格暴涨。

美国及得州电力系统简介：各环节主体极为分散，统一调度几无可能，得州属于真正意义上的孤网。

得州大停电的原因分析：外因（极端天气）+发电（常规电源不出力、缺乏备用电源）+电网（孤网，不具备跨区域调度能力）。

启示：实现碳中和目标，必须要加大力度发展与新能源相匹配的调峰和备用电源。

电气设备新能源行业周报：电动车上游材料持续上涨，光伏硅料和硅片小涨

宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、隆基股份（单晶硅片和组件全球绝对龙头、高增长低估值）、汇川技术（通用自动化持续超预期、动力总成全面突破）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）

公用事业行业：碳中和视角下的现代能源体系构建与推演——风光实现真正意义平价依然任重道远

目标：碳中和上升至空前高度，风光平价是无法绕过的底层基础。

现状：行百里者半九十，风光距离真正意义平价仍存在显著差距。

路径：大电网更为现实可行，储能技术有望成为重要辅助和补充。

标的：电网改革利好【三峡水利】，终端运营资产亦值得重点关注。

【南网能源】、【龙源电力】、【三峡新能源】、【福能股份】、【涪陵电力】

国防军工：周边局势凸显国防建设紧迫性，军工行业将保持高景气运行

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长确定性强的认识，我们维持行业“增持”评级。

化工行业 2021 年 2 月第三周周报：国际原油价格大幅上涨，顺周期化工板块涨势持续

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股荣盛石化、万华化学、宝丰能源、三友化工、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强和东材科技。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

汽车行业周报：2 月第一周零售环比+15%，全面看多

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）。

新式茶饮行业专题：春茗纳新叶，奈雪焙生香

新式茶饮势如破竹，头部玩家差异化竞争。

竞争要素与行业趋势：场景化消费下的产品力与品牌力共振。

奈雪的茶：现制好茶+软欧包，社交第三空间打造者。

医药生物行业：肿瘤早筛、时代革命，关注诺辉健康

2021 年重点推荐十支核心资产个股：恒瑞医药、信达生物、智飞生物、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱美客、爱尔眼科、益丰药房、康泰生物。

机械设备行业跟踪周报：顺周期、新能源板块持续旺盛，半导体设备行业景气上行

【锂电设备】中、下游需求持续旺盛，全球电动化趋势确定利好设备商

【激光行业】IPG2020Q4 中国地区收入实现高速增长，持续强烈推荐激光细分龙头

【半导体设备】晶圆厂资本开支扩张，半导体设备厂纷纷调升财测

【工程机械】1 月挖机销量同比+97.2%，建议积极配置低波动周期中的强 α

数字金融追踪：互联网联合贷监管再收紧，量化指标如期出台，地方中小银行承压，再度利好头部银行

核心结论：①对互联网巨头不利，核心仍是降杠杆、规范联合贷，一方面要求所有类型联合贷都要满足 30%出资比例限制，意味着腾讯微众银行等联合贷业务也要参照蚂蚁整改；另一方面限制金融机构与单一互联网平台合作贷款额度（联合贷+助贷），意味着巨头份额被限制。②明显冲击地方中小银行，要求联合贷不能超过本行贷款余额 50%，同时全面禁止异地放贷（联合贷+助贷）。③利好头部银行，同时从竞争格局角度利好中型助贷平台。

教育行业周报（2021 年第 7 期）：2021 国考报名人数出炉，平均报录比 61:1，头部职考培训机构有望持续受益

建议关注标的:中公教育、科德教育、中教控股、希望教育、天立教育等

推荐个股及其他点评

盛和资源（600392）：高成长的稀土行业龙头

盈利预测与投资评级：我们预计 2020/2021/2022 年公司收入分别为 87.3/132.2/146.9 亿元,增速分别为 25.5%/51.3%/11.2%;归母净利分别为 2.8/10.8/15.0 亿元，增速分别为 180%/280%/39%。对应 PE 分别为 141/37/27x。考虑公司终端需求新能源汽车、风电和变频空调景气度高增，稀土行业供给逐渐透明化、规范化，供给刚性或将长期维持；公司晨光稀土、科百瑞两项扩产计划逐步实现，公司有望实现 2022 年开采、加工产能合计 37000 吨。稀土行业供需结构向好叠加公司大幅扩产，故首次覆盖给予“买入”评级。

海能达（002583）：诉讼扰动影响减小，Q4 收入环比改善，基本面拐点或将至

投资要点：季度业绩环比改善，基本面拐点或将至：据业绩快报最新数据，20 年实现营业收入约为 57 亿元-65 亿元，较去年同比下滑 17.1%-27.3%，实现归属于母公司股东的净利润为 0.85 亿元-1.2 亿元，较去年同比增加 5.19%-48.5%，从单季度收入来看，虽然 Q2、Q3 收入分别环比下滑 1.24%和 12.75%，随着疫情影响的逐步减小，Q4 收入已经环比改善，预计环比增加 0.83%-61.39%。从盈利情况来看，20 年 EMS 业务等低毛利产品占比减小，预计 20 年整体毛利率较 19 年（39.95%）进一步提升。

风险提示：诉讼进展不及预期；海外疫情加剧；新产品拓展不及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：以史为鉴，美债利率怎样上行才会引发美股回调？

观点

近期美债利率的快速上行引发市场担忧，年初以来 10 年期美债利率上行超过 40bp，当前达到 1.34%。作为全球资产的定价锚，美债利率在短时间内的飙升是否会引起股市的回调？本文试图从历史中一探究竟。

21 世纪以来，美股的上涨往往伴随着美债利率的上行。即美股的投资收益与美债利率的变动在整体上呈现出正相性。这与两者在 20 世纪 70 到 90 年代所表现出的负相关性截然不同（图 1）。

为什么美股和美债利率的相关性会在 21 世纪初发生结构性的变化？答案在于通胀，如图 2 所示，21 世纪以来由于美联储在货币政策上更加注重稳定通胀，美国经济过热的风险明显降低，因此美债利率的上行往往反映的是经济增长前景的改善和通胀的温和回升，这一宏观环境同样利好股票上涨。

值得关注的是，在金融危机后，10 年期美债利率在走势上与通胀预期更为紧密（图 3）。这就意味着同期 10 年期美债的实际利率是基本稳定的，并且处于一个较低的水平上。

那么，什么样的美债利率上行会导致美股回调呢？通过梳理金融危机后的历史，我们发现仅有两个时期，这两个时期美债利率在上行的同时出现了美股的回调，分别出现在 2013 年的年中和 2018 年的年初：

2013 年 5-6 月美股回调 6%，期间美债利率上行 63bp（图 4）。这一次美债利率的上行之所以能引发美股回调，是因为美联储释放退出 QE 信号引发的“削减恐慌”，我们注意到这一波 10 年期美债利率的上行完全由实际利率飙升带动，同期实际利率上行了 98bp（图 5）！这也意味着同期的通胀预期是回落的。

2018 年 1-2 月美股回调 10%，期间美债利率上行 40bp（图 6）。这一次美债利率上行引发美股回调同样是因为美联储的鹰派信号。彼时美联储认为美国经济正强劲复苏，引导市场 pricein 持续缩表和全年加息四次的预期。这一波美债利率的上行也主要由实际利率的上行带动，同期实际利率上行 30bp，意味着通胀预期只是上行了 10bp（图 7）。

因此，从金融危机后的历史经验来看，美债利率的上行若要引发美股回调，须同时看到实际利率的超预期上行，其背后是美联储释放货币政策边际收紧的信号。

与上述两次历史时期不同，此轮美债利率的上行在多数时间内主要由通胀预期回升的带动（图 8），尤其是在 2 月 16 日破 1.3%之前，其年初以来的上行幅度有 70%是通胀预期回升贡献，美股也持续创新高。然而，在 10 年期美债利率破 1.3%之后，通胀预期转而下行，实际利率的加速回升带动美债利率进一步上行（图 9）。

基于上述分析，我们认为在 10 年期美债利率破 1.3%后，须关注实际利率的走势。即如果 10 年期美债利率继续上行是由实际利率的上行驱动，表明市场开始担心美联储货币政策提前转向，美股回调的风险亦将显著加大。反之，如果是通胀预期回升驱动的美债利率上行，则并不构

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成美股回调的风险，因为从绝对水平来看，当前 2.2%通胀预期距离美联储 2.3%-2.5%的合意区间仍有上行空间（图 10）。

风险提示：美国财政刺激规模超预期，全球疫苗接种进度放缓

（证券分析师：陶川）

策略专题：策略专题-谁让基金亏大钱：“假摔”的龙头与遗忘的“弃子”——十倍股系列 3

核心结论：

①过去 10 年让公募基金亏损严重的 30 只个股包括 21 只龙头股及 9 只基金“弃子”。②亏损股下跌前估值贵，下跌后 1 年内绝对收益差且无相对收益，应果断离场。③亏损股下跌主因估值下杀，根源是具有行业特性的事件冲击导致业绩增速不及预期，其中消费：产品质量&渠道变革；科技制造：高位减持；金融地产：监管&流动性。④市场对事件冲击事前无预期，事后影响预期不足，导致公募下跌前加仓，下跌后减仓不果断。⑤基金弃子因所处赛道及自身问题共同影响导致基本面趋势性改变，被公募抛弃。⑥投资建议：甄别个股辨识龙头，抱团背景下，警惕高估值下的意外事件冲击，若出现相关事件冲击应果断止损离场。

正文摘要

30 只基金重仓亏损股。复盘 2011-2020 年各季度，主动管理型基金前十大重仓股中净值贡献度最小（负值）的个股，选取当季出现次数最多的 5 只个股为亏损股榜单，并从中选取上榜次数最多的 30 只个股作为样本股。其中 7 只消费龙头、7 只金融地产龙头、7 只科技制造龙头，另有 9 只已被公募所抛弃的基金“弃子”。此外，17 只亏损股为十倍股。

亏损股下跌前估值贵，下跌后应果断离场。①下跌前估值贵：30 只亏损股上榜前估值所处近 3 年分位数平均都在 50%以上，其中 34%的亏损股估值分位超过 80%。②下跌后收益差：亏损股上榜后 1 年内，仅消费龙头和科技制造龙头实现正收益 13%、2%，四大类型均无相对收益，继续持有的时间成本高，建议投资人果断止损减仓/离场。

下跌主因杀估值，根源在于业绩增速不及预期。①估值下杀：78%的亏损股下跌是估值下降所拖累。②事件冲击导致业绩增速下滑不及市场预期：87%的亏损股在上榜季度的净利润增速出现环比下滑，下跌后市场不断下修盈利预测，表明先前预测过于乐观，实际业绩增速不及预期。

龙头下跌元凶多具行业特性，部分事件具有共性。①消费龙头下跌元凶：产品质量&渠道变革。②科技制造龙头下跌元凶：高管/大股东高位减持。③金融地产龙头下跌元凶：监管&流动性变化。④跨行业共性：上市公司不合理融资或激励行为引致市场抛售。

市场对事件冲击预期不足，公募错误加减仓。①市场预期不足：冲击事件带有意外性，下跌前未被市场预期，下跌后市场对其影响预期不足，切香肠式下调预测。②公募错误加减仓：由于预期不足，公募在下跌前加仓，抱团强化，持股比例平均达 20.2%，下跌后渐进式减持，1 年后基金持股平均降至 11.1%，高位加仓且减仓不果断势必拖累净值表现。

基金“弃子”：崎岖赛道里的“问题公司”。①基金持股低、股价跌幅

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大，最新基金持股低于 1%，历史峰值超 9.2%，20 年末股价较十年高位回撤 63%。②赛道崎岖：同质化竞争、集中度难提升、景气下行、盈利波动大。③自身问题：缺乏护城河优势，品牌力及研发实力不足；非理性扩张，大规模收购。④大股东持股低、质押高、高管薪酬高、研发投入低。

投资建议：甄别个股，警惕高估值下的意外冲击。①辨识龙头，规避“弃子”。②警惕高估值下的意外冲击，高位估值下，股价对于负面信息更为敏感，当下机构“抱团”延续背景下，建议密切跟踪个股基本面，警惕意外冲击事件。③重仓股上榜后应果断减仓离场，若重仓股上榜当季度亏损榜单，鉴于上榜后 1 年内无相对收益，应果断减仓/离场。

风险提示：疫情二次爆发；宏观经济不及预期；历史经验不能代表未来。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：周观：疫情反复与就地过年的拉锯，欧美日间货币的角力（2021 年第 5 期）

观点

春节后数据公布真空期来临，通过高频数据，可以观察在疫情零星复发和“就地过年”倡议两方力量拉锯下，国内经济情况如何：首先，从人口流动来看，在“就地过年”号召下，人们的长途出行意愿减弱，更倾向于短途。其次，人员流动减缓会造成春节期间消费和生产状况的改变。从消费角度来看，餐饮和电影成为亮点，而跨市旅游则受到限制。从生产角度看，“就地过年”并不等同于“就地开工”。高炉开工率及 PTA 开工率较往年并未出现明显上升，“就地过年”对第二产业的拉动有限。

春节后央行公开市场净回笼，如何看待货币政策取向及市场反应：节后首日央行净回笼 2600 亿元，隔夜回购利率因此大幅上行，与七天期形成倒挂。央行随后展示维稳态度，转发《金融时报》文章称当前不宜过度关注公开市场操作的量，而要注意逆回购利率、MLF 利率等政策性利率指标。该点在 2 月 9 日发布的《第四季度货币政策执行报告》中就有提及，再度强调展现目前“稳”字当头的中性货币政策。通过观察 DR007 指标，可以发现目前市场对于公开市场操作量的反应已经没有前期那么强烈。在资金面紧平衡和缺乏宏观经济数据指导的情况下，预计短期内债市将维持震荡，可适当缩短久期。

欧元近期连续走强，美元近期显著趋贬；同期日元也迎来三连涨，暂露头角的“强美元预期”受到挑战，我们如何来做思考：（1）欧洲方面，意德 10Y 利差进一步收窄，市场寄希望于德拉吉归来。（2）日本方面，日债收益率连续走高，新预算创 9 年新高。（3）除此之外，我们认为传统货币政策空间的压缩，以及非传统货币政策边际效力的削弱，正让货币政策同财政政策在宏观调控上的角色发生转换。（4）美元“慢牛”，年底 93-95。我们依然认为 2021 年全年美元是“慢牛”行情，中间存在中幅回撤的空间。理由如下：（a）强弱货币的轮替；（b）窗口期非常重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

要；（c）意德 10Y 利差接近次贷危机后下限，下探空间有限。

北京时间 2 月 19 日欧央行公布 1 月货币政策会议纪要，强调需要持续且大规模的财政政策来支持经济复苏，同时明确表示有必要继续维持当下宽松的货币刺激措施。如何思考欧元区后续的货币政策方向：我们认为：（1）欧元区通胀长期疲软，预计未来五年的整体通胀率将达到 1.7%左右，当下仍会维持长期且大规模宽松货币政策，短期内欧元区不会退出量化宽松，预计欧元区将在美国退出量化宽松之后再有所行动；（2）欧元区经济复苏情况取决于各国财政刺激力度，关键看 1.85 万亿欧元的紧急抗疫购债计划的落地情况，如果财政刺激力度较弱，欧央行应加大货币政策对经济基本面的支撑，如果财政刺激力度足够强，后续欧央行将释放预期，在美国之后通过加息或收益率曲线控制等方式逐步退出量化宽松；（3）目前美联储仍维持高度宽松的货币政策，美国经济复苏预期加速，“弱美元，强欧元、日元”的阶段已经接近尾声，欧元接近触顶，从大周期看，“弱美元，强欧元、日元”过渡给“强美元，弱欧元、日元”是全球经济复苏的必要非充分条件，同时为维持欧元区经济复苏的可持续性，“弱欧元”将会是欧央行中长期内调整货币政策时或不得不“兼顾”的一个目标。

风险提示：疫苗普及率推进进度，国内外疫情反复。

（证券分析师：李勇）

固收点评：量价皆需兼顾，当前关注点在价

事件

2021 年 2 月 18 日，人民银行开展 200 亿元 7 天期逆回购和 2000 亿元 MLF 操作，当日有 2800 亿元逆回购和 2000 亿元 MLF 到期，当日净回笼 2600 亿元。2 月 19 日，人民银行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 1000 亿元逆回购到期，当日净回笼 800 亿元。2 月 20 日，人民银行开展 100 亿元逆回购操作，当日无逆回购到期，当日净投放 100 亿元。

观点

节后央行采取净回笼操作，符合资金运动规律。受春节取现等因素影响，我国银行间市场流动性呈现节前资金流出，而节后资金回流的特点，因此为稳定市场流动性，央行往往采取春节前投放流动性，而春节后回笼的操作。2021 年因就地过年政策影响，居民取现需求降幅较大，央行节前投放量处于历年春节低位，央行春节前共投放 4300 亿元跨节资金，较上年春节少投放 7500 亿元。2 月 18 日以来，央行按照惯例回笼资金。18 日-20 日，央行净回笼资金 3300 亿元。

量价皆需兼顾，但当前关注点在价。2 月 18 日，央行官方微信公众号转发金融时报文章表示：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。该观点早在 2 月 8 日央行公布的《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》中强调，《报告》表示：判断短期利率走势首先要看政策利率是否发生变化，主要是央行公开市场 7 天期逆回购操作利率是否变化，而不应过度关注公开市场操作数量。从政策利率角度来看，7 天期逆回购利率自 2020 年 3 月 30 日下调以来，一直保持 2.2%；1 年期 MLF 利

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率自 2020 年 4 月 15 日下调以来，一直保持 2.95%；由于 LPR 利率是在 MLF 利率上加点形成，因此 1 年期 LPR 报价利率自 2020 年 4 月 20 日下调以来，一直保持 3.85%，已连续 10 个月不变。当前政策利率保持稳定符合年初以来央行多次强调的“稳字当头，不急转弯”的货币政策要求。从市场利率来看，以 DR007 为例，节前央行释放流动性有效引导利率下行，当前利率处于稳定区间，呈现出围绕 7 天期逆回购利率波动的趋势，这符合央行“引导市场利率围绕央行政策利率为中枢波动”的政策目标。

展望后期：从数量角度来看，受节后资金回流的影响，我们预计短期内央行仍将采用回笼资金的操作措施。从中长期来看，一方面伴随我国经济稳步恢复，货币政策不再维持相对宽松的局面；另一方面央行多次强调货币政策要保持“稳字当头，不急转弯”，因此我们预计一段时期内资金将保持紧平衡的态势，央行将继续采用精准投放的操作措施进行调节。从利率角度来看，在央行多次强调政策不急转弯的背景下，我们预计短期内政策利率仍将保持稳定，央行通过公开市场操作等手段引导市场利率围绕政策利率波动。从中长期来看，受央行官媒本次提醒影响，我们后期应重点关注政策利率变动，因为利率变动之时，即政策变动之时。

风险提示：货币政策超预期收紧，国内外疫情扰动。

（证券分析师：李勇）

固收点评：通胀预期是如何形成的？——“真知”23

观点

为何通胀预期重要？通胀预期内嵌于关于生产要素价格、生产品价格相关的各种中长期契约之中，比如劳资契约，比如价值链上产生的供销契约等，这些契约都力图构建一种横跨几年、甚至几十年的稳定、公平的非协作（non-cooperative）框架下的互利关系，而对未来通胀水平的预期双方是否在当前时点可以达成共识，是决定这份契约是否可以在它存续期保持经济学意义上有效性（binding）的关键。包括联储在内的中央银行们，作为共有的双重目标之一，央行们有义务维持物价稳定。这本质上等价于维持中长期契约的稳定及其有效性，这对于中长期物质及人力资本形成、R&D、中长期经济潜在增长率的提升等中长期经济主体行为决定发挥着重要作用。

问卷调查法（survey-basedmeasures）：（1）密歇根大学的消费者问卷调查。以过去描述未来；以部分概括整体；媒体的宣导发挥较大的作用；（2）SPF。抛开动荡的沃尔克/里根的八零年代，专业人士对通胀的预期呈现出高稳定性，或由于专业人士对联储更有信心，或存在较大的时滞（hysteresis）；（3）FOMC 经济预测总结。不同于上述两个指标，这一指标是唯一来自于货币政策制定者的通胀预期指标。

市场机制法（market-basedmeasures）：与问卷调查相比较：（1）通过市场自身的价格发现、去中心化的信息处理机制，反向推导出暗含的通胀预期，注意这个通胀预期水平从均衡理论上来说，每一个市场参与个体是并不知道的，他们仅需要基于自己了解的信息参与市场交易即可；（2）符合标准的贝叶斯学习过程（Bayesianlearningprocess）：事前先验（prior）主观分布根据新的信息披露转化成事后后验（posterior）主观分布，从理论上来说比起几百人规模的抽样来说，拥有更多的正当性，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

容错率更高；（3）高频性。避免“峰终定律（Peak-endRule）”。这种方法的主要缺陷同样来自于其市场导向的高频性，夹逼出来的平准通胀率往往包含了流动性溢价、风险溢价在美债 10Y 和 TIPS10Y 之间的不同静态及动态的变化。

我们的观点是美债 10Y“缓抬升”仍是联储基线剧情。（1）美债 10Y 同 10 年期平准通胀率同升同降的剧本，且核心物价指数仍未出现快速拉升的趋势，联储仍可把当前通胀的动态变化定义为良性，而不需要人为干预；（2）预警 3-6 月份由于基数效应，通胀同比存在快速上行风险；（3）YCC 本质上存在“应急出口”以及“安全出口”两层“出口”策略的含义，日央行在 2016 年 7 月份的操作属于前一种，之后至 2018 年底的一系列操作则属于后一种，而对于联储来说，YCC 的含义更加倾向于后一种，即作为“安全出口”的“出口”策略构成部分之一。

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

建筑材料：周期普涨+旺季临近，周期建材迎来布局良机

投资要点

周期普涨+旺季临近，周期建材迎来布局良机。建筑业上游周期建材品种水泥、减水剂、涂料等自三季度来预期悲观、跑输大盘，但随着旺季临近，部分地区开始启动涨价；加之目前上述股票估值、股价均处低位，叠加流动性充裕推动大宗商品整体涨价，预计未来一段时间将迎来布局良机。相对看好增量大、具备成长性的个股，如华新水泥、上峰水泥、天山股份、苏博特，以及优质消费建材如东方雨虹、三棵树、兔宝宝等等。

继续首推玻纤。海外需求依然在强势恢复，近期玻纤市场价格继续上涨，持续看好制造业上游玻纤行业。重申大逻辑：随着制造业库存周期重启、机器替代人工、更新换代等需求共振释放，预计本轮制造业复苏将持续较长时间；与此同时，海外经济中期复苏趋势明显，对直接出口和间接出口均有拉动，看好相关上游原材料，首推玻纤。标的中国巨石、长海股份。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块上涨 8.2%，领先上证综指 2.5 个百分点。子版块中涨幅靠前的为玻璃制造、耐火材料。个股领涨的为金刚玻璃、旗滨集团、天山股份、祁连山、上峰水泥等。

水泥行业：春节在即，市场停摆待复苏。本周五，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 150.01 点，环比下跌 0.60%，同比下跌 7.81%。春节在即，全国各地工程及搅拌站陆续停工放假，各地需求销量迅速下滑，多地价格小幅有降。

玻璃行业：节后陆续复工，情绪好于预期。2021 年 2 月 19 日中国玻璃综合指数 1404.01 点，环比上涨 4.32 点。浮法玻璃在产产能 98322 万重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

箱，环比上周变动-0.36%，同比增长 5.98%。本周浮法玻璃行业库存及库存天数有所回升。

玻纤行业：池窑企业报价涨后暂稳，电子纱新单签单陆续落实。本周无碱池窑粗纱各产品价格整体呈涨后暂稳走势，2 月初多数厂价格上调，虽涨幅不一，但新价陆续落实。电子纱市场各厂价格处新单签单落实阶段，月初电子纱价格涨幅超预期，市场报价主流维持在 13000 元/吨左右，但供应仍旧紧俏。

风险提示：1）下游需求不及预期；2）地产调控继续趋严；3）外部环境不确定性加剧。

（证券分析师：杨件）

环保工程及服务行业周报：2020 年环卫市场化项目年化同增 25%创新高，公共机构加强推动生活垃圾分类制度

建议关注：盈峰环境，ST 宏盛，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

2020 年环卫市场化项目年化额达 686 亿元，同比增长 25%创新高。据环境司南数据统计，2020 年环卫市场化项目年化总额达 686 亿元，同比增长 24.73%。其中 2020 年全年有 31 座城市的环卫市场化项目年化总额超过 5 亿元，31 座城市成交环卫市场化项目年化总额超 425 亿元，占全国成交年化总额的 61.9%。从区域布局来看，31 城主要集中在珠三角、长三角、环渤海三大城市群等经济发展水平较高地区，其中 16 市来自广东、浙江、江苏和山东等四大经济强省，占比超过 50%。可见环卫市场化具备较强的地域性，经济高水平发展地区环卫一体化大单居多，贡献市场主要力量。

三部委联合发布《关于做好公共机构生活垃圾分类近期重点工作的通知》，垃圾分类有序推进。《通知》根据工作实际，提出差异化工作目标，重点推动地级城市公共机构全面实施生活垃圾分类制度，指导县级城市公共机构逐步开展生活垃圾分类工作，督促已实现生活垃圾分类的公共机构不断巩固提高工作成效。《通知》聚焦重点环节和关键部位，坚持目标引领与问题导向，要求：一）逐步规范生活垃圾分类类别及标志；二）大力推行绿色办公；三）带头停止使用不可降解一次性塑料制品；四）进一步制止餐饮浪费行为；五）持续开展生活垃圾分类志愿服务行动；六）扎实推进生活垃圾分类示范点建设。政策指出不断提高“46 个重点城市”公共机构生活垃圾分类工作成效，有序、稳步推进垃圾分类工作。

持续推荐环卫电动化，渗透率 25 年后爆发 10 年 50 倍成长空间。1）环卫新能源非短周期爆发已具备技术性与经济性，政策&经济性推动渗透率有望从 19 年 3.42%提升至 30 年 80%，10 年长周期赛道 5 年 7 倍 10 年 50 倍。a)碳排放有望纳入环保督察，公共领域车辆电动化政策加码；b)环卫车低速运行排放大，减排效果显著;c)续航技术成熟；d)全生命周期已平价油车，随成本下降 25 年经济性优势较公交车接近。预计 19-25 年渗透率从 3.42%提升至 15%，市场空间年化增速 32%，25-30 年渗透率加速升至 80%，年化增速 48%。2）长周期、市场化的需求释放，有

请务必阅读正文之后的免责声明部分

利于制造、服务、市场化能力强的头部企业享受成长红利。3）建议关注环卫电动装备龙头：盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫。

十四五政策强化聚焦碳减排，关注付费方式、业务模式、技术驱动积极转变。a)付费模式：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；b)业务 0 模式：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；c)技术驱动：技术权重增加，技术壁垒提升。建议关注优质细分赛道：1）大行业小公司轻资产，物业化、电动化促环卫边界扩张壁垒提升：关注盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫：电动装备利润释放&环服盈利份额双升的装备龙头；玉禾田、北控城市资源：具备差异化管理优势的环服龙头；碧桂园服务：股东背景加持、环服份额提升的物管龙头。2）垃圾焚烧行业刚性需求持续扩张，关注瀚蓝环境：具备强整合能力、成长确定性的稀缺优质资产。3）新政扶持强化再生资源行业壁垒，关注中再资环：废电拆解龙头规模&份额双升。4）聚焦精准治理，环境咨询市场空间广阔：关注南大环境：具备资质、技术、跨区域发展核心竞争力。

最新研究：环卫行业深度：十年五十倍，如何掘金环卫新能源？；ST 宏盛点评：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

钢铁行业跟踪周报：钢铁首推冷轧、资源股、高弹性三条主线

投资建议：周期股普涨，钢铁首推冷轧、高弹性、资源股三条主线。1）中期来看，行业估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，基本面改善可期；短期来看，传统建筑业需求旺季即将来临；叠加海外流动性充裕推升通胀预期，进而带来春节前后有色金属大幅上涨，对黑色系也有一定拉动。我们认为钢铁板块旺季行情已经启动，建议三条主线选股：1）基本面最好的制造业上游板材、部分特钢，首推宝钢股份、久立特材；2）对流动性敏感的上游资源品河钢资源（铁矿）、鄂尔多斯（硅铁）、包钢股份（稀土）；3）高弹性低估值的冶炼股方大特钢、华菱钢铁、三钢闽光等。

行业观点：供需偏中性。节后社会库存增幅略低于预期，但由于节前基数太高，目前库存绝对量仍高于 2018、2019 年。跟踪的高频成交量数据，显示终端需求目前尚未启动，符合往年季节性表现。钢厂开工环比下滑，减产仍在持续，上述支持即将来临的需求旺季供需改善和价格上涨。

行情回顾：本周申万钢铁上涨 5.4%，领先上证综指 4.2%。涨幅居前的个股为河钢资源（16.7%）、鄂尔多斯（16.1%）、华菱钢铁（13.6%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 6.5%、6.9%、12.7%、6.3%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 104.0%、174.8%。

行业动态：

普钢：本周钢材社会库存 1803 万吨，环比增 32.4%；其中长材库存 1279 万吨，环比增 39.3%；板材库存 524 万吨，环比增 18.2%。本周全国 237 家钢贸商出货量 17.3 万吨，环比持平；本周上海终端线螺走货量 0.2 万吨，环比降 55.3%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 84.7%，环比增 1.4pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 55.7%，环比降 3.6pct。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 384、433、638、358 元/吨，环比分别

请务必阅读正文之后的免责声明部分

52.1%、37.0%、14.7%、43.5%。

特钢：本周模具钢市场价格部分上涨，商家尚未全部返市营业。轴承钢主流品种价格大幅拉涨。工业线材主要产品价格上涨。

不锈钢：不锈钢期货主力合约 2104 收盘价上涨 470 元/吨至 15330 元/吨，节后的两个交易日累计上涨近 1000 元/吨。

钢管：本周国内焊管市场价格整体宽幅上调，库存微增；无缝管市场价格大幅上涨，库存微增。

铁矿：本周澳、巴、印铁矿石发货量 2341 万吨，环比增 24.9%；北方 6 港到港量 1303.5 万吨，环比增 14.8%。本周铁矿石港口库存 12519 万吨，环比持平。

铁合金：节后国内硅铁硅锰盘整运行，市场信心尚可，期货盘面大幅走高，但节后由于成交不旺，厂家端报价仍维持平稳。

风险提示：地产需求下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件）

计算机应用行业：关注信创反弹机会，党政行业招标进行时

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数上涨 1.87%，沪深 300 指数下跌 0.50%，创业板指数下跌 3.76%。春节后两天市场风格发生明显变化，之前的抱团标的有所调整，我们认为需要继续关注监管政策对投资者结构和资金投向的影响。信创、医疗信息化等板块在这两天有较强的表现，我们对此首先定性为超跌反弹，虽然前期板块基本面持续向好，但抱团行情下机构资金离场导致股价一再下跌。此轮反弹能否持续还有待观察，但我们看好信创的观点一如既往，并不因股价波动而影响我们的研究和判断。在当前位置，首推基本面拐点最大的信创，其次是白马方向云计算、网安，弹性方向金融 IT，另外关注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件。标的上优先考虑目前公募持仓比例还不算高，同时综合质地不错估值不贵未来增长良好的品种：中国长城、中国软件、用友网络、启明星辰、科大讯飞、东方通、安恒信息、神州数码、奇安信、卫宁健康等。热门大票白马建议继续关注：金山办公、广联达、深信服、恒生电子，港股关注金蝶国际、明源云、中国软件国际、金山软件等。

本周我们对市场上针对信创板块的担忧进行了回应，然后阐述了我们认为信创产业基本面在持续向好的逻辑。自去年 8 月至今近半年以来，信创板块表现低迷，大幅跑输同时期主要市场指数，主要是因为在抱团行情下机构资金持续离场导致股价下行。节前市场担心中美缓和信创推进放缓，板块出现较大调整。但从行业近期推进情况看，招标加速落地，有望打消市场疑虑。同时我们认为信创事业在党和国家的战略规划中优先级较高，政府预算并不是主要矛盾，即便是在疫情严重的 2020 年，信创产业推进速度也是远超预期。随着行业信创的普遍展开，行业客户付费意愿和付费能力更强，更加看重产品的性能和适用性，价格战的情况会有明显改善。

近段时间以来，国家在顶层设计上更加强调信创产业发展的重要性，2021 年 2 月 19 日，中央深改委强调加快功课重要领域“卡脖子”技术，有效突破产业瓶颈，牢牢把握创新发展主动权。现在各地政府已启

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动 2021 年新一轮信创招标，预计全国今年招标规模高于去年。自去年国资委要求以来，各央企已经陆续开始大规模招标，长期空间远大于党政市场。根据相关公司 2020 年业绩预告情况，均超出市场预期，证明了信创板块较强的盈利能力，兑现了之前的产业逻辑。建议关注信创超跌后的布局机会，细分龙头：中国软件、中国长城、金山办公、东方通；其它关注神州数码、太极股份、中孚信息、卫士通、中科曙光、诚迈科技、福昕软件等。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

有色金属行业跟踪周报：继续看好稀土、铜、铝

投资要点

行情回顾：本周沪深 300 指数上涨 5.39%，有色金属（申万）指数上涨 20.16%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为 31.04%、18.47%、19.78%、26.84%、20.35%和 15.28%。个股涨幅前五的公司为西部矿业、章源钨业、盛和资源、江西铜业和吉翔股份。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价持续冲高，市场消费明显走软；本周铝价大幅上扬，市场整体供需双弱；本周铅价高位震荡，贸易商报价较少；本周锌价短期大幅上涨，近端供给紧张仍存在，预计锌价维持偏强震荡；本周锡价刷新高点，市场流通现货偏紧，成交有限，呈现有价无市局面，预计短期锡价或将偏强震荡运行。

贵金属：本周黄金价格先下行，本周市场对美国 1.9 万亿美元经济刺激计划的乐观情绪升温，以及通胀预期上升，结合美元走强，令黄金多头面临多重打击。

稀土：本周稀土市场主流产品价格整体偏强运行，目前以恢复生产为主，接单情绪较低，主动报价较少，部分捂货看涨暂无报价，市场现货报出有限，观望氛围较浓。

小金属新材料：本周镁锭市场盘整向好；锰矿市场表现一般，下游采购还未集中展开；电解锰市场市场交投氛围较为安静，缺乏活跃度，多处于观望状态；钒市涨势较猛。

锂钴：本周碳酸锂价格持稳；本周氢氧化锂价格持稳；本周电解钴现货价格上涨；四氧化三钴报价大幅上调，下游询单减少。

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。美财刺激政提升通胀预期，地缘政治风险持续、中东局势动荡凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。标的首选云南铜业、云铝股份；3）长期看好新能源板块。新能源汽车产销持续走强，拉动锂电上游材料需求，锂电铜箔价格近一个月涨幅近 10%，关注超华科技、嘉元科技、诺德股份；锂钴需求高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现。关注博威合金、楚江新

请务必阅读正文之后的免责声明部分

材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

电子：地震、寒潮引发半导体厂商停工，供需紧张状态延续

投资要点

2 月 13 日日本地震导致茨城县瑞萨那珂工厂暂时停工，那珂工厂主要产品为 MCU 以及包括功率半导体在内的汽车芯片，该工厂拥有 8 寸和 12 寸产线，其中 8 寸产线产能约 5 万片/月，12 寸产线产能约 2 万片/月。根据日媒的报道，那珂工厂的厂房、设备未因地震而受损，电力供应也已恢复，目前，公司宣布地震后停工至 16 日开始复工，但预计要一周时间才可恢复到地震发生前的生产水准。我们认为，地震导致的瑞萨那珂工厂暂时停工不至于导致相关半导体产品的供应中断，随着工厂生产的逐步恢复，受影响的相关半导体产品的供应也将回归正常。

近日以来，美国德州遭遇寒潮引发大规模停电，三星、恩智浦和英飞凌等位于奥斯汀地区的半导体工厂被迫停工。其中，三星奥斯汀工厂主要产品为处理器、汽车 IC、RFIC、OLED 显示驱动 IC、CIS、NAND 控制芯片，客户包括高通、英特尔等，部分产品属于自供，该工厂为 12 寸产线，技术覆盖 14nm、28/32nm、45/65nm 等规格，产能约 10 万片/月，占三星逻辑芯片产能约 28%。根据国际电子商情的报道，三星在事先通知的情况下已安全地对生产中的设施和晶圆采取了措施，公司预计在恢复供电后尽快恢复生产。根据集邦咨询的测算，三星奥斯汀工厂月产能占全球 12 寸产线总产能约 5%，本次受影响产能将占全球 12 英寸总产能约 1-2%，预计将使相关受影响产品交期延长。

英飞凌奥斯汀工厂主要产品为 MCU 和 NORFlash（车用和网络通信应用），该工厂为 8 寸产线，技术规格为 0.13μm，产能约 3 万片/月，在英飞凌的营收占比约 5%。根据国际电子商情的报道，英飞凌已提前收到停电通知并采取了保护措施，预计断电事件影响相对较低。恩智浦奥斯汀工厂为 8 寸产线，主要产品为 MCU、MPU、电源管理器件、RF 收发器、放大器和传感器等。根据国际电子商情的报道，除德州外，恩智浦其他工厂仍在全面运营，公司表示一旦电力恢复将尽快恢复生产。考虑到英飞凌和恩智浦在全球功率半导体、MCU 等细分市场的重要市场地位，若寒潮和电力供应问题使得相关产线持续停工，将加剧功率半导体、MCU 等半导体芯片的供需紧张关系，尤其是持续紧缺的车用功率半导体和 MCU 的供应将进一步受限。同时，作为 IDM 厂商，在产能受限的情况下英飞凌和恩智浦也可能寻求晶圆代工厂进行产能补充，由此将加剧晶圆代工市场的供不应求的状态，推升晶圆代工市场景气度。

投资建议：在半导体产品供需紧张状态加剧和景气度持续提升的情况下，国内相关的半导体设计公司若已拥有具备市场竞争力的产品，并且产能配置充足，则有望加速客户认证、承接更多订单或提升议价能力和盈利水平，充分受益于下游高涨的应用需求，建议关注：斯达半导、新洁能、立昂微、闻泰科技、比亚迪电子、中颖电子等标的。同时，在以 8 寸晶圆为代表的晶圆代工产能持续紧张的状态下，晶圆代工厂将拥有比较强势的议价能力，有望提升自身盈利水平，同时近期有扩产产能开出的晶圆代工厂有望斩获更多的订单，扩大营收规模，从而实现业绩的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

高速增长，建议关注：华润微和华虹半导体等标的。

风险提示：市场需求不及预期；企业研发不及预期；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

商业贸易行业跟踪周报：京东物流拟赴港 IPO，核心数据披露：20 年底员工总数 26 万，Q1-3 亏损收窄至 0.12 亿

行业观点：

京东物流于 2021 年 2 月 16 日正式向港交所提交招股书。公司主要提供五大服务：仓配服务、快递快运服务、大件服务、冷链服务及跨境服务，并在此基础上开发了针对特定行业的供应链解决方案。

外部客户收入占比持续提升，一体化供应链客户收入增长空间广阔。京东物流已不再是专供京东使用的物流商了，20 年 Q1-3 外部客户收入占比已达 43.4%。2020 年公司为超过 19 万家企业提供了服务，包括快消、服装、家电、家具、生鲜等行业。一体化供应链物流服务是公司主要收入来源，指包括快递、整车运输、最后一公里配送、仓储及其他增值服务（上门安装和售后等）在内的全面物流服务，能帮助客户减少配送层级提高效率。2020Q1-3 一体化供应链服务收入增速为 33.8%，占比为 79.1%。

随着规模不断扩大及运营效率提升，盈利情况不断转好。物流是一个劳动密集的行业，在保证效率、质量的同时控制成本是具有一定难度的。近年来京东物流的盈利情况不断转好，毛利率从 2018 年的 2.9%增至 2020Q1-3 的 10.9%，净亏损额从 2018 年的 28 亿元减少至 2020Q1-3 的 0.12 亿元。与此同时，公司收入也在快速增长，2020Q1-3 公司收入达 495 亿元，同比+43.2%。考虑到公司的收入规模的加速增长趋势，我们认为公司近期有望实现盈亏平衡。

运营超 800 个仓库&超 1400 个云仓，规模大效率高。公司已运营 800 多个仓库和 1400 多个云仓，总管理面积达 2000 万平米（包括云仓）；拥有 24 万名运营员工，其中配送人员超 19 万名。公司以轻资产模式运营，有 1700 万平米的仓储物流物业系租赁得来；主要负债为可转换可赎回优先股、租赁负债和应付关联方款项。在强大而高效的京东物流的帮助下，2020 年京东集团线上零售订单的 90%可实现当日或次日送达。

近期报告：

《爱美客点评：“嗨体”高增带动业绩高增，现金流强势+高比例分红》_x000b_公司 2020 年实现营业收入 7.09 亿元（+27.18%），归母净利润 4.40 亿元（+43.93%），扣非归母净利润 4.24 亿元（+42.95%）。业绩增长的主要驱动是溶液类产品，全年销售收入达 4.5 亿元（占比 63%，同比+82.85%）。溶液类产品包括“嗨体”和“逸美”，因“逸美”占比较小（2019 年占总收入 0.37%），可近似认为溶液类体现“嗨体”收入情况，主要受益于颈纹治疗继续渗透及同系列产品“熊猫针”上市放量实现高增长。

投资建议：

看好京东物流上市后持续优化效率夯实护城河。京东是三大电商平台里唯一以“自营”模式为主的平台，我们认为自营模式主要赚的是流通效

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率的钱。而京东自营的流通效率，很大程度上是和京东物流相关的，可以说京东物流是京东集团核心竞争力的主要组成部分。看好京东物流上市后不断提升效率，夯实整个京东集团的核心竞争力。

建议关注：爱美客、华熙生物、京东集团等。

风险提示：行业竞争加剧，产品质量问题，宏观经济波动风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

通信行业跟踪周报：本周专题：更关注优质企业的成长性和持续性，无论市值大小

投资要点

本周策略观点：1、回顾 20 年通信市场轮动，当前大市值龙头个股更受偏爱：2017 年以来，通信行业明显呈现中大市值个股走势更强，小市值个股走势疲软的特征。2、业绩变动或许是历史上大中小个股走势差异轮动的核心原因：观察通信行业大中小个股的历史走势差异轮动规律，我们发现业绩基本面或许是影响股价走势更为关键的因素。3、不论市值大小，寻找成长性和持续性背后的投资机会：宏观利率的上行或给板块整体估值带来压力，而具备长期成长确定性的个股不论市值大小，吸引力都将更加凸显。从成长的确定性来看，我们重点推荐 5G、新基建、产业数字化转型相关的主设备、光模块、物联网和与计算等赛道的优质标的。

行业动态及点评：百度 Q4 财报公布，市值突破千亿美元；2020 年中国芯片进口额达 2.4 万亿元，全球 MCU 销售预计大跌 8%。

行业前瞻：2021 年上海世界移动通信大会（2021.2.23-2.25），上海国际工业互联网及工业通讯展览会（2021.3.3-3.6），2021 软件定义汽车国际峰会（2021.3.4-3.5），2021 年首届 NEPCON 峰会（2021.4.21）

首推组合：中国联通、中兴通讯、天孚通信、数据港、中际旭创、淳中科技、中科创达。

建议关注组合：港股运营商：中国移动、中国电信、中国联通；5G 主设备：烽火通信；城市数字化转型相关：海康威视、大华股份、科大讯飞、万集科技、佳都科技、万通发展、中电兴发；低轨卫星：中国卫星、中国卫通、海格通信、和而泰、华力创通、欧比特、杰赛科技、康拓红外、天银机电、亚光科技、上海沪工、星宇网达；物联网/车联网：移远通信、广和通、移为通信、道通科技、锐明技术、鸿泉物联；光模块：新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；IDC：宝信软件、奥飞数据、光环新网、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、城地股份、立昂技术、世纪互联、万国数据；高清视频：兴图新科；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；量子信息产业：国盾量子；小基站：上海瀚讯、震有科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；运营商/铁塔：中国移动、中国电信、中国铁塔；服务器/路由器/交换机：烽火通信、兴森科技、浪潮信息；UWB：浩云科技；全国一网：歌华有线、广电网络；网络可视化：中新赛克；5G 行业专网：海能达；产业互联网：恒华科技、朗新科技；工业互联网：工业富联、威胜信息；大数据：每日互动、慧辰资讯、东方国信；线上教育：世纪鼎利、立思辰；线上办公：亿联网络、会畅通讯、二六三；天线射频：世嘉科技、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

通宇通讯、硕贝德。

市场回顾：近一周通信（申万）指数上涨 5.39%；沪深 300 指数上涨 7.67%，行业跑赢大盘 2.29pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 3.00%，年初至今上涨 29.48%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

得州大停电事件点评：从得州大停电到碳中和

投资要点

事件：2021 年 2 月 14 日开始，美国得克萨斯州受到异常寒冷天气影响，电力供需严重失衡，电力现货价格暴涨，发生大面积、轮流停电，2 月 20 日美国得州已进入重大灾难状态。截至当地时间 2 月 17 日，部分地区停电超过 60 小时，电力现货价格已达到系统上限 9 美元/千瓦时。

美国及得州电力系统简介：各环节主体极为分散，统一调度几无可能，得州属于真正意义上的孤网。

1）截至 2020 年年末，美国共有电力企业 3000 多家，按所有制划分，包括私营企业、联邦公营、市政公司、电力合作社等多种形式，由于美国私营电力企业占比较高、且电力系统各环节主体极为分散，一旦出现紧急用电需求，各电力公司之间互相支援的意愿很低、统一调度难度极大。

2）得州每年外购电量占比自身用电量 1%左右，电力系统基本完全实现自给自足，由于得州和外部只有直流互联（总容量 125 万千瓦），不受美国联邦能源管理委员会的监管，因此属于真正意义上的“孤网”。

得州大停电的原因分析：外因（极端天气）+发电（常规电源不出力、缺乏备用电源）+电网（孤网，不具备跨区域调度能力）。

1）外因——极端天气：百年不遇的极寒天气造成用电负荷激增；

2）发电——常规电源不出力、缺乏备用电源：由于生产商对极寒天气准备不足，占比总装机 25.63%的燃气机组、15.84%的风电机组、还有部分燃煤电厂均无法进行正常工作，同时得州没有电力容量市场，缺乏备用电源；

3）电网——不具备跨区域调度能力：只有总容量 125 万千瓦的线路与外部相连，每年外购电量占比自用电量不到 1%，不具备跨区域调度能力。

对中国碳中和路径发展的启示：

1）2020 年底我国多省份出现限电，以湖南为例，省内煤电利用小时数和装机双双下降，可再生能源装机和电量提高，外送能力又面临西北冬季风光出力下降和华中地区普遍迎峰度冬供应紧张，最终出现严重限电，这也是我国能源转型和电力供应安全矛盾的典型缩影。

2）实现碳中和目标，必须要加大力度发展与新能源相匹配的调峰和备用电源，目前主要是火电，以应对大量风光上网之后带来的设备和系统

请务必阅读正文之后的免责声明部分

故障。

3）针对调峰调压等电力辅助服务建立合理的补偿机制，才能充分调动作为调峰和备用的灵活电源的积极性。

标的：电网改革利好【三峡水利】，终端运营资产亦值得关注。

【南网能源】、【龙源电力】、【三峡新能源】、【福能股份】、【涪陵电力】。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱、风电光伏发电小时数不达预期、终端销售电价受到政策影响持续下降等。

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

电气设备新能源行业周报：电动车上游材料持续上涨，光伏硅料和硅片小涨

投资要点

电气设备 9372 下跌 2.96%，表现弱于大盘。核电涨 6.21%，风电涨 4.82%，发电及电网涨 2.79%，锂电池涨 1.83%，新能源汽车涨 0.98%，发电设备涨 0.26%，光伏跌 3.74%，工控自动化跌 3.96%。涨幅前五为青岛中程、科融环境、海得控制、宇通客车、中环装备；跌幅前五为恩捷股份、当升科技、亿纬锂能、爱旭股份、晶澳科技。

行业层面：电动车：中汽协：1 月电动车销量 17.9 万辆，同环比 +238.5%/-27.8%;2023 年起上海市购买插混车型不再送绿牌；宁德时代中标现代二款电动车型电池供应，预计规模将超百亿;电池供应商 SK 创新败诉,在美将面临 10 年禁令；传特斯拉 15 万-20 万平价新车最快 2022 年上市;小米又传将造车；受美国暴风雪影响，通用、福特、丰田等汽车制造厂及三星奥斯汀芯片工厂停产;奔驰今年在华推三款纯电车型 EQS、EQA、EQB，后两款将国产;新能源：能源局可再生能源消纳 2021-2030 年目标内部征求意见，2030 年全国统一消纳责任权重 40%;光伏 817.881MW 国网公示最新一批可再生能源补贴清单;美国正式重返《巴黎协定》;首批“碳中和”债券将支持储能/水电/风电/光伏等绿色低碳项目建设;中石化“十四五”拟规划布局 7000 座分布式光伏发电站点;吉利汽车成立全资子公司经营范围涉及光伏领域;晶科能源宣布与印度两家 EPC 公司签订 TigerPro 系列高效组件项目订单，合计近 500MW。工控&电网：行业历史最强 1 月，主流伺服厂商出货分别安川 2.8 亿（+115%）、松下 1.12 亿（+91%）、台达 2.01 亿（+126%）、禾川 0.6 亿（+110%），低压变频出货 ABB4.1 亿（+31%）、安川 1 亿（+100%），中大型 PLC 施耐德 0.98 亿（+15%），内资出货增速基本在 200%左右。

公司层面：宁德时代：出资 25 亿元设立“福建时代闽东新能源产业股权投资合伙企业”，与全资子公司合计持有基金 21.96%的认缴比例。亿纬锂能：1）惠州亿纬动力投资建设“乘用车锂离子动力电池项目（一期）”（不超过 10 亿元）和“xHEV 电池系统项目（一期）（不超过 26 亿元）；2）公司和亿纬控股分别拟以 3 亿元和 15 亿元认购华友钴业非公开发行 357 万股（0.29%）和 1786 万股（1.47%）。赣锋锂业：截至 2021 年 3 月 5 日收市后仍未转股的“赣锋转债”将被强制赎回。中信博：IPO 网下配售 138 万限售股（占总股本 1%），于 3 月 1 日上市流通。欣旺达：公司确定为东风乘用车供应 E70 供应动力电池总成产品。嘉元科技：发行 1240 万可转债，预计募集资金不超过 12.4 亿元。华友钴业：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1）非公开发行 A 股股票，发行价格 84 元/股，募集资金总额 60.18 亿元；2）20 年 2 月发行股份购买资产募资的限售股 3411 万股（占总股本 3%）将于 2 月 22 日上市。通威股份：1）通威与晶科签订战略协议，30%参股晶科 15GW 硅片新项目，晶科 35%参股通威 4.5 万吨硅料新项目，双方按股权比锁定 2 倍权益的实际产出硅料、硅片；2）晶科和通威签订三年合计约 6.5GW 硅片长单。3）推出 2021-2023 员工持股计划，公司员工和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿购买股票，占总股本 1.28%，锁定期 12 个月。容百科技：1）核心技术人员田光磊和孙保国因个人原因辞去相关职务；2）以自筹资金投资不超过 29 亿元建设年产 10 万吨高镍正极材料二期及后续项目？。璞泰来：贵州阔能、齐晓东、冯苏宁和王晓明拟通过竞价方式合计减持不超过 640 万股（占总股本 1.29%）。隆基股份：1）向 OCI 签订三年期硅料采购协议，采购量约 7.77 万吨；2）向福莱特签订光伏玻璃采购补充协议，2021 年新增采购量 2786 万平方米，2022 年-2023 年按 46GW 组件用量采购。寒锐钴业：1）截至 2 月 23 日后仍未转股的“寒锐转债”将被强制赎回；2）控股股东梁杰拟减持不超过 919 万股（3%）股份。上机数控：拟以 35 亿元投资建设包头年产 10GW 单晶硅拉晶及配套生产项目，预计 22 年达产。特变电工：子公司新特能源拟在内蒙古包头市土默特右旗一期投资建设年产 10 万吨多晶硅项目及 5GW 新能源电站，二期投资建设年产 10 万吨多晶硅、20 万吨工业硅及 5GW 新能源电站。福斯特：同德实业已减持 769.5 万股，林建华已减持 4450.7 万股，减持计划完成。

投资策略：电动车 1 月国内销 17.9 万辆，同比大增 238%，预期上限，一季度上修至 40-45 万辆，21 年 220 万+，同增 60%+，Q1 排产预计环比 Q4 持平超预期，碳酸锂价格快速上涨至 7 万+，六氟、正极价格均上涨，供应链明显紧张；欧洲尽管 1 月销量环比下降 55-60%，同增 50%，主要 12 月冲量影响，21 年预计 200-220 万，同增 70-80%；美国拜登上任后鼓励购买电动车或将推税收减免计划，21 年电动车中国、欧洲和美国均是爆发之年，均有望超预期高增，强烈推荐电动车全球龙头和价格弹性龙头。中国 2060 年碳中和，2030 年碳达峰，2025 年非化石能源占比 20%，2030 年 25%超预期，欧盟碳排放目标提升到 55%，美国拜登上任重新加入巴黎气候协定，都将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，20 年国内装机 48GW，同增 60%；21 年 60GW+，20 年全球 140GW+，同增 20%，Q1 淡季龙头需求好，21 年确定性大年，全球 180GW+，同增 30%+，强烈看好光伏龙头。工控 20 年 Q2/Q3/Q4 增长 6.4%/6.7%/6.3%，其中 Q4 来看 OEM 同比提速到 15%，项目型下降 4%，下游先进制造、传统制造全面向好，强烈看好工控龙头。电网投资总体持平，结构性倾斜，电网龙头相对表现好，风电 20 年出货超 50GW 超预期，21 年有担忧，海上风电增长。

重点推荐标的：宁德时代（动力电池全球龙头、优质客户、领先技术和成本优势）、隆基股份（单晶硅片和组件全球绝对龙头、高增长低估值）、汇川技术（通用自动化持续超预期、动力总成全面突破）、阳光电源（逆变器全球龙头、储能业务前瞻布局）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、亿纬锂能（动力锂电渐成龙头、电子烟超预期）、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、宏发股份（新能源汽车继电器全球龙头、传统继电器超预期复苏）、新宙邦(电解液龙头、氟化工超预期)、当升科技（正极龙头&SK 供应链龙头、海外占比高）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩高增长）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、璞泰

请务必阅读正文之后的免责声明部分

来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、福斯特（EVA 和 POE 绝对龙头、感光干膜等上量）、固德威（组串式逆变器龙头、储能逆变器新秀）、天合光能（210 组件龙头、估值低）、中信博（跟踪支架渗透率向好、唯一中国跟踪支架龙头）、九号公司（电动平衡车和滑板车龙头、电动两轮车新秀）、晶澳科技（组件一线品牌、前三季度超预期）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：海优新材、雷赛智能、赣锋锂业、天齐锂业、嘉元科技、诺德股份、比亚迪、三花智控、良信电器、欣旺达、恩捷股份、多氟多、天奈科技、爱旭股份、福莱特、金博股份、孚能科技、星源材质、国轩高科、思源电气、正泰电器、麦格米特、八方股份、林洋能源、特变电工、金风科技、日月股份、东方日升、许继电气、平高电气、国网信通、思源电气、捷佳伟创、天顺风能、杉杉股份等。

风险提示：投资增速下滑，政策不达预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶）

公用事业行业：碳中和视角下的现代能源体系构建与推演——风光实现真正意义平价依然任重道远

投资要点

目标：碳中和上升至空前高度，风光平价是无法绕过的底层基础。

习近平主席在多个场合强调“努力争取 2060 年前实现碳中和”，中央经济工作会议首次将碳中和作为明年重点任务，根据碳中和目标，保守估计到 2030 年风光装机 CAGR 为 8.41%、到 2050 年 CAGR 为 6.82%，无论短期还是长期，风光仍将维持高速发展。与之相对应的，可再生能源的补贴缺口空前巨大，2020 年底缺口已经突破 3000 亿元，预计 2031 年之前现有风光项目只能拿到补贴总额的 15%-20%。在补贴缺口空前巨大的形势下，风光的平价上网成为实现碳中和目标过程中无法绕开的底层基础，现有风光项目是否可以摆脱补贴，实现真正意义的平价上网？平价到底平的是什么价格？这将是我们后文中力求解决的问题。

现状：行百里者半九十，风光距离真正意义平价仍存在显著差距。

1）我国风电和光伏价格低于一般工商业、大工业和居民生活用电价格，因此风光在终端用户侧基本可以实现平价，但是考虑到风光资源禀赋和用电负荷之间的空间差异，仅考虑终端的用户侧平价不具备现实意义，还需要考虑发电端是否能够实现平价上网。2）根据我们的测算，无论是风电还是光伏，目前在发电侧均难以实现平价上网，如果以平准化发电成本（LCOE）衡量，风电高于煤电 36.79%、光伏高于煤电 33.27%，未来走向 LCOE 平价的路径风电主要依靠提高利用小时数和消纳水平，光伏主要依靠产业链的持续降本增效。3）除了风光自身的场站成本以外，为了消纳新能源所付出的系统成本和消纳成本也是阻碍现有风光项目走向真正意义平价的重要原因。

路径：大电网更为现实可行，储能技术有望成为重要辅助和补充。

实现碳中和的路径主要有 2 条：1）短期看大电网，特高压建设缓解三北地区的新能源消纳问题、加大调峰备用电源的建设力度以应对大量风光上网之后带来的设备和系统故障、针对电力辅助服务建立合理的补偿机制，这三项措施都要求国家电网在“十四五”期间维持相当规模的投资力度，考虑到电网本身盈利能力提升空间有限，我们预计“十四五”

请务必阅读正文之后的免责声明部分

期间伴随着电网改革进程持续推进，引入更多社会资本、帮助国家电网缓解投资压力是大势所趋。2）中长期看储能，期待技术突破带来储能制造和运营成本的持续下降，未来清洁能源+储能将是能源产业发展的必然趋势。大电网和储能之外，分布式光伏作为综合能源服务的重要一环，从 2020 年开始也获得央/国企和外资的显著青睐，新增装机增速触底回升，未来有望发挥更积极作用。

标的：电网改革利好【三峡水利】，终端运营资产亦值得关注。

【南网能源】、【龙源电力】、【三峡新能源】、【福能股份】、【涪陵电力】。

风险提示：终端工业用电需求减弱、风电光伏发电小时数不达预期等。

（证券分析师：刘博）

国防军工：周边局势凸显国防建设紧迫性，军工行业将保持高景气运行

投资要点

核心组合推荐：【火炬电子】【光威复材】【鸿远电子】【中航沈飞】

最新行业观点：

国防与领土主权挑战依然严峻，凸显国防建设的重要性与紧迫性。2 月 19 日《解放军报》发表长篇通讯报道《英雄屹立喀喇昆仑——走近新时代卫国戍边的英雄官兵》，还原了 2020 年 6 月中印加勒万河谷对峙事件的过程，详细讲述了 5 名解放军官兵的英雄事迹。中国是世界地缘政治环境最复杂的国家之一，也是陆上邻国最多、陆地边界线最长的国家，除西南方向与印度、不丹未签订边界协议外，在东海、南海等方向与相关国家也存在主权争议。此外，美国等国家频繁借南海、台湾等主权问题向中国施加军事压力，据美国国防部最新发布的《2019 财年航行自由行动年度报告》，2019 年美军在南海实施航行自由行动的次数达到历史新高，并预计未来还将保持较高行动频率。复杂的地缘政治环境与日益严峻的安全形势，进一步凸显了国防建设的重要性和紧迫性。

新型武器装备列装加速，行业将保持高景气运行。我国对国防和军队现代化建设有着长远的规划，2027 年我国要实现建军百年奋斗目标，2035 年基本实现国防和军队现代化，2050 年将建成世界一流军队，“十四五”的五年将是国防现代化建设的关键时间窗口。此外，我国国防科技工业经历了前期的探索与积累，已形成独立自主的武器装备保障能力，航空、航天领域重点新型装备已具备规模量产的基础。我国所面临严峻的外部环境将是长期客观存在的，国防和军队的建设也将保持战略定力。在完成军队领导指挥体制和组织架构的改革调整后，作战力量编成的调整将不断深化，新型武器装备列装/换装步伐有望加速，带动军工行业保持高景气运行。

2020 年业绩预告验证行业高景气，核心企业业绩有望持续释放。航天、航空等领域信息武器装备列装加速，带动行业景气度显著提升，产业链核心配套企业有望持续受益。中航高科、光威复材、西部超导、火炬电子、鸿远电子、宏达电子、中航光电等上游元器件、新材料领域核心企业 1-3Q2020 年业绩已呈现出加速增长的趋势，行业需求快速扩张的变化已在产业链最上游环节中得到体现。我们观察的军工企业中已有 59 家发布业绩预告/快报，其中 45 家企业业绩预计实现正增长，约占总数

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的 76.27%，军用新材料核心企业利润增速 52.22%，电子元器件核心企业利润增速达到 70.87%，随着下游重点型号列装的加速，产业链核心配套企业业绩有望持续释放。

投资主线：

军工行业将保持高景气运行，核心企业业绩有望持续释放。建议重点关注高成长优质标的的配置机会：

（1）军用元器件：装备采购加速背景下，军用元器件领域核心企业业绩将保持较高成长性，推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电子、振华科技、中航光电、航天电器；

（2）军用新材料：复合材料、钛合金及其成形产业链有望受益于先进材料渗透率的提高和武器装备采购数量的增加，推荐光威复材，关注中航高科、菲利华、西部超导、三角防务。

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长确定性强的认识，我们维持行业“增持”评级。

风险提示：军品交付及收入确认进度不及预期；行业改革不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

化工行业 2021 年 2 月第三周周报：国际原油价格大幅上涨，顺周期化工板块涨势持续

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3,696.17，本周累计上涨 1.12%，深证成指本周下跌 0.87%，化工板块（申万）上涨 1.35%。

本周化工个股表现：原油市场上行，部分顺周期低估值小市值化工股本周迎来较大涨幅，涨幅居前的个股有博汇股份、ST 德威（反弹）、金牛化工、山东玻纤、广东榕泰、新乡化纤、海利得、兴化股份、恒大高新、中泰化学。

本周原油市场动态：本周在极寒天气的持续影响下，原油供应大幅下降，国际原油价格大幅上涨。本周 ICE 布油报收 62.91 美元/桶（两周内涨幅+6.02%）；WTI 原油报收 59.24 美元/桶（两周内涨幅+4.20%）。

重点化工品跟踪：本周检测的化学品涨多跌少。多数化工产品价格有较大涨幅。本周涨幅前五的产品辛醇（37.41%）、DOP（31.43%）、正丁醇（30.54%）、液氯（20.66%）、丙烯酸丁酯（20.16%）。国际原油大涨，利好大宗原料商品市场。国内市场辛醇库存低位，本周业内开工率高，辛醇价格大幅上涨，涨幅达 37.41%。正丁醇库存低位，本周收获较大涨幅达 30.54%。随着部分碱厂停工减产，液氯价格止跌回暖，收获较大涨幅。由于原料苯酐、辛醇价格继续高涨，本周 DOP 价格持续走高。

化工行业年度投资主线：周期主线中，随着新冠疫苗获批上市，全球经济复苏或将成为全年投资主线，顺周期化工品有望迎来主动补库存行情；成长主线中，面对美国制裁和全球贸易的不确定性，高科技产业配套材料的自控可控将持续带来电子化学品国产化率的提升，此外，可降解塑料、尾气催化材料等行业扩容也为行业龙头带来成长性。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优

请务必阅读正文之后的免责声明部分

化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股荣盛石化、万华化学、宝丰能源、三友化工、龙蟒佰利，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强和东材科技。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

汽车行业周报：2 月第一周零售环比+15%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上升 0.4%，跑输大盘 0.5pct。除了 SW 乘用车以外，其余汽车子板块呈上升形态，SW 商用载客车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 22 名，排名靠后。估值上，整体有所上升，SW 商用载客车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：2 月 1-6 日乘用车零售日均销量环比上升，批发日均销量环比下降。2 月 1-6 日乘用车零售销量日均 54344 辆，较 2018 年同期相比下降 12%，环比 1 月同期+15%，月度累计零售销量日均 54344 辆，较 2018 年同期相比下降 12%。2 月 1-6 日乘用车批发销量日均 43967 辆，较 2018 年同期相比下降 19%，环比 1 月同期-2%，月度累计批发销量日均 43967 辆，较 2018 年同期相比下降 19%。

库存：12 月乘用车企业库存-3.8 万辆，企业累计库存为-48 万辆，渠道库存-18.4 万辆，渠道累计库存为 381 万辆，渠道库存系数为 2.2 月。

价格：1 月下旬折扣率小幅缩减。根据抽样调查原理，我们建立了乘用车终端成交价格的监控体系，每月进行分析。1 月下旬乘用车价格监控结论：折扣率小幅缩减。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 10.86%，环比 1 月上旬基本持平。2）部分车企 1 月下旬折扣率增加，幅度较大的是长安+长城+广汽乘用+一汽捷达，上汽通用+东风本田折扣率小幅缩减。

重点关注

2 月 17 日，雪佛兰发布纯电 Bolt，31995 美元起。2 月 18 日，理想汽车累计交付量突破 4 万辆，新造车势力最快交付纪录。2 月 19 日，吉利汽车全新 SUVKX11 正式定名为“星越 L”。

投资建议：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）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：海外疫情控制不达预期，乘用车需求复苏幅度低于预期。

（证券分析师：黄细里）

新式茶饮行业专题：春茗纳新叶，奈雪焙生香

投资要点

新式茶饮势如破竹，头部玩家差异化竞争。据灼识咨询预计，2020 年我国新式茶饮市场规模达 1,136 亿元，伴随产品创新、消费接受度提升与线上业务发展，该市场将加速扩容，2025 年有望达到 3,400 亿元（2020-2025 年 CAGR 达 24.5%），成为茶行业规模最大细分赛道。2020 年我国新式茶饮市场总销售额约 60%来自现制茶饮门店（门店分为高端及中低端，20 年整体零售额约 666 亿），其中高端现制茶饮门店多以直营为主，专注使用优质、新鲜配料生产现制茶饮，创造差异化茶饮体验。受益于消费升级+需求升级，高端门店快速扩张，2020 年店内现制茶饮零售额达 129 亿元（15-20 年 CAGR 达 75.8%），并有望于 2025 年达到 522 亿元（20-25 年 CAGR 为 20.0%）。截至 20 前三季度，全国高端新式茶饮店总零售额 CR5 达 55%，集中度高；其中喜茶市占率 25.5%，奈雪的茶市占率 17.7%，分列行业前两名。

竞争要素与行业趋势：场景化消费下的产品力与品牌力共振。伴随消费人群代际切换，消费主力 Z 世代驱动茶饮消费持续升级。我们认为茶饮行业竞争将日趋激烈，中高端化、场景化、品牌化的创新竞争将成为行业主旋律。1）头部品牌多元化店型的多场景差异化竞争。比如喜茶推出特色主题店、喜茶 GO 小店，奈雪推出奈雪 PRO 轻量化门店、BlaBlaBar 鸡尾酒吧、梦工厂等多元化店型，覆盖多种消费场景进行差异化竞争。2）产品品质与创新、SKU 交叉销售成为发展趋势，据《2020 新式茶饮白皮书》显示，53%的茶饮消费者偏好将茶饮搭配烘焙产品食用。奈雪率先推出“茶饮+烘焙”交叉销售提升客单价并强化下午茶与聚会场景。截至 20 年 Q3，奈雪烘焙产品贡献高端现制茶饮店销售的烘焙产品零售额达到 21.7%，位列第一。在上游，头部品牌纷纷深入供应链以获得规模效应、更优质原材料与更低的采购成本，如奈雪在云南成立了专属草莓园、喜茶自建 500 亩有机茶园等。3）新式茶饮进入品牌化发展阶段，通过联名等创新营销突破品牌界限，全面打造生活方式品牌、通过数字化会员体系增强快反能力，提高消费者黏性。截至 20 年底奈雪注册会员数突破 3,000 万，喜茶小程序会员超过 3,500 万。

奈雪的茶：现制好茶+软欧包，社交第三空间打造者。

品道控股（现称奈雪的茶控股）由赵林、彭心于 2014 年共同创立，创始人行业管理及运营经验丰富，对品牌调性、定位把握准确。公司旗下涵盖奈雪的茶、台盖两大品牌。截至 2020 年前三季度，公司营收达 21.1 亿（+21%）；伴随规模效应与盈利能力提升，实现经调净利 448 万，利润率 0.2%。

核心品牌奈雪的茶 2019 年实现收入 23 亿（+152%），收入贡献达 92%，目前门店已超 500 家，覆盖中国大陆 61 个城市。创新打造“茶+软欧包”的双产品线形式，核心菜单提供超 25 种经典茶饮和超 25 种手工烘焙产品。品牌创始之初便对标星巴克，着力构建茶饮社交“第三空间”经营模式收到消费者追捧。

单店经营优异：奈雪标准店面积约 200+平，客单价 43 元行业领先，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2019 年同店店效约 1142 万，我们预计门店层面净利率可达 15%，平均单店投入 185 万，投资回收期约 1 年。

轻量化扩张：2020 年 11 月推出轻量化模型奈雪 PRO（门店不含现制烘焙而选择中央厨房预制产品，经营效率更高），面积缩减至 125 平意味更低成本投入与更多开店选择，奈雪计划 21-22 年新开 300/350 家门店，其中约 70%为 PRO 店。同时公司未来 3 年内将全国布局 5 家中央厨房以支持 PRO 门店扩张。

投资建议：近年来，新式茶饮行业发展迅速。伴随品牌与资本竞相入局，作为行业领先品牌之一的奈雪，不断创新迭代产品，优化单店模型，致力于打造第三空间。通过纵横双向的拓展，持续拓宽自身边界，持续迭代和进化的能力有望助力其达到更高的高度。伴随 Z 时代渐成消费主力，新消费市场不断涌现出全新的消费需求和趋势，新式茶饮行业空间广阔。建议关注赛道的头部品牌，如奈雪的茶、喜茶等。

风险提示：疫情反复带来宏观经济波动；经营/扩张不及预期；竞争加剧与品牌老化风险；食品安全风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：李昱哲　研究助理：樊荣）

医药生物行业：肿瘤早筛、时代革命，关注诺辉健康

投资要点

本周、年初至今生物医药指数涨幅分别为-2.83%、7.75%，近日医药板块下跌原因有三：第一、市场因素。市场担心通胀上行、流动性收紧只是时间问题；第二、国内外疫情得到较好控制，疫情受益股下跌幅度较大。从全球来看，从 1 月中旬开始，每日新增确诊病例出现下降，其中美国确诊人数下降较快（单日新增从从高峰 23w 下降到 6w 附近）；第三、医药板块春节前上涨速度过快，春节前两周上涨超过 10%。应对策略：一方面长线资金在核心资产调整过程中继续重点配置，2021 年重点推荐十支核心资产个股：恒瑞医药、信达生物、智飞生物、迈瑞医疗、药明康德、长春高新、爱美客、爱尔眼科、益丰药房、康泰生物；另外一方面关注 Q1 业绩大概率较好、全年业绩高增长、估值相对便宜的个股，重点推荐九洲药业、信邦制药、九强生物、美诺华等。另外关注新技术，随着诺辉健康的上市，肿瘤早筛已经进入资本市场视野。

肿瘤早筛，风口已来，投资正当时。据国际癌症研究机构（IARC）的数据，2018 年全球预计有 1810 万癌症新发病例和 960 万死亡病例，中国高居 21.07%、23.97%的占比，癌症已成为我国城市居民的第一大致死疾病。按照筛查种类分，肿瘤早筛可以分为泛癌种早筛和单癌种早筛。单癌种早筛目前以结直肠癌为主，泛癌种早筛则需要同时检测更多指标，对敏感性要求较高，目前仍处于前瞻性验证阶段，单癌种早筛与泛癌种早筛不存在替代一说，属于互补关系。目前，肿瘤早筛行业从市场需求来看处于爆发式增长前段，从技术来看处于逐步突破多款产品处于已批和待批状态，从资本市场来看国外有 ExactSciences 等优质公司辈出，国内诺辉健康等在港上市，肿瘤早筛行业风口已来，投资正当时。

君实生物特瑞普利单抗获批一线鼻咽癌适应症，百济神州百悦泽（泽布替尼）化石巨球蛋白血症适应症 sNDA 获 FDA 受理：君实生物特瑞普利单抗注射液第二个适应症获批，用于一线治疗鼻咽癌，已获批上市的适应症为二线治疗黑色素瘤，报上市的适应症包括一线、后线治疗鼻咽

请务必阅读正文之后的免责声明部分

癌，以及二线治疗尿路上皮癌；君实生物子公司 TopAllianceBiosciences,Inc.拿到 TIGIT 单抗注射液 FDA 临床批件，用于治疗晚期恶性肿瘤；美国 FDA 已受理百济神州百悦泽？用于治疗化石巨球蛋白血症新适应症的上市申请；诺华制药 Entresto 扩大用于射血分数保留心衰患者获得美国 FDA 批准；安进 KRASG12C 抑制剂 sotorasib 优先审评资格，用于治疗携带 KRASG12C 突变的局部晚期或转移性非小细胞肺癌患者；四环医药独家代理的注射用 A 型肉毒毒素 Letybo50U 获批。

具体配置思路:1）创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、亿帆医药等；2）原料药领域：普洛药业、华海药业、美诺华、九洲药业等；3）疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；4）生长激素领域：长春高新、安科生物等；5）苏州创新药领域：信达生物、康宁杰瑞、泽璟制药等；6）医疗服务领域：信邦制药、通策医疗、爱尔眼科等；7）药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；8）医美领域：爱美客、华熙生物等；9）医疗器械领域：眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退；医保政策进一步严厉等。

（证券分析师：朱国广）

机械设备行业跟踪周报：顺周期、新能源板块持续旺盛，半导体设备行业景气上行

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【杭可科技】【柏楚电子】【杰瑞股份】

【晶盛机电】【至纯科技】【恒立液压】【浙江鼎力】【华测检测】

2.投资要点

【锂电设备】中、下游需求持续旺盛，全球电动化趋势确定利好设备商

中游：营收方面，Q4LG/三星电池收入创历史新高，环比分别增长 31%（lg 含消费）/38%（三星含储能），同比分别增长 66%/28%。产能方面，主流厂商扩产进程超预期，行业高景气延续。lg 计划从 20 年底的 120gwh 扩至 21 年底的 155GWh，三星 20 年装机 8gwh，东吴电新组预计其 21 年装机量将达 16gwh，SKI20 年底产能 20gwh，23/25 年目标扩至 85/125gwh。下游：1 月新能源汽车销量 17.9 万辆，同环比+238.5%/-27.8%；新能源乘用车销量 17.2 万辆，同环比+259.1%/-23.9%；新能源商用车销量 7000 辆，同环比+45%/-67.1%，好于预期。在全球拥抱电动化趋势下，设备公司将显著受益，建议重点关注海外疫情结束后扩产最受益+协助 LG 等一线电池企业共同研发的后道设备龙头【杭可科技】，具备整线供应能力的设备龙头【先导智能】，深耕动力电池系统集成，受益 PACK 自动化率提升的【先惠技术】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【联赢激光】。

【激光行业】IPG2020Q4 中国地区收入实现高速增长，持续强烈推荐激

请务必阅读正文之后的免责声明部分

光细分龙头

①IPG2020Q4 实现收入 3.37 亿美元，同比+9.78%（Q3 同比-3.25%），单季度收入持续改善，下游景气持续提升。盈利方面，2020Q4 毛利率和净利率分别为 43.63%和 14.76%，分别同比+3.12、+16.16pct，Q4 实现 0.49 亿美元（2019Q4 亏损 0.04 亿美元），盈利能力大幅改善。②收入分地区看，2020Q4 中国地区表现出色，单季度实现收入 1.41 亿美元，同比增幅高达 52%，此外根据签订的订单框架协议，2021 年头几周中国地区的订单需求旺盛。③短期内制造业持续复苏，激光行业景气度有望延续，中长期看激光行业作为黄金赛道，具有较好的成长性，重点关注【柏楚电子】【锐科激光】【大族激光】等细分赛道龙头企业。

【半导体设备】晶圆厂资本开支扩张，半导体设备厂纷纷调升财测

疫情下半导体全产业链缺货，晶圆厂相继扩张资本开支。三星电子 1 月 28 日宣布，该公司 2020 年在半导体领域的投资金额同比+46%，达到 32.9 万亿韩元的新高记录。而台积电预计，2021 年的资本开支将在 250 亿美元~280 亿美元，较 2020 年增长 45%到 62%。CounterpointResearch 预测，全球领先的代工厂有望在 2021 年到 2023 年间，进行大规模的半导体设备资本投资。

半导体设备商迎利好，国际龙头纷纷调高业绩预测。近日 TEL 将 2020 财年的合并营收目标自先前预测的 1.3 万亿日元上修至 1.36 万亿日元，为历史新高；Advantest 自 2750 亿日元上修至 3050 亿日元；ScreenHoldings 从 3135 亿日元上修至 3140 亿日元。除此之外，日本 Disco 也公布其 2020 财年的销售额有望创历史新高，在史上最高水平的订单带动下，工厂持续处于产能全开的状态。

晶圆厂产能紧张+国产化提速将双重驱动国内设备行业景气上行。重点推荐半导体设备龙头【中微公司】，进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；重点推荐【至纯科技】，国内清洗设备龙头，二季度出货 10+台设备，处于产能扩张阶段；【晶盛机电】大硅片设备龙头；关注【华峰测控】已进入台积电供应链的测试设备龙头。

【工程机械】1 月挖机销量同比+97.2%，建议积极配置低波动周期中的强 α

2021 年 1 月挖掘机（含出口）销量 19601 台，同比+97.2%。其中，国内市场销量 16026 台，同比+106.6%；出口市场销量 3575 台，同比+63.7%。一方面，2020 年春节在 1 月，受节日影响基数较低；另一方面，寿命替换叠加法规切换带来更新需求，地产基建投资增长、机器替人带动设备保有量提升，替代装载机等产品结构优化趋势下，上游零部件厂商排产持续旺盛，行业景气度将延续。重点推荐【三一重工】数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力体现带来估值溢价。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

风险提示：下游固定资产投资不及预期；行业周期性波动；疫情影响持续。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝
证券分析师：黄瑞连）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

数字金融追踪：互联网联合贷监管再收紧，量化指标如期出台，地方中小银行承压，再度利好头部银行

事件：银保监会发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，在 2020 年 7 月、11 月两项政策基础上，进一步收紧互联网贷款监管力度。本次政策的核心要点，我们在 1 月 24 日报告《央行支付新规会冲击互联网巨头吗？》中已展望，政策符合我们预期，对当前行业模式仍有明显冲击。

核心结论：①对互联网巨头不利，核心仍是降杠杆规范联合贷，一方面要求所有类型联合贷都要满足 30%出资比例限制，意味着腾讯微众银行等联合贷业务也要参照蚂蚁整改；另一方面限制金融机构与单一互联网平台联合贷额度，意味着巨头份额被限制。②明显冲击地方中小银行，要求联合贷不能超过本行贷款余额 50%，同时全面禁止异地放贷（联合贷+助贷）。③利好头部银行，同时相对鼓励助贷模式，符合我们前期“联合贷向左，助贷向右”的判断。

投资要点

为什么发布《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》？

互联网贷款监管的根本大法是 2020 年 7 月出台的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，该政策从法律层面肯定了互联网与银行合作贷款的合规性（涵盖联合贷、助贷两类模式），同时明确了“银行独立风控、银行控制与互联网平台合作集中度、不鼓励地方银行异地放贷”等监管要点。

我们在系列报告中多次提及，互联网贷款根本大法虽明确了监管要点，但并未设定具体量化指标（当时可能考虑疫情期间鼓励消费信贷），预计后续必定会落实相关指标。因此，本次出台的新政策就是针对互联网贷款根本大法的补充，围绕当时的核心监管要点设置了具体量化指标。

新政策要点一：严格降杠杆，明确联合贷中合作方的出资比例不得低于 30%，意味着网商银行与微众银行的联合贷也要整改。

2020 年 11 月网络小贷新规出台前，联合贷常见出资比例约 1%:99%至 20%:80%，互联网平台实质上用少量资金撬动银行资本。但网络小贷新规要求，小贷公司在联合贷中出资比例至少达到 30%，本质上大幅降杠杆，因此对蚂蚁小贷的联合贷模式产生冲击，也造成蚂蚁 IPO 中止。

本次新政策进一步明确，任何“商业银行与合作机构共同出资发放的互联网贷款”，都要严格落实合作方出资比例不得低于 30%。这相当于把 30%出资比例的要求，从小贷公司扩展到任何联合贷模式的出资方，即银行与银行之间的联合贷，也要参考对蚂蚁小贷的要求执行，意味着网商银行、腾讯系微众银行等平台也要整改联合贷中不达标的出资比例。

此外，蚂蚁尚有一张未开业的消费金融牌照，但本次政策也明确，外国银行分行/信托/消金公司/汽车金融等开展互联网贷款都要参照执行。监管拉平了不同牌照的尺度，要求任何形式的联合贷中，互联网一方无论使用什么牌照，都要至少出资 30%。我们在《网贷新规重磅出台，投资者最关注的十大问题》中对于这一点做过明确判断，但预计该要求超出市场预期。

不过，政策给予过渡期充足，出资比例实际执行从 2022 年 1 月 1 日开始，存量业务自然结清。同时据此判断，去年 11 月征求意见的网络小

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贷新规也可能在近期落地，并预计也将从 2022 年起正式执行。

新政策要点二：互联网联合贷中，银行与单一的互联网合作方发放的本行贷款规模，不得超过银行一级资本净额 25%。

该指标落实了银行与互联网平台合作的集中度管理，意味着商业银行不能过于集中与某家互联网平台开展联合贷（例如蚂蚁/腾讯等巨头），在开展互联网联合贷时要保持分散。该政策对互联网巨头不利，意味着互联网巨头与每一家银行合作联合贷的额度都受到该银行资本规模限制；同时冲击中小银行，倒逼他们必须与更多互联网平台合作，不能只从某一家大平台集中获取资产。

不过，集中度管控对于头部银行构成利好，因为头部银行资本规模雄厚，有更多的额度与互联网平台合作，谈判话语权也会提升。此外，该政策显然对于助贷模式相对鼓励，一定程度上也为助贷平台带来机遇，可以参与到更多银行的业务中。

新政策要点三：总量额度管控，银行全部联合贷业务不得超过贷款余额 50%。

该条款明显限制中小银行的联合贷规模，因为股份行等中大型银行的联合贷几乎不可能达到贷款余额的 50%，但近年来部分依靠互联网渠道实现资产快速放量的中小区域银行，有可能突破该指标。因此，预计部分激进型中小银行的联合贷未来将缩量，不过政策也给予过渡期至 2022 年中期，预计能够平稳调整。

新政策要点四：地方法人银行不得异地开展互联网贷款，对中小银行约束影响显著，但民营银行预计不受影响。

该条款同样明显限制地方中小银行的互联网贷款业务（包括联合贷+助贷），因为很多合作中小地方银行，集中在中西部地区（资产荒压力较大），但从实际经验来看，贷款客户金额却相对集中于东南沿海地区，供给与需求的区域不匹配。禁止异地放贷款以后，预计地方中小银行很难再依靠互联网贷款业务扩张。从这个角度，可以在全国范围展业的中大型银行再次受益。

不过，监管明确“无实体经营网点、业务主要在线上开展，且符合银保监会其他规定条件的除外”，我们认为以腾讯旗下微众银行、蚂蚁旗下网商银行为代表的 19 家民营银行将不受区域政策限制。这一点与前期出台的互联网存款监管思路一致。

对于互联网贷款龙头蚂蚁而言，新政策将产生诸多影响，同时后续仍需关注大数据确权、金控平台监管等核心问题。

投资者更关注金融科技龙头蚂蚁集团。从贷款业务而言，新政策的所有要点均会对蚂蚁产生影响：1）关于联合贷出资比例要求，蚂蚁旗下网商银行的联合贷业务也要按此整改，同时蚂蚁未来如果依托未开业的消费金融牌照开展联合贷，也依然要满足 30%出资比例要求；2）关于联合贷合作集中度管理，由于蚂蚁是市场龙头，因此部分中小银行将被迫降低与蚂蚁的合作规模；3）关于地方银行禁止异地放款，蚂蚁合作的部分中小地方银行预计也要收缩业务量，同时在与中大型银行合作的过程中，蚂蚁话语权也将相对降低；4）信托也被纳入互联网贷款监管框架，不过蚂蚁的互联网贷款中，与信托合作主要是助贷模式，而信托贷款预计也不受区域限制，影响相对有限。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

对于蚂蚁集团的整改工作，我们建议未来进一步关注：1）大数据确权的具体监管政策，即如何在征信业务中合规使用用户数据；2）蚂蚁整体作为金控集团，将面临哪些监管指标约束。以上两个议题将是后续重点关注方向，且目前尚未明确，预计蚂蚁上市进程存在较大不确定性，建议投资者充分调整预期。

投资建议：互联网金融全面监管升级，竞争格局确定性利好头部传统银行。2020 年四季度以来，我们反复强调互联网金融严监管对头部银行是明确利好，竞争格局明显向传统金融倾斜，目前该趋势仍然持续演绎。投资角度，当前时点：①银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，看好招商银行等头部银行上涨行情持续，重点推荐招商银行、宁波银行、平安银行。②建议前瞻性布局二季度贷款利率上行逻辑下，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 0.52x2021PB、较 A 股折价 28%的港股。

风险提示：1）对金融科技的监管力度超预期；2）商业银行资产质量信用风险超预期；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

教育行业周报（2021 年第 7 期）：2021 国考报名人数出炉，平均报录比 61:1，头部职考培训机构有望持续受益

本周观点

2021 国考数据显示总报名人数达到 157 万人，同比增 9%，连续 13 年超百万，平均每 61 人录取 1 人，部分热门岗位录取比达到 3334 比 1。

疫情和就业焦虑带动公务员考试热。去年以来公务员考试热重新兴起，主要因：1）整体经济受疫情影响，中小企业抗风险能力弱，其员工面临失业风险，大型企业虽能够保证正常经营，但业绩压力难免部分转嫁到员工身上。相比起来，旱涝保收的体制内工作重新又体现了其优越性；2）一线城市生活成本维持高位，而公务员会按国家规定享受基本工资加附加津贴等，部分岗位还可以解决户口问题。住房、上学、医保和养老等隐形福利使得其工作性价比并不低于体制外工作，随着每年毕业生都在大幅增加（2020 年 874 万，2021 年预计达到 909 万），就业竞争压力越来越大，新一届毕业生对于公务员的认可度又在重新提升。

国考内卷加剧，职考类头部机构有望持续受益。我们认为随着整个就业焦虑逐步蔓延到公务员考试，国考的内卷化程度也在加剧，对于选拔性考试，内卷加剧意味着对于成绩的要求越来越高，培训需求变强，大品牌在获客方面更有优势，参培率有望持续提升，利好职考类头部机构。

近期研究汇总

科德教育拟收购天津旅游外事职业学校，异地扩张第三城 2021.2.19

拟以 2700 万收购天津旅游外事职业学校，“职普联合”加速异地扩张：天津旅游外事职业学校主要针对复读生和未能考上高中的学生，是一所专注于春、秋季高考升学的高端职业高中。2020 年实现收入 1437.3 万元，净利润 500 万元。自 2020 年以来科德通过“职普联合”的方式进行异地高速扩张，公司作为陕西省中高考培训龙头，凭借着丰富的办学经验，能够实现与所收购学校有效协同，未来业绩增长可期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

希望教育拟并购南昌共青学院，省内本科+高职有效打通 2021.2.8

拟 5 亿元收购独立学院南昌共青学院，外延并购再下一城：共青学院属于南昌大学下的独立学院，学院现在校生规模约 7500 人，2020 年实现净利润 2020 万元。我们认为共青学院与集团在江西省已布局的两所高职院校形成本科与高职的有效打通，具体表现在专升本项目和教师资源，管理团队的协同。此外随着独立学院转设的完成，共青学院未来学额增长空间大，盈利能力有望持续提升。

建议关注标的:中公教育、科德教育、中教控股、希望教育、天立教育等

风险提示：疫情反复，民促法尚未落地，收并购整合风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫　证券分析师：张家璇）

推荐个股及其他点评

盛和资源（600392）：高成长的稀土行业龙头

投资要点

盛和资源：领军稀土行业。盛和资源是集研发、生产、应用于一体的混合所有制国际化公司，主要产品包括稀土精矿、稀土氧化物、稀土化合物、稀土金属、稀土催化材料等，广泛应用于新能源、新材料、航空航天、军工、电子信息等领域。公司成立于 2001 年，2013 年通过借壳太工天成上市。公司股权稳定，国有控股，日常经营采取市场化机制。

稀土行业：需求驱动，政策为辅，景气新周期。需求端：稀土需求主要为永磁材料，以钕铁硼为主。下游主要集中在汽车（50%）、风电（10%）和变频空调（8.4%）。2020 年下半年以来，受益政策刺激和恢复性增长，汽车、风电和变频空调领域增速都保持较高水平。我们预测到 2025 年，我国氧化镨钕需求达到 4.3 万吨，2020-2025 年复合增速高达 14.5%。供给端：2006-2020 年我国稀土开采控制总量年复合增速仅为 3.5%，轻、中重稀土增速分别为 3.2%、6.0%。2021 年 1 月 15 日，工业和信息化部起草了《稀土管理条例（征求意见稿）》，上升到立法高度来规范稀土行业的发展。

锁定国内外矿山供给，未来产能持续扩大。公司通过投资并购积极布局稀土全产业链，目前已经打通了原矿采选（上游）、冶炼分离（中游）和加工应用（下游）三个业务环节。公司在中国境内没有自有矿山，主要通过托管与参股的方式间接获得矿山开采权；公司通过海外投资并购的形式获得海外稀土矿源。公司目前现有稀土分离能力约 15000 吨/年，稀土金属加工能力 12000 吨/年，总计年产能 27000 吨，处于同业较高水平。扩产完成后，公司预计 2022 年合计产能达到 37000 吨。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020/2021/2022 年公司收入分别为 87.3/132.2/146.9 亿元,增速分别为 25.5%/51.3%/11.2%;归母净利分别为 2.8/10.8/15.0 亿元，增速分别为 180%/280%/39%。对应 PE 分别为 141/37/27x。考虑公司终端需求新能源汽车、风电和变频空调景气度高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

增，稀土行业供给逐渐透明化、规范化，供给刚性或将长期维持；公司晨光稀土、科百瑞两项扩产计划逐步实现，公司有望实现 2022 年开采、加工产能合计 37000 吨。稀土行业供需结构向好叠加公司大幅扩产，故首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；公司扩产计划不及预期。

（证券分析师：杨件）

海能达（002583）：诉讼扰动影响减小，Q4 收入环比改善，基本面拐点或将至

投资要点

季度业绩环比改善，基本面拐点或将至：据业绩快报最新数据，20 年实现营业收入约为 57 亿元-65 亿元，较去年同比下滑 17.1%-27.3%，实现归属于母公司股东的净利润为 0.85 亿元-1.2 亿元，较去年同比增加 5.19%-48.5%，从单季度收入来看，虽然 Q2、Q3 收入分别环比下滑 1.24%和 12.75%，随着疫情影响的逐步减小，Q4 收入已经环比改善，预计环比增加 0.83%-61.39%。从盈利情况来看，20 年 EMS 业务等低毛利产品占比减小，预计 20 年整体毛利率较 19 年（39.95%）进一步提升。

股权激励进一步彰显管理层经营信心：本次股权激励延续以核心骨干人员为核心的原则，授予的激励对象共计 568 人，其中中层管理人员及核心技术(业务)骨干占比为 99.12%。从业绩考核目标来看，以 2020 年业绩预告中值（1.03 亿元）为基数，21 年-22 年的利润增速不低于 240%（3.5 亿元）、20%（4.2 亿元），我们认为，经营目标相较 18 年虽然仍有差距，但是基本面改善趋势已经逐步明确，随着传统业务修复、新产品持续推出，长期业绩增长动力仍然充足。

近期诉讼连获有利进展：20 年 12 月份到 21 年 1 月，诉讼连获有利进展，首先驳回摩托罗拉申请颁发全球永久禁令以禁止公司在全球范围内销售涉诉产品的动议，其次在 21 年 1 月份伊利诺伊州法院法官认可公司在审后程序提出的研发费用赔偿金额属于重复赔偿金额的意见，对先前判赔金额进行调减，整体赔偿金额由 7.65 亿美元调减至 5.43 亿美元，减少了 2.22 亿美元。同时，还驳回摩托罗拉在审后程序提交的关于增加额外赔偿的动议，我们认为，虽然海能达与摩托罗拉的诉讼事件并未完全解决，但是海能达已经从之前不利以及被动，转变为积极主动的迎击，并且从近期的诉讼进展来看，效果已经逐步显现。

5G 打开专网更广空间，专网龙头加速前进：5G 的低时延、泛连接等特性，将进一步扩宽专网下游应用场景，海能达作为专网领域的龙头企业，将在产品、技术等多个方面继续领跑；其次借力公网专用打开更广市场空间，据调研机构数据，公网专用市场将是专网市场的 10 倍以上，目前海能达已经与全球运营商开展公专融合方面的合作，积极参与到运营商的业务生态圈中，已经拥有多个系列不同标准的公网专用产品及解决方案，可使用运营商网络运营，满足公共安全、公用事业、工商业等多个行业领域独立部署的需求。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020 年-2022 年海能达的营业收入分别为 60.71 亿元、72.64 亿元、89.49 亿元，实现归母净利润 1.02 亿元、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.56 亿元和 4.36 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：诉讼进展不及预期；海外疫情加剧；新产品拓展不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

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