东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 18 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：春节之后该关注什么？

展望：两会行情再现？节后至两会是数据的真空期（除了 2 月 28 日会公布 2 月 PMI），从历史上看这一阶段股市和债券收益率往往稳中有升，即出现所谓的“两会行情”（图 10 和图 11）。此外，考虑到海外市场再通胀逻辑持续发酵——美股继续创新高，美债收益率继续看涨，这也会成为支撑“两会行情”的重要因素。我们预计央行暂时不会进一步收紧，而当市场逐步适应紧平衡的流动性环境，流动性因素对于股市的影响会边际趋弱。两会之后需要关注 3 月底至 4 月初的第一季度货币政策委员会季度会议和 4 月下旬的政治局会议，在第一季度经济数据陆续公布、大宗商品大幅上涨的背景下，政策信号可能成为引发股市进入阶段性调整的重要导火索。

宏观点评：以史为鉴，油价破 60 美元和对股市的影响

对于 A 股而言，由于中国是原油的净进口国，故油价持续上涨对于整个经济运行成本是提升的。我们注意到 2017 年以来国际油价在走势上与上证综指具有一定的负相关性，且前者在走势上领先后者约 90 天，即油价在持续上涨一个季度后往往会出现股市的回调（图 5）。其背后的原因，除了油价上涨可能侵蚀到部分中下游上市公司的盈利外，更有市场对油价持续上涨引发通胀风险和货币政策收紧的担忧。

宏观点评：全球房价上涨有多牛？几时休？

这一轮全球房价的上涨应是方兴未艾。至于何时结束？虽然我们已经看到一些新兴国家（如中国、韩国、印度）出台了针对房地产的宏观审慎监管措施，但从历史来看，无论是 20 世纪 90 年代的日本还是 21 世纪初的美国，真正能终结一国房地产繁荣的措施唯有央行持续的加息，这对于美联储而言也是 2024 年以后的事了。

策略周评：东吴策略·通胀加速归来——策略周聚焦

核心结论：

①春节前商品和股票市场的交易反映了对通胀预期的关注明显提升，现有供需错配推动原材料价格走高，未来需求上行使得通胀或超预期。②拜登政府和美联储现在抱有的“高压经济”目标下，疫苗接种带来需求回暖加快，流动性仍将保持宽松。③维持 21 年股市“前低后高”判断，警惕二、三季度通胀上行引致的货币收紧。④行业上建议配置适合交易的周期股，包括建材（水泥玻璃、消费建材）、化工（化纤、化学制品）、有色（稀有金属、黄金）、制造业（电源设备、专用设备）。

策略专题：东吴策略·牛年有牛基吗？——2021 年公募基金业绩测算

核心结论：

①21 年降低预期收益率是共识，但究竟降多少？通过业绩与估值测算各行业 2021 年预期收益，结合公募持仓对基金全年业绩进行预测。②模型显示 21 年公募基金收益率乐观 34.4%，中性 14.3%，悲观-5.9%。③中性假设下，行业市盈率普遍下降 15%，一致预期显示 A 股净利增长 30%，业绩对冲估值下行，公募仍能享受正回报。④减配热门消费板块，增配周期或疫情受损行

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业。公募重仓行业中电气设备、化工更优；顺周期受益于经济复苏和物价上涨，有色、机械、汽车、建材业绩表现突出；疫情受损行业 21 年或将迎来底部反弹。

固收金工

固收周报：周观：联储再提 YCC，高收益债 YTW 破 4%的思考（2021 年第 4 期）

如何思考当前美债 10Y 抬升的情况？：（1）实际收益率仍维持低位震荡，且小幅下探，实际收益率部分或低于市场报价水平；美债 10Y 同 10 年期平准通胀率同步抬升，且核心物价指数仍未出现快速拉升的局面，联储仍可把通胀的动态变化定义为良性；（2）达拉斯联储行长预计复苏期会出现短期的通胀率急升，可能被迫采用 YCC。关于此点，我们曾预警进入 3-6 月美国通胀指数同比或存在快速上行的风险；其次根据日央行的经验，不排除联储在 3 月份释放 YCC 前瞻指引，在年中启动 YCC 的可能性；（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，对于联储来说，YCC 更倾向于后一种。

固收月报：1 月经济数据前瞻月报：CPI 同比下跌，消费、投资持续增长

1 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。整体来看，1 月预计出口同比增速维持较强，进口同比增速保持稳定。消费、投资与工业数据受基数较小影响，同比出现较大涨幅。价格方面，受去年同期基数较高影响，CPI 同比下降 0.3%。食品方面，猪肉价格同比下降 3.9%。鲜菜受季节性影响，价格同比上涨 10.9%。非食品项受就地过年政策影响，价格同比下降 0.8%。PPI 方面，随着实体经济的复苏，1 月 PPI 由负转正，同比收于 0.3%。货币市场：1 月社融增量约为 5.17 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，1 月份收于 9.4%。

固收点评：货币政策执行报告及金融数据点评：货币政策稳字当头，信贷增量迎开门红

结合政策导向，我们仍然认为 2021 年伴随我国经济向常态化回归，金融数据将延续增长趋势，但斜率将逐步放缓。

行业

2021/01 社融&金融数据点评：信贷+表外票据历史新高，实体需求旺盛

数据：2021 年 1 月社融新增 5.17 万亿，同比多增 1207 亿元，存量同比增速 13.0%;人民币贷款新增 3.58 万亿,同比多增 2400 亿元。M1 同比增速 14.7%，较上月大幅提升 6.1pct；M2 同比增速 9.4%，较上月降低 0.7pct。

银行行业点评：国有大行将起舞：银行股新一轮行情展望

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 0.50x2021PB、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、平安银行。

推荐个股及其他点评

天工国际（00826.HK）：全球特钢细分龙头，制造业核心资产

盈利预测与投资评级：2020/21/22 年，我们预测公司营收分别为 54.5/60.7/67.6 亿元，增速分别为 1.4%/11.4%/11.5%；公司归母净利润分别为 5.2/6.4/8.3 亿元，增速分别为 30.9%/24.2%/29.2%，对应 PE 分别为 25.1x/20.2x/15.6x，低于可比公司估值。考虑公司下游需求回暖，工模具钢需求景气度持续，粉末冶金项目逐步放量，成本端废钢价格持稳保障整体毛利率上行；首次覆盖给予公司“买入”评级。

三一重工（600031）：全球深度视角：得挖机者将得天下，三一重工将开启全球成长篇章

我们用翔实的数据深度分析过去二十年全球挖掘机行业历史，全球各区域市场特征，行业竞争格局，并对未来全球挖掘机行业作出预测，挖掘机作为类机器人设备将是未来最重要的工程机械产品。此外，我们详细复盘了卡特和小松成长历史，特别 70-80 年代竞争历史，小松用产品性价比优秀撼动卡特全球龙头地位。通过对大中小挖各产品性价比进行比较，全方位财务数据、全球代理体系、制造服务体系深度比较，我们认为三一重工已接棒全球第一产品性价比地位，国产零部件+数字化助弯道超车，借助完善的全球制造服务体系，未来 5-10 年三一重工将开启全球成长篇章。

用友网络（600588）：收购大易招聘云，内生外延双轮驱动发展

事件：2 月 10 日用友网络董事会决议拟以人民币 28,283.25 万元，受让公司参股投资的上海大易云计算股份有限公司 56.57%的股权。交易完成后，公司持有大易云 84.74%股权，大易云成为公司的控股子公司。

荣盛石化（002493）：浙石化雏形初具，中金石化或有低估

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 1192.70 亿元、1905.47 亿元和 2193.41 亿元，归母净利分别为 74.12 亿元、101.09 亿元和 144.52 亿元，EPS 分别为 1.10 元、1.50 元和 2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 38X、28X 和 19X。考虑到浙石化二期和中金石化的拓展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：若全球经济持续低迷，导致石化产品需求低于预期。中金石化改进较为复杂，存在匹配不合理的可能。

卫士通（002268）：密码央企龙头，重视基本面的边际变化

预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.21、0.25、0.30 元，对应 PE 分别 75/62/53 倍，公司作为国内安全领域的国家队，深耕密码技术，并围绕加密实现全产业链布局。随着中国电科对网络安全的战略地位的重视和激励机制到位，公司践行“密码泛在化、基础国产化、攻防智能化、安全服务化”的发展思路，有望实现从密码龙头向综合型网络安全产品商的升级转型，维持“买入”评级。

金发科技（600143）：材料类平台公司雏形初具,可降解塑料业务迎来春天

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润分别为 43.74 亿元、52.86 亿元和 57.21 亿元，EPS 分别为 1.70 元、2.05 元和 2.22 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、13X

和 12X，考虑到卫健用品及可降解塑料产业的高景气度，及公司改性塑料业务进入盈利能力提升阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情防控进度影响公司卫生健康用品需求；可降解塑料政策执行力度影响 PBAT 盈利能力。

诺德股份（600110）：铜箔行业引领者，6μm 锂电铜箔迈入高增长

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2020/2021/2022 年营收分别为 19.5/27.9/29.0 亿元，对应增速分别为-9.3%/43.3%/3.8%；归母净利润分别为 0.07/1.98/3.02 亿元，增速分别为-106%/2847%/53%；对应 PE 分别为 1773/60/39x。考虑公司作为行业龙头，将率先受益下游需求大幅增长；技改项目推进顺利，募股化解财务费用压力，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

通威股份（600438）：员工持股计划彰显信心，硅料扩产再提速

事件：1）通威与晶科签订战略协议，通威 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。2）通威推出 2021-2023 员工持股计划，公司员工认购和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿购买公司股票，占总股本 1.28%，锁定期 12 个月。

宏观策略

宏观点评：春节之后该关注什么？

事件

2021 年开年以来央行货币政策操作风格发生明显变化——把好闸门，精准滴灌，货币市场利率波动率上升。针对春节期间的资金需求，央行仅通过 14 天逆回购投放了 2500 亿，节后流动性怎么看？“两会行情”是否还会到来？

观点

回顾：正常化+财政收支+晚春效应。去年 11 月底央行为护航信用市场加大流动性投放，但今年以来央行对流动性调控十分谨慎（图 1），净投放量较以往春节前明显减少。回头看至少有三点值得注意：第一，央行对货币政策回归正常化、回归结构性短缺框架的决心；第二，财政收支是流动性操作的重要“干扰因素”，今年年初政府债券融资压力相较前两年明显下降，而 2 月财政收入减少、节前“财政支出进一步增加”是央行投放谨慎的重要导火索（图 2 和图 3）；第三，今年晚春叠加“就地过年”，居民现金需求下降（图 4）。

节后：面临大量流动性到期。春节收假归来，2000 亿 MLF 续作和 2800 亿逆回购到期压力将集中“堆积”在 2 月 18 日（图 5）。根据对结构性短缺框架的理解，我们预计 MLF 会等量续作。由于节后政府融资压力依旧不大而居民现金需求大幅回落，预计 14 天逆回购不再续作，而 7 天逆回购的投放量将不超过 700 亿，流动性市场回归“紧平衡”。

展望：春节至两会的央行操作模式。回顾 2016 年至 2019 年，春节后至两会（一般在 3 月初召开）央行操作具备一定的模式：年后先回收市场流动性，临近 2 月末为满足跨月需求加大投放，3 月初再次回笼流动性。例外的是 2018 年，央行在节后未大规模回笼流动性，这成为货币政策在 4 月变盘转向宽松的重要伏笔（图 6 至图 9）。

展望：两会行情再现？节后至两会是数据的真空期（除了 2 月 28 日会公布 2 月 PMI），从历史上看这一阶段股市和债券收益率往往稳中有升，即出现所谓的“两会行情”（图 10 和图 11）。此外，考虑到海外市场再通胀逻辑持续发酵——美股继续创新高，美债收益率继续看涨，这也会成为支撑“两会行情”的重要因素。我们预计央行暂时不会进一步收紧，而当市场逐步适应紧平衡的流动性环境，流动性因素对于股市的影响会边际趋弱。两会之后需要关注 3 月底至 4 月初的第一季度货币政策委员会季度会议和 4 月下旬的政治局会议，在第一季度经济数据陆续公布、大宗商品大幅上涨的背景下，政策信号可能成为引发股市进入阶段性调整的重要导火索。

风险提示：疫情变异不可控，全球货币继续扩大宽松；中国经济出现过热迹象，央行超预期收紧货币政策

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：邵翔）

宏观点评：以史为鉴，油价破 60 美元和对股市的影响

观点

春节前布伦特油价突破 60 关口，当前达到 62.7 美元/桶，为 2020 年 1 月以来新高。此轮油价的上涨如何演绎？对股票市场有何影响？

供需趋紧、库存回落是此轮原油价上行的主导因素。随着全球经济活动复苏，原油供需均在 2020 年中触底反弹。2020 年 9 月前由于供给仍好于需求，油价回升幅度有限（图 1）；2020 年 9 月后需求恢复超过供给、原油库存回落，油价进入上行通道。

春节后油价会继续上涨吗？

是的，我们预计上半年布伦特油价有望突破 70 美元。

从需求端来看：疫苗推广叠加美国财政刺激加码，原油需求稳步回升，尤其是在美国国会已经通过拜登政府的预算决议后，新一轮财政刺激（约为 1.5 万亿美元）有望于近期在美国实施。

从供给端来看：1）欧佩克+坚定减产立场，1 月原油减产执行率为 103%，且最大石油出口国沙特承诺在 2 月和 3 月额外减产 100 万桶/日；2）原油期货市场已出现贴水迹象，即原油现货价格高于期货，而历史上贴水的出现均伴随库存的明显下降（图 2），这是因为此时原油厂商囤积库存不如当前变卖划算，从而加大去库存力度，导致原油供需进一步收紧。

从历史来看，油价一旦开启涨势，涨幅往往超出市场预期。

原油作为风险资产本身波动性较大，市场一旦出现油价利好信号，其上涨往往容易超出预期。复盘近年来的油价，2009-2011 年、2017-2018 年布伦特油价在突破 60 美元/桶后均出现大幅上涨，原因集中在市场流动性和原油供给上（图 3）。具体而言：

（1）2009-2011 年源于欧佩克严格执行减产协议、美国经济复苏、中国 4 万亿刺激带动原油需求，布伦特油价在 2009 年 5 月突破 60 美元/桶，随后两年又翻了一倍，最高上涨至 127 美元/桶。

（2）2018-2019 年欧佩克减产协议执行持续超预期，布伦特油价在 2017 年 10 月突破 60 美元/桶，而后一年继续上涨，同期叠加特朗普政府单方面强行退出伊朗核协议，在 2018 年 10 月升至 86 美元/桶。

油价上涨如何影响股市？

对于美股而言，一方面，随着页岩油的发展，美国正由原油的净进口国转变为净出口国，近年来油价上涨对投资的促进抵消了对消费的抑制，因此对美国经济产生净的正向拉动（表 1）；另一方面，油价的上涨也反映出美国国内需求的持续扩张，后者也体现在上市公司的盈利增长上。因此，在此前布伦特油价突破 60 美元/桶后，美股亦继续上涨，在走势上与油价表现为同涨同跌（图 4）。

对于 A 股而言，由于中国是原油的净进口国，故油价持续上涨对于整个经济运行成本是提升的。我们注意到 2017 年以来国际油价在走势上与上证综指具有一定的负相关性，且前者在走势上领先后者约 90 天，即油价在持续上涨一个季度后往往会出现股市的回调（图 5）。其背后的原因，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

除了油价上涨可能侵蚀到部分中下游上市公司的盈利外，更有市场对油价持续上涨引发通胀风险和货币政策收紧的担忧。

风险提示：全球经济复苏不及预期，原油减产执行率不及预期

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

宏观点评：全球房价上涨有多牛？几时休？

观点

2020 年全球房价增速创下金融危机后的新高，尤其是自新冠疫情后出现加速上涨，根据我们所追踪的全球主要国家的房地产销售数据，这一涨势在 2021 年初仍在延续，并且有望突破 2005 年全球房地产大繁荣时的世纪高点（图 1）。

当前的这轮全球房价上涨有何特点？通过梳理各国的数据，我们发现一些有趣的现象：

一是全球普涨且涨幅可观。根据 OECD 的最新数据，2020 年三季度全球 89%国家的房价都在上涨，这一比例为 2000 年以来最高。从发达国家到新兴市场，大多数国家最近一年房价的涨幅超过了 5%，这也令 2020 年中国房价 4.1%的涨幅相形见绌。

二是汇率贬值国家的房价上涨较猛。2020 年由于美元对多数国家货币贬值，因此汇率贬值的国家不多。在这些国家中，我们发现汇率大幅贬值的国家也是房价上涨最猛的国家，比如土耳其和俄罗斯，其房价涨幅为全球之最（图 3）；美国和英国是发达国家中少有的汇率贬值国家，其房价涨幅也接近 10%；只有印度、巴西的房价并未因汇率贬值而大涨。

三是收入越不平等的国家的房价涨幅往往越大。如图 4 所示，主要国家最近一年房价涨幅与其收入不平等水平存在正相关性：像俄罗斯、土耳其、美国这些收入不平等较为严重的国家，其房价在这轮上涨中也最凶；中国的收入不平等在全球处于中间水平，其 2020 年房价涨幅相对温和。

由此可见，当前的全球房价上涨既源于宽松的货币流动性，也受益于疫情冲击下收入不平等的加剧。而随着各国房价在疫情后普遍上涨，应如何看待此轮全球房价上涨的可持续性？

一个值得关注的指标是房价-收入比。如图 5-图 6 所示，虽然房价屡创新高，但全球的房价-收入比尚未回到上一轮房地产繁荣时期的高点，尤其是涨幅较高的美国，其房价-收入比仍远低于历史高点。考虑到 2021 年的全球经济复苏有利于居民收入的回升，因此全球房价-收入比很可能保持平稳回升的态势。

另一个值得关注的指标是房价-通胀比。如图 7 所示，当前全球和美国的这一指标均已高于上一轮房地产繁荣的高点。然而，鉴于全球和美国的 M1 增速也飙升至历史新高（图 8），因此，如果从抗通胀的角度来看，房地产仍有望继续吸收当前过剩的流动性，这就意味着房价-通胀比仍有望进一步攀升。

还有一个指标是房价-房租比。图 9 表明全球这一指标已升至历史新高，但美国仍明显低于上一轮繁荣的高点。值得关注的是，当前美国房价加速回升的同时，房租的增速却在回落（图 10）。由于房租在美国核心通胀中具有最高权重，因此在其增速显著回升前，美联储不大可能释放削减

请务必阅读正文之后的免责声明部分

货币宽松的信号。

从上述三个指标来看，这一轮全球房价的上涨应是方兴未艾。至于何时结束？虽然我们已经看到一些新兴国家（如中国、韩国、印度）出台了针对房地产的宏观审慎监管措施，但从历史来看，无论是 20 世纪 90 年代的日本还是 21 世纪初的美国，真正能终结一国房地产繁荣的措施唯有央行持续的加息，这对于美联储而言也是 2024 年以后的事了。

风险提示：股市上涨过快引发资产泡沫，收入不平等加剧带来政治危机

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

策略周评：东吴策略·通胀加速归来——策略周聚焦

核心结论：

①春节前商品和股票市场的交易反映了对通胀预期的关注明显提升，现有供需错配推动原材料价格走高，未来需求上行使得通胀或超预期。②拜登政府和美联储现在抱有的“高压经济”目标下，疫苗接种带来需求回暖加快，流动性仍将保持宽松。③维持 21 年股市“前低后高”判断，警惕二、三季度通胀上行引致的货币收紧。④行业上建议配置适合交易的周期股，包括建材（水泥玻璃、消费建材）、化工（化纤、化学制品）、有色（稀有金属、黄金）、制造业（电源设备、专用设备）。

正文摘要

市场已开始交易通胀上行风险。①美国 10 年期国债隐含通胀预期自疫情后持续上行，21 年 1 月底以来再度呈现一定的加速趋势。通胀预期走高进一步影响到商品和股票价格。商品方面，猪油共振上行。股市方面，顺周期行业在中美股市表现均领先。②现有供需错配推动原材料价格走高：需求回暖、全球库存处于低位，带动全球出口自去年三季度以来的强劲回升；供给方面，全球主要经济体 12 月的产能利用率已经基本达到疫情前水平的 95%以上。③未来需求上行使得通胀或超预期：国内上年 12 月产能利用率已经超过疫情之前的水平，疫情后工业企业利润上行、中长期信贷投放加速为制造业投资提供资金支持，出口强劲所带来的需求提升带动制造业投资持续回暖；海外美国居民部门杠杆率上行带动新一轮房地产周期仍在上行过程中。

最新变化：疫苗接种带来需求回暖加快，流动性仍将保持宽松。①拜登政府和美联储现在抱有的“高压经济”目标：在把低收入人群拉回就业岗位，解决社会不平等问题之前，拜登政府的财政支持和美联储的货币宽松不会退坡。②拜登政府的一方面致力于疫情防控，疫苗接种进程加速可能带来经济加速恢复，而“高压经济”所导向的财政刺激、税收医疗改革，则有望提升美国居民可支配收入，需求回暖进一步推升通胀。③美联储的“高压经济”主要涉及货币政策维持宽松、暂不考虑缩减购债规模。

通胀影响：货币政策的收紧方式与股市的估值收缩。①通胀上行阶段，央行先用数量手段，货币净回笼抬高货币市场利率，股市期间涨跌不一。②通胀高位阶段，央行使用价格手段，明确货币收紧，股市出现明显回撤；价格手段的使用是非常明确的收紧信号，股市对此的反映也最为强烈。③价格手段的首次使用仅引致股市回撤，后期业绩可推升新高。④维持 21 年股市“前低后高”判断，警惕二、三季度通胀上行引致的货币收紧，若观测到 7 天逆回购利率的上调，将是明确的收紧信号，市场面

请务必阅读正文之后的免责声明部分

临明确的估值收缩压力。

通胀下的行业配置：顺周期下的材料板块。今年上半年大概率迎来明显的 PPI 上行周期，参考历史上每轮 PPI 上行过程中，顺周期板块均有不错表现，典型如有色、化工、钢铁、建材。考虑到目前市场对周期股普遍看短做短，难以获得长期估值提升的加持，缺乏持续性机会，我们更倾向于寻找适合交易的周期股，体现为过去五年能稳定获得一个季度以上的夏普比例稳定上行，典型行业包括建材（水泥玻璃、消费建材）、化工（化纤、化学制品）、有色（稀有金属、黄金）、制造业（电源设备、专用设备）。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；通货膨胀不及预期；历史经验不代表未来。

（证券分析师：姚佩）

策略专题：东吴策略·牛年有牛基吗？——2021 年公募基金业绩测算

核心结论：

①21 年降低预期收益率是共识，但究竟降多少？通过业绩与估值测算各行业 2021 年预期收益，结合公募持仓对基金全年业绩进行预测。②模型显示 21 年公募基金收益率乐观 34.4%，中性 14.3%，悲观-5.9%。③中性假设下，行业市盈率普遍下降 15%，一致预期显示 A 股净利增长 30%，业绩对冲估值下行，公募仍能享受正回报。④减配热门消费板块，增配周期或疫情受损行业。公募重仓行业中电气设备、化工更优；顺周期受益于经济复苏和物价上涨，有色、机械、汽车、建材业绩表现突出；疫情受损行业 21 年或将迎来底部反弹。

正文摘要

公募基金天量发行，业绩创近十年新高。①2020 年公募基金天量发行，居民资金通过基金加速入市。全年发行主动偏股型公募基金 1.4 万亿，成为 A 股市场最主要的资金来源之一。今年公募基金迎来开门红，1 月新发基金规模 3546 亿元，创下历史单月发行新高。②2020 年流动性宽裕助力 A 股上行，白酒、光伏、新能源等热门板块大幅上涨，全年偏股主动型公募基金收益率均值 49%，连续两年保持 30%以上收益的同时创下了 2010 年以来新高。③市场普遍担心 2021 年流动性收紧对目前高估值板块造成下行压力，投资者一致认为今年应适当降低预期收益率，但这是一个模糊的认知，我们通过 PE 估值法测算各行业 2021 年预期涨幅，并根据 20Q4 公募基金持仓分布对全年公募基金业绩进行预测。

2021 年公募业绩测算方法。①我们采用 PE 估值法对各行业 2021 年的涨跌幅进行预测。具体计算方法如下：行业 2021 年预测涨跌幅=(2021 年预测 PE（整体法）× Σ行业中个股 2021 预测净利润)/行业 2020 年底总市值-1。再结合 20Q4 公募基金持仓分布估算公募基金 2021 年业绩。②关键假设：流动性收紧引致估值下行。针对行业 2021 年预测 PE，给出三种假设：乐观假设下 2021 年预测 PE=过去四年 PE 均值；中性=过去四年 PE 均值 × 0.85；悲观=过去四年 PE 均值 × 0.7。③特殊处理：极端热门、冷门行业估值调整：1、房地产、农林牧渔、建筑装饰等 2020 年估值明显低于过去四年均值；2、食品饮料、电气设备、汽车、家电等热门行业 2020 年估值明显高于过去四年均值。针对这两种情况，估值基准均调整为 2020 年估值：①乐观假设下 2021 年预测 PE=2020 年底 PE；②中性=2020

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年底 PE × 0.85；③悲观=2020 年底 PE × 0.7。

三种假设下 2021 年公募基金业绩分别 34.4%、14.3%、-5.9%。①业绩提升对冲估值下行，公募基金 2021 年全年仍能享受正回报。模型显示，货币政策收紧带来估值下行，但 Wind 一致预期显示业绩高增，28 个申万行业 2021 年净利润全部实现正增长，按净利润权重，全 A 加权业绩增速 29.6%。②减配热门消费板块，增配周期或疫情受损行业。核心是回归基本面，多数行业估值处于历史高位的情况下，唯有寻找业绩大幅增长的行业与牛股，才足以抵御估值的损耗。公募重仓行业中电气设备、化工更优：食品饮料 21 年预期收益率（中性假设，下同）8%，白酒 6%、医药-5%、电子 11%、电气设备 33%、化工 32%。顺周期受益于经济复苏和物价上涨，有色预期收益率 26%、机械 23%、汽车 29%、建材 22%。疫情受损行业或将迎来底部反弹，休闲服务预期收益率 43%、传媒 50%。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；本报告中业绩预测基于 wind 一致预期，与实际业绩或有偏差；报告中对涨跌幅预测仅为估值假设下模型推导结果，不构成投资建议。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：周观：联储再提 YCC，高收益债 YTW 破 4%的思考（2021 年第 4 期）

观点

如何思考当前美债 10Y 快速抬升的情况？如何理解联储方面的回应?:（1）实际收益率仍维持低位震荡，且小幅下探，考虑到 TIPs 包含流动性溢价等因素，实际收益率部分或低于市场报价水平；美债 10Y 同 10 年期平准通胀率同步抬升的剧本，且核心物价指数仍未出现快速拉升的局面，联储仍可把通胀的动态变化定义为良性，做到静观其变；（2）上周美国达拉斯联储行长预计复苏期会出现短期的通胀率急升，且若过热，可能被迫采用 YCC。关于此点，我们前期曾预警由于基数效应，进入 3-6 月美国通胀指数同比或存在快速上行的风险；其次根据日央行的经验，YCC 一度成功地将日债 10Y 抬升路径从“急升”降速至“缓升”，这意味着若美债 10Y 进一步快速抬升（甚至拉动 TIPS10Y 抬升），不排除联储在 3 月份释放 YCC 前瞻指引，在年中启动 YCC 的可能性；（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。

如何思考欧元区之后经济基本面的变化？:（1）本次欧元区下调 2021 年的经济预期的主要原因是新冠疫情变异造成的新威胁，同时欧盟接种新冠疫苗的人口比例不到 4%，进度过于缓慢；（2）由于 2020 年欧元区陷入严重衰退，各国斥巨资维持基本经济活动，7500 亿欧元的欧盟一揽子计划推进阻力较大，2021 年欧元区整体经济仍不容乐观；（3）美联储和欧央行的货币政策分歧或日趋明显，我们预计欧美从 2021 年初的中性立场出发，联储或偏鹰，欧央行或偏鸽，本质上由经济基本动能、通胀约束以及美元欧元在过往的周期中的强弱轮替决定的，正如我们一再从历

请务必阅读正文之后的免责声明部分

史长周期视角下所观察到的：弱美元，强欧元、日元的预期组合让渡给强美元，弱欧元、日元的预期组合是全球经济复苏的必要非充分条件；（4）欧元区确实一直存在着市场广泛认知的统一货币，而不统一财政所形成的系统性财政宽松不足的问题，我们认为考虑到近期脱欧势力的涌现，统一财政的边际可能性其实在下降，更务实的思考是如何在现有框架下，来调整净储蓄国和净借贷国之间的动态不平衡问题，后续我们将做进一步思考。

彭博巴克莱美国高收益公司债指数最差收益率（yieldtoworst，YTW）首次跌破 4%，是什么原因所致？以及将对中资美元债造成什么影响？：（1）全球当前仍处于超低利率、甚至负利率环境，投资人“striveforpositiveyield”的倾向虽然边际上伴随通胀预期上行而有所减弱，但驱动力仍然充足；由于 portfoliorebalanceeffect 的存在，风险溢价（riskpremium）仍处于下行趋势当中；这是理解美国高收益公司债指数最差收益率首次破 4%的大背景因素，也是全球央行通过各种货币政策工具来压降私人部门融资成本的成功使然；（2）由于中资高收益美元债指数到期收益率与美国高收益公司债指数到期收益率的走势大致趋同，且前者收益率相对后者收益率而言更具吸引力，因此对于追逐高收益的投资者来说，是更好的投资标的。在经济环境维持且一级市场供给保持稳定的情况下，新发的中资高收益美元债票面利率在短期内或将随之下行；（3）但值得关注的是，当前美债 10Y 收益率震荡上行，虽暂未改变高收益债指数的整体走势，但中长期来看，其势必对以美元计价的债券价格造成负面影响。同时，投资者需谨防乘势发行的超低资质债券爆发信用风险。综上，我们认为，中资美元债的潜在发行人应把握近期发行窗口，提前安排发行计划，降低融资成本；中资美元债的投资人则应密切关注市场动态，寻找增厚收益的机会。

风险提示：美国再通胀超预期，国内疫情扰动超预期。

（证券分析师：李勇）

固收月报：1 月经济数据前瞻月报：CPI 同比下跌，消费、投资持续增长

事件

1 月数据预测：1 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。整体来看，1 月预计出口同比增速维持较强，进口同比增速保持稳定。消费、投资与工业数据受基数较小影响，同比出现较大涨幅。价格方面，受去年同期基数较高影响，CPI 同比下降 0.3%。食品方面，猪肉价格同比下降 3.9%。鲜菜受季节性影响，价格同比上涨 10.9%。非食品项受就地过年政策影响，价格同比下降 0.8%。PPI 方面，随着实体经济的复苏，1 月 PPI 由负转正，同比收于 0.3%。货币市场：1 月社融增量约为 5.17 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，1 月份收于 9.4%。

观点

总量指标：包含固定资产投资（房地产、基建以及制造业）、消费以及工业增加值等分项。受去年同期基数较小影响，总量数据将出现同比大幅增长。具体来说：1 月房地产投资：1 月，一线、二线、三线城市商品房成交面积分别同比增长 133.53%、46.04%、58.09%。30 个大中城市商品房成交量同比上涨 67.08%。随着春节临近与疫情影响，房地产市场较上月有所降温，同时长期来看，随着房地产市场调控体系逐渐完善，融资

请务必阅读正文之后的免责声明部分

监管环境逐步趋紧，未来房地产投资或将有所回落。综合来看，受去年同期基数较小影响，预计 1-2 月房地产投资同比增长 50%。1 月制造业投资：1 月制造业 PMI 指数 51.3，连续 11 个月位于临界点水平以上，制造业持续扩张但增速有所放缓。生产指数和新订单指数分别为 53.5 和 52.3，较上月均有回落，生产活动持续恢复但增速放缓。大、中型企业 PMI 分别为 52.1%和 51.4%，比上月回落 0.6 和 1.3 个百分点，但均高于临界点；小型企业 PMI 为 49.4%，比上月回升 0.6 个百分点，仍低于临界点。综合来看，制造业维持扩张，同时受去年同期基数较小影响，我们预计 1-2 月制造业投资累计同比大幅增长，收于 50%。1 月基建投资：预计 1 月基建投资趋于放缓。春节临近，财政支出转向民生领域，同时随着经济恢复，基建投资将逐渐降低。但受去年同期基数较小影响，预计 1-2 月基建投资同比将大幅增长，收于 30%。

价格指标：价格方面，受去年同期基数较高影响，CPI 同比下降 0.3%。猪肉价格同比下降 3.9%。鲜菜受季节性影响，价格同比上涨 10.9%。非食品项受就地过年政策影响，价格同比下降 0.8%。PPI 方面：1 月，国内 PMI 指数 51.3，欧美国家 PMI 指数保持景气，生产稳步恢复拉动 PPI 回升。同时，1 月 CRB 商品价格、南华工业品价格指数和主要商品价格指数等均升高。1 月 PPI 由负转正，同比收于 0.3%。

货币方面：1 月新增信贷 3.58 万亿，社融增量 5.17 万亿，M2 增速收于 9.4%。信贷方面：1 月以来，需求方面，企业发展持续向好，中长期融资需求持续上升；供给方面，银行存在“早投放、早收益”想法，同时受政策引导加大对企业的融资支持力度，提升营商环境。人民币贷款供需两旺。

风险提示：就地过年政策导致内需增长不及预期，海外疫情扩散导致外需萎缩，国际形势复杂。

（证券分析师：李勇）

固收点评：货币政策执行报告及金融数据点评：货币政策稳字当头，信贷增量迎开门红

事件

2021 年 2 月 8 日，中国人民银行公布了《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》。我们认为央行在《2020 年第四季度中国货币政策执行报告》（下面简称《报告》）中对当前的经济、金融环境进行了全面系统的梳理，通读全文我们分析认为《报告》传达了：与《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》不同的是，央行再次强调稳中求进的工作总基调，并首次强调货币政策要坚持稳字当头、抓住重点、守住底线、敢于担当，同时明确搞好跨周期政策设计，要保持政策连续性、稳定性、可持续性，完善宏观经济治理。

2021 年 2 月 9 日，央行公布 2021 年 1 月金融数据。1 月当月人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2252 亿元。月末人民币贷款余额 176.32 万亿元，同比增长 12.7%，增速与上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.6 个百分点。2021 年 1 月社会融资规模增量为 5.17 万亿元，比上年同期多 1207 亿元。初步统计，1 月末社会融资规模存量为 289.74 万亿元，同比增长 13%。1 月末，广义货币(M2)余额 221.3 万亿元，同比增长 9.4%，增速比上月末低 0.7 个百分点，比上年同期高 1 个百分点。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

观点

2021 年 1 月 8 日，央行行长易纲谈 2021 年金融热点问题时表示：2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。2 月 8 日央行发布的《第四季度货币政策执行报告》再次强调稳中求进的工作总基调，并首次强调货币政策要坚持稳字当头、抓住重点、守住底线、敢于担当，同时明确搞好跨周期政策设计，要保持政策连续性、稳定性、可持续性，完善宏观经济治理。因此，结合政策导向，我们仍然认为 2021 年伴随我国经济向常态化回归，金融数据将延续增长趋势，但斜率将逐步放缓。（1）信贷方面：央行多次表示要发挥货币政策工具的精准滴灌作用，我们预计 2021 年信贷在不同领域将表现分化，重点支持科技创新、小微企业、绿色发展等领域，而房地产、互联网金融等领域将有所压降。其中应重点关注房地产领域，当前中央多次强调“房住不炒”政策，多地已经出台房地产市场调控措施，四大行也于 1 月末上调了房贷利率，未来房地产贷款对信贷的拉动作用将有所回落。（2）社融方面：1 月社融同比增速较上月再次回落，社融下行区间已较为明显。央行《四季度货币政策执行报告》再次强调要保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。我们预计未来伴随我国经济持续稳步恢复，人民币贷款、政府债券增速将有所放缓，拉动社融增速逐步回落，但不会出现“社融悬崖”，社融全年增速仍将与名义经济增速相匹配。（3）M2 方面：伴随货币政策边际收紧，信贷投放力度减弱，2021 年 M2 增速或呈现逐步下降的趋势，但从整体来看，增速仍将与名义经济增速基本匹配。

风险提示：货币政策超预期收紧，房地产市场超预期变动，国内外疫情反复

（证券分析师：李勇）

行业

2021/01 社融&金融数据点评：信贷+表外票据历史新高，实体需求旺盛

数据：2021 年 1 月社融新增 5.17 万亿，同比多增 1207 亿元，存量同比增速 13.0%；人民币贷款新增 3.58 万亿，同比多增 2400 亿元。M1 同比增速 14.7%，较上月大幅提升 6.1pct；M2 同比增速 9.4%，较上月降低 0.7pct。

投资要点

1 月社融规模超预期反映实体融资需求强劲，表外票据放量最超预期。

1 月社融新增 5.17 万亿，仅次于 2020 年 3 月历史峰值，在高基数下同比多增 1207 亿元，规模明显超预期（图 1、2）。其中：

①人民币贷款和表外票据贡献显著，充分反映实体融资需求旺盛，也印证我们四季度调研商业银行的判断。社融口径的人民币贷款新增 3.82 万亿，同比大幅多增 3258 亿元，同时未贴现承兑汇票新增高达 4902 亿元，创历史新高，同比大幅多增 3499 亿元。我们判断表外票据融资火热源于银行表内信贷额度紧张，转用表外票据满足企业旺盛的资金需求（开票不占用表内资本额度，还能带来保证金存款，而且业务风险低于普通贷款）。

②直接融资中，企业债券去年四季度遭受信用风险冲击后，发行量有所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

恢复。1 月企业债券新增 3751 亿元，尽管同比少增 216 亿元，但相比去年 11 月、12 月的 840 亿、436 亿“地量”规模，已有所修复（图 3）。政府债券 1 月仅 2437 亿元，同比大幅少增 5176 亿元，源于财政部今年发行计划较晚，没有提前下达额度，而去年 1 月政府债券新增高达 7613 亿元。

③委托+信托贷款合计仍然减少 751 亿元，总体延续压降趋势。不过委托贷款 1 月新增 91 亿元，而此前已连续 36 个月减少；信托贷款虽然减少 842 亿元，但相比于 12 月大幅缩减 4620 亿元有所缓和，预计因为 1 月到期规模相对小，同时 12 月信托机构面临年末整改考核压力（图 4）。后续几个月信托到期规模比较稳定，预计非标融资仍将保持平缓收缩的趋势。

金融数据的信贷总量及中长期贷款同步创新高，反映制造业资本扩张。

1 月金融数据进一步印证实体融资需求强劲，去年四季度以来商业银行信贷储备项目充裕，供需两端旺盛。人民币贷款新增 3.58 万亿创历史新高，高基数基础上依然同比多增 2400 亿元（图 5、6）。结构方面：

①居民贷款是增长主力，主要受楼市行情推动。1 月新增 1.27 万亿，同样创历史新高，同比多增 6359 亿元。其中，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，也可以从 30 大中城市地产销售增速验证（图 7），但预计后续受房贷管控影响将降速。短期贷款 3278 亿元，同比多增 4427 亿元，一方面去年疫情导致居民短期贷款收缩，基数超低；另一方面预计部分短期贷款被变相用于购房，近期监管也在严查个人经营贷、消费贷等资金流向楼市的情况。

②企业贷款方面，预计制造业扩张需求旺盛。中长期企业贷款新增高达 2.04 万亿创历史新高，同比大幅多增 3800 亿元，考虑房地产贷款管控政策限制开发贷投放，预计中长期贷款放量更能反映制造业资本开支需求强劲。短期贷款在高基数下同比大幅少增，票据融资收缩，预计都源于银行将有限的信贷额度向中长期贷款集中，可以看到票据贴现利率显著上行（图 8）。不过，2021 年春节时点相对较晚会对 1 月金融数据产生正面影响，但相应也会造成 2 月数据明显回落。

春节错位造成 M1 与 M2 增速剪刀差，社融增速领先 M2 反映实体扩张。

1 月 M1 增速大幅跃升至 14.7%，M2 增速则降至 9.4%，M1 增速“上穿”M2 增速，市场对此非常关注（图 9）。我们认为原因包括：

①春节错位是最主要因素。由于今年春节在 2 月，企业在 1 月积累大量活期存款用于奖金发放等，拉升 M1 规模，所以看到非金融企业存款新增 9484 亿元，去年则净减少 1.61 万亿，同时居民存款新增 1.48 万亿，同比显著少增 2.76 万亿。但预计 2 月春节后，M1 增速将大幅回落，存款也会回流居民部门。

②M1 提速也反映了企业资本扩张意愿提升，更愿意沉淀活期存款以备开支，同时短期房地产销售的火热也可能回笼了大量企业活期存款。

③财政缴税也会造成货币回流至财政性存款，可以看到 1 月财政性存款新增 1.17 万亿，同比多增 7698 亿元，由于财政性存款不计入 M2，也会造成 M2 增速回落。

④此外，年初基金销售火热也可能造成部分居民存款转移至基金，影响 M2 增速。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

社融角度，存量社融同比增速自去年 10 月见顶后持续回落，1 月降至 13.0%，降速从方向上符合预期，因为货币政策正在回归常态化，信贷投放力度降低，同时地方债发行后置。但社融与 M2 同比增速的剪刀差进一步走阔，社融增速的回落幅度明显小于 M2（图 10），这反映了表内信贷额度受限但实体需求旺盛，推动表外票据融资放量，而表外票据不派生存款、不计入 M2。此外，政府债券虽然同比少增，但仍然对社融产生正向作用，而 1 月财政支出却比较低，可以从财政性存款同比多增得到印证，这也会影响 M2 增速。

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 27%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、平安银行。

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）

银行行业点评：国有大行将起舞：银行股新一轮行情展望

观点：我们看好国有大行成为新一轮银行股上涨行情的主线，短期催化在于 1 月信贷超预期，这印证了我们前期产业调研的结论和判断，同时四季度商业银行经营指标披露，国有大行全年净利润转正增长 3%。此外，全年中期逻辑在于贷款利率企稳、净息差预期改善，这有望推动国有大行持续上涨。

投资要点

1 月信贷 3.58 万亿历史新高有季节因素，但依然反映实体经济需求旺盛。

2021 年首月社融及金融数据超预期，信贷投放开门红。1 月新增人民币贷款 3.58 万亿元，增量创历史新高，在 2020 年 1 月的高基数基础上，进一步同比多增 2400 亿元。我们认为，信贷规模非常明确地印证了实体经济融资需求旺盛，这与我们前期策略会及四季度产业调研的判断结论一致，即去年四季度以来商业银行信贷储备项目充裕，供需两端旺盛。实际上，去年末出台的房地产贷款集中度管控政策，一定程度上抑制了银行 1 月信贷投放力度，包括地产开发贷及部分热点区域的按揭贷款额度都被调降，但预计在制造业、出口等方向推动下，年初贷款投放仍然迅猛。此外，2021 年春节时点相对较晚，也会对 1 月金融数据产生积极影响。

信贷结构方面，居民贷款是增长主力，1 月新增 1.27 万亿元，同比多增 6359 亿元，其中，短期贷款同比多增 4427 亿元，去年受疫情影响基数较低；中长期贷款则在高基数基础上依然同比多增 1957 亿元，预计住房按揭贷款在额度趋紧前已大量投放，但未来预计会受到房贷管控影响而降速。企业贷款方面，短期贷款在高基数下同比大幅少增，票据融资则意外收缩，预计银行将信贷额度向中长期贷款倾斜，中长期企业贷款新增高达 2.04 万亿元，创历史新高，同比大幅多增 3800 亿元，反映实体融资需求强劲。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国有大行 2020 年净利润增长 3%超预期，单季度增长 60%+净息差回升。

根据银保监会披露，六大国有银行 2020 年全年累计净利润同比增长 3.01%至 1.0925 万亿，较前三季度的-8.54%强劲转正，增速高于预期，意味着第四季度单季增速高达 60.2%。同时，净息差相较前三季度环比回升 2BP 至 2.05%，考虑到新发放贷款利率仍在小幅下行，预计结构性存款压降、负债成本改善是推动国有大行利差回升的主因。资产质量方面，国有大行不良率较前三季度小幅上行至 1.52%，拨备覆盖率小幅降至 215.03%，2021 年仍需关注资产质量波动，但预计总体状况保持稳定。

明确看好 2021 年国有大行净息差改善，预计贷款利率二季度企稳回升。

作为金融市场主要的资金融出方，国有大行最受益利率上行，包括债券投资、贷款投放等，因此利率上行是国有大行的核心上涨逻辑。我们认为 2021 年贷款利率回升是大方向，但仍需一定时间推进。近期央行已经披露 12 月新发放企业贷款利率依然环比下行 2BP 至 4.61%。展望一季度，考虑开门红期间信贷供给充裕，我们判断贷款利率仍将平稳，难以明显上行，但展望二季度至全年，预计信贷供需的改变会逐步推动贷款利率回升。

对于负债端，我们反复强调大型银行的负债压力正在改善。尽管 2020 年 12 月三年期和五年期存款加权平均利率分别为 3.67%和 3.9%，环比分别持平、上升 10BP，但考虑监管层在过去两年近乎对所有高利息负债进行了全面规范化，包括限制“靠档计息”、规范结构性存款、取缔互联网存款、禁止中小银行异地存款等，我们预期大型银行存款成本改善近在眼前。

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 0.50x2021PB、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、平安银行。

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

天工国际（00826.HK）：全球特钢细分龙头，制造业核心资产

投资要点

合金新材料龙头，四大板块协同发展：天工国际是高速钢、模具钢、钛材料及切削工具四大业务板块协同发展的行业龙头。天工国际股权集中，管理规范且精细化；2019 年天工国际主营业务创历史新高，模具钢、高速钢、切削工具、钛合金四大板块营收占比总计 74.1%。

高速钢与工模具钢是高端制造业与精密制造业的皇冠：高速钢和工模具钢加工过程需要高硬度、高耐磨性和适当的韧性。为克服高速钢塑性变

请务必阅读正文之后的免责声明部分

形能力差的缺点，高速钢的加工成分配比精准，过程复杂。模具钢加工对模具钢提出了强度、硬度、耐磨性、热稳定性和耐蚀性的要求。较高的技术工艺，提高下游制造业加工质量和效率，也形成了工艺壁垒。

需求迎来周期上行：随着主要经济体在第二季度经济都得到恢复，需求周期迎来向上趋势，制造业也主动进入了补库存周期；工模具钢、高速钢与切削工具的下游行业：汽车行业产量上行，库存处于低位，汽车消费刺激政策颁布，家电行业受房地产复苏以及外销增长的影响也将上升，工程机械的用钢需求受周期因素与非周期因素叠加上升，以及电子产品受疫情影响需求上行。

全球供给高端不足：模具钢国内供给较为集中，CR5 达到 84%，但是主要集中低端产品，高端产品多由国外垄断；高速钢国内集中度不高，高端市场由国外主导，但是国内也已经打入高端产品市场；海外疫情冲击严重，得益于高性价比和客户黏性，国产厂商将迎进口替代黄金期。

天工国际是真正具备全球竞争力的优质标的：天工国际是行业龙头，是真正具备全球竞争力的优质标的。公司核心产品行业规模、市占率多年蝉联全国第一；公司建成了国内第一条工业化粉末冶金生产线，在高端市场开辟了市场，公司利用技术降低中低端产品的成本，公司研究费用占比常年位于全行业领先位置，高研发投入使公司在技术上取得诸多成绩；公司善于推动产品结构转型升级，使公司产品常年维持在高毛利。

新产能与新产品卡位制造业升级：公司为推进全球化战略，更好布局全球市场，在泰国建立了全自动化切削工具厂；公司目前致力于加紧开发钛合金的开发技术，向钛加工产业链下游扩展，提升钛业务的利润水平。

盈利预测与投资评级：2020/21/22 年，我们预测公司营收分别为 54.5/60.7/67.6 亿元，增速分别为 1.4%/11.4%/11.5%；公司归母净利润分别为 5.2/6.4/8.3 亿元，增速分别为 30.9%/24.2%/29.2%，对应 PE 分别为 25.1x/20.2x/15.6x，低于可比公司估值。考虑公司下游需求回暖，工模具钢需求景气度持续，粉末冶金项目逐步放量，成本端废钢价格持稳保障整体毛利率上行；首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动超预期；粉末冶金项目进展不及预期；汇率波动风险超预期。

（证券分析师：杨件）

三一重工（600031）：全球深度视角：得挖机者将得天下，三一重工将开启全球成长篇章

投资要点

挖掘机为工程机械王者，得挖机者将得天下

我们认为：（1）作为工程机械最核心机种，2010-2019 年全球挖机销量占比已由 44%升至 60%，由于持续对人工及其他机种形成替代，我们预计挖机王者地位仍会强化，而未来占领挖机赛道的制造商将成为全球工程机械行业龙头；（2）基于应用场景广泛+机器人属性优势，挖机下游客户碎片化，未来中国乃至全球挖掘机将呈现弱周期趋势；（3）2019 年全球挖机销量 66 万台，基于机器替人和新兴市场增长的判断，我们预计 2030 年全球挖机销量升至 110 万台。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

复盘卡特小松海外竞争，三一重工将有望从本土龙头向全球龙头迎蜕变

市场质疑三一重工全球扩张是否能撼动卡特彼勒长达数十年强大的全球服务和代理体系，但我们通过复盘卡特小松竞争史，在 70-80 年代以小松为代表的产品性价比路线，足以撼动卡特最引以为傲的全球代理体系。80 年代初，卡特与小松在全球竞争中处于劣势，并于 1982-1984 年连续三年巨额亏损，企业破产言论甚嚣尘上，正因 1985 年“广场协议”才拯救了卡特。

通过对比主流厂商产品参数，我们认为三一重工已接棒全球第一产品性价比地位，随着优质服务竞争力出海，叠加国产零部件配套+数字化助力弯道超车，本土龙头将向全球龙头蜕变。

国际化再造三一重工，数字化打破成长天花板

在全球竞争最激烈的中国市场，2020 年三一挖机份额已升至 28%，远高于徐工 16%、卡特 10%，竞争力十分出色。但同期海外份额预计不足 3%，与产品竞争力及公司定位极不匹配。随着国际布局全面铺开，数字化深化龙头竞争优势，公司全球化进程有望加速。

我们预测，2025 年三一挖机板块收入较 2019 年翻番，2030 年较 2025 年再翻番，2030 年全球挖机份额将达到 30%。预计 2030 年三一重工收入规模为 2019 年 4-6 倍。国际并购推进+数字转型深化（如进入工程机械万亿级后市场，产品软化），远期成长空间进一步打开。

盈利预测与投资评级：

国内份额提升+国际化+数字化软化，公司远期成长空间打开。我们预计公司 2020-2022 年收入分别为 968/1123/1218 亿元，同比增长 28.0%/16.0%/8.5%；归母净利润分别为 161/193/211 亿元，同比增长 43.6%/19.8%/9.3%，对应当前股价 PE 分别为 24/21/19 倍。基于上述逻辑，给予 2021 年目标估值 25 倍 PE，对应市值 4825 亿，维持“买入”评级。

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

（证券分析师：陈显帆　研究助理：罗悦）

用友网络（600588）：收购大易招聘云，内生外延双轮驱动发展

事件：2 月 10 日用友网络董事会决议拟以人民币 28,283.25 万元，受让公司参股投资的上海大易云计算股份有限公司 56.57%的股权。交易完成后，公司持有大易云 84.74%股权，大易云成为公司的控股子公司。

投资要点

大易云是国内招聘领域第一梯队厂商：大易云是一家以企业招聘的运营与管理服务为核心业务的 SaaS 服务提供商。在招聘领域，大易云排名前二以内。大易云自 2007 年研发云招聘服务至今，服务国内外企业客户 700 余家，包括华润、荣耀终端、兴业银行、德勤、万达等一批行业领先企业。其产品技术和商业模式完全基于公有云的订阅服务模式。2020 年度，大易云实现收入 6,248 万元，其中 SaaS 订阅服务收入占主营业务收入的比重超过 90%。在产品领先和客户成功体系的基础上，大易云的客户续费率超过 80%。根据 IDC 发布的《中国公有云企业级应用软件 SaaS 市场 2019 年下半年跟踪报告》，2019 年我国 HCMSaaS 厂商市场份额中，大易

请务必阅读正文之后的免责声明部分

云排名第四。

大易招聘服务与用友人力资源服务整合协同发展：此次交易完成后，大易云将全面成为用友人力云服务的重要组成，扩展了用友云服务的能力。人力云是 YonBIP 八大核心领域云服务中的重点领域之一，用友网络将通过技术赋能、产品融合、客户和渠道共享等方式，继续发挥大易云招聘产品和客户成功服务体系的优势，在 YonBIP 云服务群中建立更丰富的连接和协同，进一步做强大易智能云招聘和 YonBIP 整体人力云服务，为客户提供完整的 HRSaaS 解决方案与服务，为招聘和整体人力云服务打开更为广阔的市场发展空间。

收购大易云或开启用友并购模式：用友网络管理层将继续聚焦公司战略 3.0-II，加速向云服务平台与服务提供商转型，未来会继续加大研发投入，持续提升产品竞争力的同时，会积极借鉴 Salesforce 等国际厂商的成功经验，持续实施战略投资并购，双轮驱动向云服务战略发展。并购重点在两大应用领域（财务与供应链、HR）和四大平台能力（技术、数据、智能和安全）。开展对外收购和有机整合将会持续强化用友在这些领域的优势地位。

盈利预测与投资评级：考虑到国产化预期的不断提速，我们略微上调 2020-2022 年收入 87.54/113.79/150.11 亿元，考虑投入加大略下调归母净利润为 8.99/9.18/19.60 亿元，对应 PS 为 15/12/9 倍，相对目前 A 股其它云公司和港股金蝶国际处于折价状态。用友在大型企业优势明显，成长性领先行业，同时考虑 YonBIP 平台还具有互联网属性，龙头地位也应该给予一定溢价，公司合理市值在 2500 亿左右，对应目标价 76.45 元，维持“买入”评级。

风险提示：YonBIP 发展不及预期；宏观经济对传统 ERP 业务产生影响。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

荣盛石化（002493）：浙石化雏形初具，中金石化或有低估

投资要点

公司的发展史就是国内化纤产业不断突破自我的历史：1997 年公司首次涉足切片纺聚酯长丝开始，2005 年是首家成功涉足 PTA 的民营企业，2015 年公司成为首家涉足燃料油-对二甲苯的民营企业，2019 年 12 月公司成为首家涉足民营大炼化的民营企业。浙石化和中金石化作为公司重要子公司，其盈利能力和协同发展潜力值得期待。

加码烯烃业务可能是一个浙石化提升效益的重要切入点：展望“十四五”，根据拟在建产能及需求增速推断，2025 年国内的 PX 供求基本平衡，当量丙烯的自给率有望达到 93%左右，当量乙烯的自给率有望提升到 70%，仍有不小的缺口。从这个角度看，烯烃产业有望是公司的下一个主战场。

中金石化存在较大盈利提升空间。中金石化目前副产大量的适合作为乙烯原料的轻组分。问题在于目前副产的液化气和轻石脑油只能支撑 60 万吨/年的乙烯，不具备规模经济性。如若中金石化将现有的联合芳烃规模放大一倍，副产的轻物料大约可以支撑一个百万吨烯烃。比较值得关注

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的技术可能有浆态床技术以及尾油全循环加氢裂化技术。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年营收分别为 1192.70 亿元、1905.47 亿元和 2193.41 亿元，归母净利分别为 74.12 亿元、101.09 亿元和 144.52 亿元，EPS 分别为 1.10 元、1.50 元和 2.14 元，当前股价对应 PE 分别为 38X、28X 和 19X。考虑到浙石化二期和中金石化的拓展潜力，维持“买入”评级。

风险提示：若全球经济持续低迷，导致石化产品需求低于预期。中金石化改进较为复杂，存在匹配不合理的可能。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

卫士通（002268）：密码央企龙头，重视基本面的边际变化

投资要点

网络安全成为电科集团四大聚焦板块之一，卫士通有望成为资源整合平台：随着网络安全上升为国家战略，中国电科根据国家总体安全战略需要，重点打造了网络安全子集团中国网安。中国电科 2021 年度工作会议中集团董事长提出十四五聚焦电子装备、网信体系、产业基础、网络安全四大板块做强做优做大。卫士通作为中国网安旗下唯一上市公司，此前已收购了三十所旗下的三零嘉微、三零瑞通和三零盛安，为公司未来的战略整合指明发展道路。在电科集团资产证券化比例提升和重点打造网安板块的规划下，预计卫士通有望成为集团在网安领域的资源整合平台，不断扩充和完善全产业链。

股权激励有望激发活力，迈向发展新篇章：公司拟以 11.42 元/股的价格向高管、核心技术人员和骨干员工合计 300 人授予 781 万股股票。对内通过长效激励机制，绑定公司核心管理和技术团队；对外释放积极信号，重塑公司在产业和资本市场的形象。通过完善中国特色现代企业制度，形成科学有效的公司治理机制，在新机制下的持续管理改善值得期待。

政策、新兴技术等多点需求共振，行业将迎来国产化和泛在化的机遇：随着等保 2.0、《密码法》的正式实施，密码刚性合规需求有望爆发。短期看，密码法将在合规需求较强的党政和关键信息基础设施行业率先展开应用，加密行业迎来国产化机遇；长期来看，随着云计算、大数据、物联网等新兴领域快速发展，新技术、新模式（主动防御）、新架构（零信任）等都将推动密码泛在化应用的增长。

以“新四化”战略为目标，有望从密码核心企业走向综合型安全产品与服务厂商。随着中国网安提出网络安全“新四化”战略——密码泛在化、基础国产化、攻防智能化、安全服务化，作为中国网安负责信息安全的主体单位，在子集团层面承担着更多发展网络空间安全业务的责任。公司全面加快向安全服务转型，践行“新四化”的发展思路，大力发展信创安全、云计算与数据安全、网络安全服务业务，产品从密码领域扩大到泛网安领域，业务覆盖由政务向行业拓展，有望实现业务的横纵向拓展，转型为综合型安全产品与服务厂商。根据我们测算，卫士通重点产品加密机的总市场规模为百亿量级（5 年平均替换周期，对应每年 20 亿元），而 IDC 测算，仅 2021 年网络安全市场规模就接近 80 亿美元（500 亿量级），2021-2024 年网络安全行业增速均在 20%以上，2024 市场规模

请务必阅读正文之后的免责声明部分

将达到 179 亿美元（千亿量级），公司从加密进入泛网安领域，有望打开更大的增长空间。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.21、0.25、0.30 元，对应 PE 分别 74/63/53 倍，作为国内安全领域的国家队，随着中国电科对网络安全的战略地位的重视和激励机制到位，有望实现从密码龙头向综合型网络安全产品商的升级转型，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧造成产品毛利率下降，应收账款持续增长等。

（证券分析师：郝彪　证券分析师：刘博　研究助理：王紫敬）

金发科技（600143）：材料类平台公司雏形初具,可降解塑料业务迎来春天

投资要点

公司是典型的研发驱动型材料类平台公司。早期改性塑料起家，经过多年发展，公司业务逐步延伸到特种工程塑料、生物可降解塑料、环保高性能再生塑料、医疗健康产品、轻烃加工以及高性能碳纤维及复合材料等领域。公司研发支出多年稳定在 10 亿以上，研发人员约占公司总人数的 16.47%。

改性塑料业务毛利率或稳步提升。改性塑料是公司的最核心的业务板块，收入占比一直稳占半壁江山。“十三五”之前，改性塑料的原料一直是寡头垄断的供给格局，部分原料不仅价格较高而且没有保证。为了切入国际一线客户，公司也一直采取低毛利策略。目前公司已经成为亚太地区规模最大、产品种类最为齐全的改性塑料企业，随着低位确立，公司的毛利率或稳步改进。

生物可降解材料迎来产业春天。公司在生物可降解产业的布局可以上溯到 04 年，但是直到 11 年才实现生物可降解聚酯装置的规模化生产。公司是为数不多的覆盖各种生物可降解材料全流程业务的企业，也是资质认证相对完备的企业。

医疗健康类产品提供充分的业绩弹性。公司涉及的医疗健康产品目前主要是口罩和熔喷布，并且在高性能医用及健康防护手套也有布局。相关业务并不是公司的业务核心，但是依托较深的技术储备和较强的执行力，公司较好满足了市场对相关物质的需求。

LCP 是最具前景的特种工程塑料。公司目前特种工程塑料产品主要是高温尼龙和 LCP，储备产品主要包括聚苯硫醚 PPS、聚芳醚砜 PPSU/PES，聚芳醚酮 PAEK、PLA、PTFE 等。LCP 是 5G 时代 3C 产品和基站类产品最具前景的业务方向。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年实现归母净利润分别为 43.74 亿元、52.86 亿元和 57.21 亿元，EPS 分别为 1.70 元、2.05 元和 2.22 元，当前股价对应 PE 分别为 16X、13X 和 12X，考虑到卫健用品及可降解塑料产业的高景气度，及公司改性塑料业务进入盈利能力提升阶段，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：疫情防控进度影响公司卫生健康用品需求；可降解塑料政策执行力度影响 PBAT 盈利能力。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

诺德股份（600110）：铜箔行业引领者，6μm 锂电铜箔迈入高增长

投资要点

国内锂电铜箔龙头，全力聚焦铜箔生产：公司是国际知名的锂电池用电子材料龙头企业。1997 年在上海交易所上市，旗下有三大全资锂电池用电子材料生产基地，目前，公司已与宁德时代、比亚迪等国内主要大而强的动力电池企业建立了持续稳定的合作关系，在国内市场占有率超 35%，多年蝉联全国第一，公司也逐步与 LG 化学、松下、特斯拉等国际新能源下游厂商建立业务合作关系，全球市场占有率超 20%；公司股权高度分散，前十大股东持股比例为 23.79%，深圳市邦民产业控股公司为最大股东，占比 12.75%；公司旗下有四大业务：铜箔产品、电线电缆及附件、贸易产品以及融资租赁，其中铜箔产品作为主要业务，在 2019 年贡献了 84.31%的营收，毛利率达到 21.98%。

极薄化势头锐不可当，锂电铜箔行业需求猛增：近年来，受益于技术进步、政策驱动等利好因素，新能源汽车行业发展迅速。由于新能源汽车动力电池几乎均为锂电池，因此也直接带动了锂电铜箔需求的激增，2019 年我国动力锂电池行业市场需求量为 62.4GWh，较 2016 年增长了 121%。同时，我国 5G 基站建设加快，也增加了对锂电铜箔的需求。此外，受益于下游铜箔使用技术发展，下游对于性能优异的 6 微米以下铜箔需求日益提高，锂电铜箔行业迎来极薄化时代。

高壁垒巩固垄断地位，多方位提升铜箔产能：铜箔趋薄化，6μm 锂电铜箔或成为市场主流，目前国内 6μm 锂电铜箔的供给为诺德股份、嘉元科技、灵宝华鑫三足鼎立的态势，铜箔轻薄化难度巨大，具有较强的技术壁垒与资金壁垒，且周期长，因而公司短期垄断地位难以被撼动；公司增资旗下子公司青海电子 6 亿元，再由青海电子增资青海诺德 6 亿元，用于投资“高性能极薄锂离子电池用电解铜箔工程项目”，并引入嘉兴兴铜作为外部投资，来进行技改，提升产能利用率，拉高产量；下游客户结构稳定，未来核心客户将向高端靠拢，公司过去两年受核心客户破产的负面影响也已经基本消除，目前正全力控制财务费用，以求增厚利润，公司未来利润增长值得期待。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2020/2021/2022 年营收分别为 19.5/27.9/29.0 亿元，对应增速分别为-9.3%/43.3%/3.8%；归母净利润分别为 0.07/1.98/3.02 亿元，增速分别为-106%/2847%/53%；对应 PE 分别为 1773/60/39x。考虑公司作为行业龙头，将率先受益下游需求大幅增长；技改项目推进顺利，募股化解财务费用压力，因此首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：新产品和新技术开发风险；锂离子电池行业波动风险；锂电铜箔核心技术差距的风险。

（证券分析师：杨件）

通威股份（600438）：员工持股计划彰显信心，硅料扩产再提速

投资要点

事件：1）通威与晶科签订战略协议，通威 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。2）通威推出 2021-2023 员工持股计划，公司员工认购和资管/信托产品各

请务必阅读正文之后的免责声明部分

出资 50%合计 27 亿购买公司股票，占总股本 1.28%，锁定期 12 个月。

硅料加速扩产，龙头地位持续强化：硅料端，截止 20 年末公司设计产能 8 万吨，实际产能 9 万吨+，21 年 Q4 乐山二期 3.5 万吨、保山 4 万吨项目投产（隆基参股项目）；22 年包头二期 4 万吨（天合参股项目）、晶科参股项目 4.5 万吨投产；后续公司乐山三期、保山二期等项目接连投产。公司硅料加速扩产，硅料龙头地位持续强化。

组件龙头深度绑定，坚持“制造为本”发展理念：纵观光伏产业链，近两年是时间窗口期，各环节集中度迅速提升，组件龙头集中趋势明显。公司作为上游制造商，坚持“制造为本”的发展理念，同时与隆基、晶科、天合等组件龙头通过参股方式深度绑定，可以充分保障制造端产品的外销。

大量锁定长单保证出货，硅料龙头地位稳固：公司作为全行业硅料龙头，与硅片龙头长单锁量保证出货：与隆基锁量基础目标为每年 10.18 万吨、与晶科 3 年合计锁量 9.3 万吨、与美科硅能源合计锁量 6.88 万吨、与天合 3 年合计锁量 7.2 万吨。目前已公告长单量已达公司未来三年出货的 95%+，未来几年通威在硅料环节有望脱颖而出，成为硅料环节绝对龙头。

锁单&合资，补齐硅片环节短板：公司与晶科能源签订 6.5GW 硅片长单的同时，与晶科合资 15GW 硅片项目，公司持股 30%，同时公司此前还与天合合资 15GW 硅片项目，公司持股 65%。通过锁单及合资建厂，公司补齐硅片环节短板，确保 182&210 大尺寸硅片供应，最大化电池盈利。

员工持股激励计划出台，利好公司长期发展：公司公布 2021-2023 员工持股计划，员工持股计划资金总额为不超过人民币 13.5 亿元（其中管理层出资 4.05 亿元，预留份额 9.45 亿元用于奖励员工），锁定期 12 个月，存续期限为 36 个月。公司员工认购和资管/信托产品各出资 50%合计 27 亿回购公司股票，占总股本 1.28%，经公司股东大会审议通过后 6 个月内委托资管/信托产品在二级市场购买公司股票。管理层出资于二级市场回购公司股票，表明管理层对未来行业及公司前景充分的看好。本次员工持股计划通过绑定核心管理层利益，有利于进一步推动公司稳健发展、做强做优，利好公司长期发展。

投资建议：我们预计公司 20-22 年业绩为：38.17、56.30、68.81 亿元，同比+44.9%、+47.5%、+22.2%，对应 EPS 为 0.89、1.31、1.60 元。目标价 58.95 元，对应 21 年 45 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策超预期变化。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

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