东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 10 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：1 月到底有多红？——1 月金融数据点评

“总闸门”未变，货币政策正常化未变。与第三季度货币执行报告相比，第四季度货币政策执行报告继续维持“把好货币供应总闸门”的论调，这说明经过 12 月和 1 月的“宽松”和“纠偏”，货币政策再次回到正常化轨道。

宏观点评：流动性趋紧下的信用风险怎么看？

信用市场一级发行在信用事件冲击后回暖，或受年初配置时机影响。1 月取消发行仍居高位，主体融资渠道收紧，风险事件冲击叠加流动性趋紧，整体来看 21 年信用市场压力较大，接下来的 3 月、4 月信用债到期规模逾万亿，建议关注偿付压力。

固收金工

金工专题报告：【东吴金工 专题报告】出类拔萃的沪深 300 增强策略：中银量化价值基金投资价值分析(004881.OF)

中银量化价值，沪深 300 指数增强策略，市场关注青云直上。中银量化价值(004881.OF)是中银基金旗下的一款偏股混合型基金。基金规模近期大增，持有人结构近期发生明显变化，机构投资者占比大增，证明基金近期受到机构的广泛关注和看好，具有较高的投资价值。本报告从多维度分析了其历史表现与投资价值。

行业

银行行业点评：2020Q4 货币政策报告：存贷款利率与消费金融风险防范

事件：央行发布 2020 年第四季度中国货币政策执行报告，投资者关注存贷款利率走势及后续货币金融政策方向。

SaaS 专题报告：私域流量大潮兴起，商业 SaaS 千亿市值可期

中心化电商平台和线下商圈流量红利殆尽，商家面临获客难的问题，公域平台电商卖家面临平台抽佣高、客户留存、复购难的问题，以微盟、有赞为代表的 SaaS 公司帮助商家进行品牌直营模式（DTC）的基建，实现电商交易去中心化。商家只需支付软件使用费（订阅制），成本更低且随商家 GMV 扩大具有规模效应，同时消费者数据资产归属商家，服务商帮助搭建获客-营销-数据分析-会员及分享闭环，解决复购问题，商家 ROI 更高。

环卫行业深度报告：十年五十倍，如何掘金环卫新能源？

与市场不一样的观点：

1）环卫新能源非短周期爆发已具备技术性与经济性，十年长周期赛道五年 7 倍十年 50 倍。预计十年市场分两阶段释放，2030 年渗透率达 80%:

2）环卫新能源经历一轮洗牌龙头已现，稳定渗透期渠道为王，快速爆发期产品力优先。

风险提示：新能源渗透率不及预期，市场化不及预期，市场竞争加剧

推荐个股及其他点评

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

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。

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。

我们预计 2030 年全球挖机销量空间 110 万，2025 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%。

上汽集团（600104）：1 月总体保持平稳，上汽通用表现较好

预计 2020-2022 年上汽集团的营收为 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润为 200/236/257 亿元，同比-21.9%/+17.8%/+9.1%，对应 EPS 为 1.71/2.02/2.20 元，对应 PE 为 12.69/10.77/9.87 倍。维持“买入”评级。

青鸟消防（002960）：对标防水行业龙头，当前价值存在修复空间

【青鸟消防】作为我们 2021 年的重点推荐标的，我们将其与【东方雨虹】做个类比，相同点与不同点陈列如下（详细内容请见正文部分）。

宏观策略

宏观点评：1 月到底有多红？——1 月金融数据点评

事件

央行公布 12 月金融数据，新增信贷 1.26 万亿，前值 1.43 万亿；社融增量 1.72 万亿，前值 2.13 万亿；社融存量同比 13.3%，前值 13.6%。M2 同比 10.1%，前值 10.7%；M1 同比 8.6%，前值 10.0%。

观点

“总闸门”未变，货币政策正常化未变。与第三季度货币执行报告相比，第四季度货币政策执行报告继续维持“把好货币供应总闸门”的论调，这说明经过 12 月和 1 月的“宽松”和“纠偏”，货币政策再次回到正常化轨道。

如何把好“总闸门”？

加强存款管理，巩固贷款实际利率下降成果，银行净息差或企稳回升。存款端，2019 年以来央行持续加强存款管理，整改不规范存款创新产品，压降结构性存款（图 4），加强异地存款管理，坚持发挥存款基准利率的“压舱石”作用，有助于缓解商业银行存款端压力。贷款端，央行表示要“巩固贷款实际利率下降成果，促进企业综合融资成本稳中有降”，考虑到近期已有部分银行提高了经营贷的利率以及今年通胀压力的上升，贷款利率的低点在去年第四季度或已出现。商业银行净息差或在今年第一季度后企稳回升，这将利好银行板块（图 5 至图 7）。

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

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔）

宏观点评：流动性趋紧下的信用风险怎么看？

观点

1 月份，信用市场净融资规模恢复，违约状况有所缓释。但取消发行规模仍居高位，流动性趋紧背景下，地区融资情况分化明显，辽宁、河南、青海等地区募资难度大。永煤事件后市场对弱资质企业及地区信心不足，尚待修复。

1 月份，信用市场一级发行有所恢复，或受年初机构配置影响。1 月份信用债发行规模达 1.7 万亿，环比增长 16%，同比增长 59%，净融资规模 5620.7 亿元，净融资在永煤风险事件后基本恢复，或受年初机构配置热情影响。

违约规模受风险事件冲击逐渐平复。1 月份信用债违约规模 121.5 亿，目前违约规模已恢复到去年均值水平。永煤事件后 11 月、12 月违约规模大幅上升，11 月违约规模逾 500 亿。

取消发行规模居高位，或受流动性趋紧市场情绪谨慎影响，信用市场尚需修复信心。1 月份，信用债取消发行规模超 930 亿元，环比增长 56.6%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增长 263.7%，取消发行居高位，叠加 1 月下旬流动性趋紧，信用市场尚需修复信心。

流动性趋紧背景下，地区信用融资情况分化，辽宁、河南、青海三地新发行/到期占比低于 30%。近期央行的持续净回笼导致流动性趋紧，资金紧平衡背景下地区信用融资情况有所分化，辽宁、河南、青海、云南当前面临在信用市场资金募集难度最大，1 月份发行的新债规模占到期债务比重较低。

城投方面，1 月发行 3623 亿再融资债券或可用于化解地方隐性债务，对城投有一定兜底作用。新一轮再融资债券用途除偿还到期地方政府债券之外，还有可能用于： 1）用于置换 2014 年纳入地方债务管理系统但目前仍未置换的 1700 政府债务；2）建制县试点化解政府债务。对试点地区城投或可起到一定兜底作用，但考虑到城投整体负担较重，利好作用有限。

信用市场一级发行在信用事件冲击后回暖，或受年初配置时机影响。1 月取消发行仍居高位，主体融资渠道收紧，风险事件冲击叠加流动性趋紧，整体来看 21 年信用市场压力较大，接下来的 3 月、4 月信用债到期规模逾万亿，建议关注偿付压力。

风险提示：融资环境超预期变化

（证券分析师：陶川　　研究助理：周璐）

固收金工

金工专题报告:【东吴金工 专题报告】出类拔萃的沪深 300 增强策略:中银量化价值基金投资价值分析(004881.OF)
公募基金火热，外资重回 A 股，市场聚焦市值龙头。
2020 年公募基金总规模大增，且各类基金表现优异，涨势较好，收益相较股票更为亮眼。而随着疫情形势见好，以及 A 股改革推进，2021 年外资可能重新掌握 A 股定价权。综合考虑外资倾向、疫情冲击以及龙头公司更强的抗风险能力等多方面因素，龙头企业的市场溢价有望得到进一步提升。

中银量化价值，沪深 300 指数增强策略，市场关注青云直上。
中银量化价值(004881.OF)是中银基金旗下的一款偏股混合型基金。基金规模近期大增，持有人结构近期发生明显变化，机构投资者占比大增，证明基金近期受到机构的广泛关注和看好，具有较高的投资价值。本报告从多维度分析了其历史表现与投资价值。

业绩表现：超额收益稳中求进，风险收益出类拔萃，偏离回报技高一筹。自策略调整以来，基金累计超额收益达 50.75%。风险管理能力出色，产品最大回撤为 13.15%，低于 89.16%的同类基金，远小于沪深 300 指数的最大回撤 16.08%。夏普比率达到 1.97，超 92.77%的同类基金。超额回报与跟踪误差的比值在同类基金中属于较高水准，表明基金单位跟踪偏离所带来的超额回报高。

配置分析：持股集中度较低，投资活跃度较高；行业配置分散，行业中性。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

基金持股集中度较低且有不断下降的趋势。近期换手率有所下降，但仍然高于同类平均，基金投资较为活跃，适时根据策略调整组合。行业配置上，基金长期重仓银行、非银行金融、食品饮料、医药。与沪深 300 绝对偏离度不超过 3%，属于行业中性水平。行业配置较为分散，行业集中度下降明显。

超额收益来源：1.积极拥抱价值成长，风格选股能力占优；2.偏好金融食品饮料，行业选股实力强劲；3.选股能力显著；4.个股精选独具慧眼；5.打新增厚收益。
从风格暴露来看，基金长期偏好大盘成长和大盘价值风格的股票。风格配置收益较为稳定且风格选股收益为超额收益的主要部分。从行业暴露来看，基金长期偏好银行、食品饮料和非银等行业的股票。基金风格配置收益较为稳定，具有较强的行业选股实力。据 T-M 和 H-M 模型显示，基金具有显著的选股能力。除此之外，基金个股表现强势，绝大部分长期持有的股票表现非常优异。另外基金还积极参加打新，打新带来的收益明显，新股贡献度较高。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。
（证券分析师：高子剑）

行业

银行行业点评：2020Q4 货币政策报告：存贷款利率与消费金融风险防范
事件：央行发布 2020 年第四季度中国货币政策执行报告，投资者关注存贷款利率走势及后续货币金融政策方向。
投资要点
贷款利率下行创新低早有预期，利率企稳回升是方向但不会一蹴而就。贷款利率走势仍然延续着降低实体融资成本的政策方向。根据货币政策报告，2020 年 12 月新发放贷款加权平均利率为 5.03%，环比 9 月降低 9BP，其中一般贷款利率环比降低 1BP 至 5.30%，可以看出下半年一般贷款利率基本保持平稳（图 1 红线），所以整体的新发放贷款利率 9 月反弹、12 月再次回落主要是受票据利率影响。在一般贷款中，12 月新发放企业贷款利率较 9 月进一步下行 2BP 至 4.61%，创有统计以来新低。
我们认为未来贷款利率回升是方向，但仍需时间推进。去年 9 月整体的新发放贷款利率反弹时，部分投资者预期拐点出现，当时曾一度驱动银行股大涨，但我们在前期报告中明确提出这种预期过于乐观，反复强调贷款利率只是企稳、尚未反弹。实际上，12 月新发放企业贷款利率水平早在 1 月 15 日的央行发布会上就已经披露，市场已有预期。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。
中大型银行存款成本压力将开始减轻，得益于监管规范各类高息负债。过去几年，银行存款成本不断上行，这对于银行业基本面非常不利，一方面压缩银行利差空间，另一方面制约了在贷款端降低利率、支持实体的能力，存款市场一直处于恶性竞争环境。去年四季度也不例外，1 月 15 日央行已经披露过，2020 年 12 月的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（图 2）。
不过，我们认为中大型银行的负债压力已经开始改善，因为监管层在过

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。本次货币政策报告中，央行在专栏发布《加强存款管理，维护存款市场竞争秩序》，全面梳理了存款监管逻辑，我们预期中大型银行存款成本改善近在眼前。

重点提出合理评估居民债务风险，明确“不宜依赖消费金融扩大消费”。消费金融是我们长期重点研究方向，与互联网金融也息息相关。央行在本次货币政策报告中强调，目前我国居民债务风险总体可控，但宏观空间已经不大，我们同样认为，未来消费金融市场增速将趋于平稳。

过去很多年，消费金融扩张及居民杠杆率的抬升主要受益于：①住房贷款作为刚需推动居民“加杠杆”；②个人经营性贷款持续增长，但实际中可能有部分资源最终流向房地产；③商业银行零售转型的诉求推动信用卡、消费贷等个人贷款持续增长；④互联网金融平台的现金贷及消费信贷创新产品在下沉市场高增长。当前阶段，考虑互联网金融被全面纳入监管体系，而银行的零售信贷业务也出现局部风险上行，我们判断未来三年消费金融增长将阶段性趋缓，信贷规模保持平稳、合理的增速区间。

投资建议：核心推荐招商银行、宁波银行、建设银行（H 股）。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，长期重点推荐核心零售银行招商银行、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 0.50x2021PB、较 A 股折价 28%的港股。

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）

SaaS 专题报告：私域流量大潮兴起，商业 SaaS 千亿市值可期

【内容摘要】：

中心化电商平台和线下商圈流量红利殆尽，商家面临获客难的问题，公域平台电商卖家面临平台抽佣高、客户留存、复购难的问题，以微盟、有赞为代表的 SaaS 公司帮助商家进行品牌直营模式（DTC）的基建，实现电商交易去中心化。商家只需支付软件使用费（订阅制），成本更低且随商家 GMV 扩大具有规模效应，同时消费者数据资产归属商家，服务商帮助搭建获客-营销-数据分析-会员及分享闭环，解决复购问题，商家 ROI 更高。

目前国内去中心化电商渗透远低于海外，未来私域电商将快速增长。19 年国内私域电商渗透不到 8%，美国去中心化电商渗透约 24%（约 43%的消费者通过官网购物），长远看我们预计国内私域电商渗透有望达 30%左右，电商 SaaS 行业规模预计百亿。另外，视频号加速微信商业生态完善，其同时从私域和公域进行导流，当前已打通微信小商店， 实现“视频号+直播+电商”闭环，2021 年视频号 DAU 有望达 4-5 亿，进一步催化电商 SaaS。

另一方面，线下商家数字化转型需求巨大，线下面临流量获取与复用等核心痛点，数字化升级成为必然趋势。门店 SaaS 帮助商家实现公域获客+私域运营、提升复购与单客价值。

风险提示：商家增长不及预期，门店 SaaS 拓展不及预期，对平台较为依赖的风险，市场系统性风险。

【摘要结束】

（证券分析师：张良卫　　研究助理：李赛）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

环卫行业深度报告：十年五十倍，如何掘金环卫新能源？
投资要点
2020 年 11 月 30 日发布的深度报告《制造+服务优势铸就 20 倍环卫电动化率蓝海中的宇通》对环卫新能源驱动因素、市场释放节奏与空间进行了分析演绎测算，在此对行业进一步分析。
与市场不一样的观点：
环卫新能源非短周期爆发已具备技术性与经济性，十年长周期赛道五年 7 倍十年 50 倍。预计十年市场分两阶段释放，2030 年渗透率达 80%：
稳定渗透期（20-25 年）：政策推动持续加码&内生经济性提升驱动力增强，新能源渗透率 20 年 3.31%提升至 25 年 15%，25 年新能源环卫车销量 2.74 万辆，是 20 年销量的 7 倍，20-25 销量 CAGR 为 48.01%。25 年新能源环卫市场空间 139.27 亿，20-25 年 CAGR 为 41.25%。
快速爆发期（25-30 年）：经济性优势现拐点&环卫市场化全面铺开快速放量，渗透率从 25 年 15%迅速提至 30 年 80%，30 年新能源环卫车销量 19.13 万辆，是 20 年销量的 50 倍，25-30 销量 CAGR 为 47.46%。30 年新能源环卫市场空间 971.14 亿，25-30 年 CAGR 为 47.46%。
环卫新能源经历一轮洗牌龙头已现，稳定渗透期渠道为王，快速爆发期产品力优先。
回顾历史：环卫新能源竞争格局更优，新能源 CR668%超传统 21pct。新能源高端占比 59%超传统 21pct。环卫新能源已经经历一轮洗牌，龙头已现：1）上装龙头复制油车优势，强者恒强份额持续上升：盈峰环境/龙马环卫市占率 22.1%/8.8%，同增 5.8pct/5.0pct。2）整车企业龙头一枝独秀：整车厂商逐步退出回归产业链上游底盘供应商。宇通重工一枝独秀展示制造&服务优势，市占率 20.5%，逆势回升同增 4.1pct。
展望未来：a）稳定渗透期渠道为王：渗透率提升主要来自政策推动，政府为主要采购方，关注拥有渠道优势的传统上装龙头；b）快速爆发期产品力优先：经济性优势拐点替代内生驱动强，企业为主要采购方，关注拥有制造与服务优势的环卫装备龙头。
四大因素驱动环卫新能源替代，25 年迎经济性拐点内生驱动快速放量。
政策：碳排放有望纳入中央环保督察，公共领域车辆电动化政策加码；
排放：环卫车低速运行排放大，减排效果显著；
续航性能：电动环卫车续航里程较大提升，替代硬实力已经具备。
经济性：新能源公交 LCC 为传统公交的 70.72%，新能源环卫 LCC 为传统环卫的 89.97%。新能源公交 3 年可实现平价，新能源环卫需要 7 年，均已实现全生命周期平价。未来成本下降推动经济性优势快速体现，预计 25 年新能源环卫 4 年即可实现平价，对比较公交 3 年（渗透率 82.21%）已经接近。内生驱动强，环卫新能源快速放量。
两大行业特点决定三大核心竞争力。环卫装备具有 ToG 到 ToB 转型&多品种小批量多批次两大特点。关注制造、渠道、服务三大核心竞争力。1）制造：a.技术：研发投入加码壁垒已现，上装&底盘技术优势明显；b.供应链：龙头公司战略合作上游供应链稳定，整车龙头依托新能源客车龙头地位享强议价能力；c.成本：整车企业一体化生产&电池集采毛利率高，上装龙头生产规模效益体现。2）渠道：上装龙头多年深耕渠道广泛完备，整车龙头全国渠道初步布局 ToB 渠道优势爆发可期。3）服务：城市形象提升形成品牌力诉求，龙头售后团队规模庞大实力雄厚。
建议关注：盈峰环境：龙头出击新能源再度领跑，龙头地位复制环服订单市场第一；ST 宏盛：制造+服务优势铸就环卫电动化蓝海中的宇通；龙马环卫：新能源市占率持续提升，服务占比超装备毛利率现拐点。
风险提示：新能源渗透率不及预期，市场化不及预期，市场竞争加剧
（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

推荐个股及其他点评

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。

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）

上汽集团（600104）：1 月总体保持平稳，上汽通用表现较好

投资要点

公告要点

上汽集团 1 月产量 430354 辆，同比+2.73%，环比-35.21%；销量 403081 辆，同比+0.72%，环比-46.01%。上汽乘用车产批量为 57179/57250 辆，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比+13.72%/-4.62%，环比-41.88%/-44.68%；上汽大众产批量为83153/86100 辆，同比-42.15%/-23.81%，环比-33.89%/-45.34%；上汽通用产批量为 130999/130077 辆，同比+25.52%/3.68%，环比-22.82%/-32.91%；上汽通用五菱产批量为 122361/93262 辆，同比+23.92%/+19.20%，环比-45.23%/-61.35%。

上汽 1 月产批同比略微收窄，上汽通用表现较好
12 月上汽产量同比+8.62%,批发同比+7.01%，1 月产批同比略微收窄，上汽大众下滑幅度较大，核心原因为芯片短缺影响较为严重；产批环比下滑，主要系疫情反弹+芯片短缺双重因素叠加作用。上汽通用表现较好，产批同比领先上汽整体，环比下滑幅度较小。

企业端上汽大众/乘用小幅去库，上汽通用/通用五菱小幅去库
根据我们自建库存体系显示，1 月上汽大众、上汽通用、上汽乘用、上汽通用五菱企业库存当月分别为-2947 辆、922 辆、-71 辆、29099 辆。企业累计库存分别为-49906 辆、-49624 辆、-18903 辆、-83268 辆（2017 年 1 月开始统计）。

上汽 1 月整体折扣率微幅缩小，上汽通用折扣回收明显
上汽集团整体 1 月下旬车型算术平均折扣率 12.81%，环比 1 月上旬-0.09pct。其中，上汽乘用车 1 月下旬车型算术平均折扣率 11.68%，环比 1 月上旬+0.06pct；其中，上汽大众算数平均折扣率 12.97%，环比 1 月上旬+0.04pct；上汽通用算数平均折扣率 17.18%，环比 1 月上旬-0.32pct。从具体车型方面来看，英朗+昂科威+荣威 RX5 成交价降幅较大。

投资建议：
上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID.4 热卖成为明年重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的营收为 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润为 200/236/257 亿元，同比-21.9%/+17.8%/+9.1%，对应 EPS 为 1.71/2.02/2.20 元，对应 PE 为 12.69/10.77/9.87 倍。维持“买入”评级。
风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。
（证券分析师：黄细里）

青鸟消防（002960）：对标防水行业龙头，当前价值存在修复空间
投资要点

【青鸟消防】作为我们 2021 年的重点推荐标的，我们将其与【东方雨虹】做个类比，相同点与不同点陈列如下（详细内容请见正文部分）。

一、相同点
1）下游客户：最终的下游客户均为地产商、工商业建筑、商业物业等，前 5 大客户销售额占比为 20%以上。
2）行业地位：均是各自所在行业龙头，且市占率仍在逐年提升。
3）渠道管控：均有成熟的经销商体系，且管控渠道的能力较强。
4）产品性能：产品投入占比建安总成本较低，但是重要性极其显著。
5）品类扩充：深耕传统业务的同时，充分发挥渠道和客户优势，扩展产品品类。
6）企业文化：狼性文化充分发挥员工主观能动性，人均创收领跑全行业。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

二、不同点
1）相比东方雨虹，青鸟消防的资产更轻、资本开支更少。
2）相比东方雨虹，青鸟消防的研发投入占比更高，产品竞争力优势更明显。
3）相比防水行业，消防产品行业既存在横向上民用和工业消防市场的扩容，还存在纵向上智慧化升级改造的增量空间。
4）相比东方雨虹，青鸟消防的安全边际更加充足、价值严重低估。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 4.35、5.63、6.98 亿元，EPS 分别为 1.77、2.29、2.83 元，对应 PE 分别为 18、14、11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧造成产品价格和毛利率持续下降等。
（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

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