# 东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 09 日

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

## 宏观策略

**策略周评：东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向价值——市场温度计**

机构行为：内外资风格偏向价值。外资偏好电力设备、机械、计算机等行业，对石油石化、家电、商贸零售等行业相对谨慎。公募基金抱团继续减弱，风格偏向以消费为代表的价值板块。

股市流动性：最近一周公募基金延续大规模发行，新成立偏股型公募基金 1105 亿元，仍处历史高位。A 股资金净流入 747 亿元，前值 269 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。

头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速角度来看，为头部跑赢尾部，从市盈率来看，为尾部跑赢头部。

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

## 固收金工

**固收周报：【东吴固收李勇_周观】紧房贷与强美元预期（2021 年第 3 期）**

房地产行业监管政策连续出台，对未来市场影响几何：2020 年 12 月 31 日，央行及银保监会联合发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，主要包含以下两方面的内容：一是将银行划分为五档，分别对各档银行房地产贷款和个人住房贷款在总贷款的占比做出上限要求；二是对超限银行规定了整改要求。主要影响有二：一是 2020 年 3 月，个人住房贷款利率首次高于一般贷款利率，这从侧面说明个人住房贷款的政策红利正在逐渐消失，未来个人住房贷款利率抬升将成为一种趋势。同时，随着银行对个人住房贷款发放规模的限制，有限的供给也会使房贷利率抬升。

## 行业

**环保工程及服务行业周报：公募 REITs 规则落地环保优质资产有望受益，政策要求扩大环保市政领域市场开放**

公募 REITs 规则落地项目蓄势待发，环保产业优质资产有望受益。1 月 29 日晚，沪深交易所发布公募 REITs 相关配套业务规则，包括公募 REITs 业务办法、发售指引和审核关注事项指引。本次发布与此前征求意见稿相比主要修订内容有：1）优化原始权益人战略配售安排；2）优化交易机制相关安排；3）优化权益变动和要约收购有关要求；4）完善重要现金提供方定义；5）调整认购价格的风险提示情形。

**计算机应用行业：二线品种吸引力不断提升，YonBIP 发展近况梳理**

去年十二月份以来，计算机同子板块内的一二线品种估值差距逐步拉大，这种现象很大程度源自公募基金头部化，关注监管政策对投资者结构变化的影响。由于一线品种受市值和估值天花板限制，我们预计行情将向二线品种扩散，而且目前已经出现数量不少增长良好并且估值仅 30 倍上下的二线品种。在当前位置，方向上继续推荐云计算、信创、网安、金融 IT，另外关

注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件，标的上优先关注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：用友网络、中国长城、启明星辰、科大讯飞、东方通、安恒信息、中国软件、久远银海、浪潮信息、创业慧康、奇安信、宇信科技等。

## 推荐个股及其他点评

**长城汽车（601633）：战投地平线，进军芯片产业**

预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比增长+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比增长+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 EPS 为 0.59/1.26/1.59 元，对应 PE 为 68.14/31.92/25.34 倍。全面看多整车板块，首选长城汽车，维持“买入”评级。

**希望教育（01765）：拟并购南昌共青学院：再下一城，省内本科+高职有效打通，看好业绩高增长**

盈利预测与投资评级：希望教育是我国高等教育的龙头企业，包括此次收购集团旗下共有 17 所学校（7 所本科院校+8 所专科院校+2 所技师学院），有较强的并购整合能力，21 年预计还将有望实现 2 所并购学校的落地，同时集团自建学校也在持续推进中，外延并购+内生增长同步发力，我们预测 2021-23 财年公司将实现收入 26.1/32.1/37.8 亿元，同比增速 66.3%/23.0%/18.0%；实现归母净利润为 8.09/10.74/13.44 亿元，同比增速 77.3%/32.7%/25.2%，2 月 5 日收盘价对应 2021-23 财年 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。

**中联重科（000157）：A+H 股定增落地，产业链布局贡献新增长极**

A+H 股定增落地，产业链布局贡献新增长极

公司完成 A+H 股非公开定增：其中 H 股增发 1.94 亿股，管理层平台以 5.863 港元/股认购 11.36 亿港元；A 股增发 5.11 亿股，以 10.17 元/股的发行价合计募资约 51.99 亿元，发行对象包括基石资本、摩根大通、瑞银等 8 家机构，上市日为 2021 年 2 月 10 日，限售期为 6 个月。

我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 72.6/95.0/104.9 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14/11/10 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被显著低估，给予 2021 年目标估值 15 倍，对应市值 1450 亿，维持“买入”评级。

**长城汽车（601633）：1 月同比高增长，坦克 300 销量破 6k**

预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比增长+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比增长+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 EPS 为 0.59/1.26/1.59 元，对应 PE 为 64.55/30.24/24.00 倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级

## 宏观策略

策略周评：东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向价值——市场温度计
机构行为：内外资风格偏向价值。外资偏好电力设备、机械、计算机等行业，对石油石化、家电、商贸零售等行业相对谨慎。公募基金抱团继续减弱，风格偏向以消费为代表的价值板块。
股市流动性：最近一周公募基金延续大规模发行，新成立偏股型公募基金 1105 亿元，仍处历史高位。A 股资金净流入 747 亿元，前值 269 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。
头尾部对比：从绝对股价、净利润同比增速角度来看，为头部跑赢尾部，从市盈率来看，为尾部跑赢头部。
情绪与估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标均有下降；行业间的分化较上周大幅上升。
风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。
（证券分析师：姚佩）

## 固收金工

固收周报:【东吴固收李勇_周观】紧房贷与强美元预期（2021 年第 3 期）观点
房地产行业监管政策连续出台，对未来市场影响几何：2020 年 12 月 31 日，央行及银保监会联合发布了《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，主要包含以下两方面的内容：一是将银行划分为五档，分别对各档银行房地产贷款和个人住房贷款在总贷款的占比做出上限要求；二是对超限银行规定了整改要求。主要影响有二：一是 2020 年 3 月，个人住房贷款利率首次高于一般贷款利率，这从侧面说明个人住房贷款的政策红利正在逐渐消失，未来个人住房贷款利率抬升将成为一种趋势。同时，随着银行对个人住房贷款发放规模的限制，有限的供给也会使房贷利率抬升。二是若银行想增加房地产贷款和个人住房贷款这一优质资产的投放，且能够满足监管政策中的占比要求，就必须增加其他类型贷款的规模，这将为其他领域的流动性提供增量。短期内，由于贴现票据纳入信贷规模，因此当银行需要增加信贷规模时，可采取转贴现收入票据的方法，这将造成票据转贴现发生额及利率的波动。
近期美债 10Y 快速上行，至截稿时美债 10Y 升至 1.167%，距离前期高点 1.185%仅一步之遥；TIPS 10Y 降至-1.02%，2020 年 8 月以后持续挑战-1.0%整数位；平准升至 2.21%，逼近 2014 年以来高点；美元 90.99，从年初 89.21 低位回升约 2%；中美利差 208Bps，中美 10Y 共振倾向显著，利差围绕 200Bps 震荡。后市美债、美元如何来做思考：我们认为：美债 10Y 缓抬升仍为联储基线，年底 1.5%。①平准抬升速率>=美债 10Y 抬升速率，实际利率存在<=-1.0%下探空间，仍为联储基线剧情；②若平准抬升速率<美债 10Y 抬升速率，将导致实际利率上行，存在联储调整前瞻指引，至中性偏鹰风险；③受基数效应影响，进入 3-6 月当期通胀同比仍或超当前市场预期，或对平准（即通胀预期）存在拉升风险；④若“再通胀”由偏良性定性转向偏风险定性，联储可在年中通过前瞻指引释放缓扩表预期、可在年底通过 YCC 设定中或/和长端收益率锚定区间；YCC 框架在日央行 2016 年 11 月、2017 年 2 月、2017 年 6 月、2018 年 2 月以


请务必阅读正文之后的免责声明部分

及 2018 年 7 月一系列 Fixed-rate Purchase Operations（FPO）中，成功影响日本 10Y，通过逐渐从-10Bps~+10Bps 扩幅至-20Bps~+20Bps，将日本 10Y 路径从“急升”降速至“缓升”。
美元“慢牛”，年底 93-95。①长周期来看，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；②由于美元指数的构成因素，存在强人民币、强美元的预期空间，强美元未必一定暗示弱人民币；③推动弱美元预期利多“铁锈地带”传统部门，利多财富再分配；而推动强美元预期利多广义金融部门以及仰仗金融部门的广义科创、成长企业估值，强美元预期在大选后回归存在政治经济学理论依据；④根据“J 曲线”理论，强美元未必意味着短期经常账户恶化；⑤“蓝潮”后市场对财政宽松过于乐观，若财政落地幅度、时点不及预期，经常账户路径利多美元，资本账户路径利空美元；⑥实际利率向下挑战幅度或缩小至 20-30Bps，或不及 50Bps，利多美元；⑦“再通胀”导致强美元预期，强美元预期会对“再通胀”形成闭环调整路径。
风险提示：疫苗普及率推进进度，美宽财政力度，“再通胀”速度。
（证券分析师：李勇）

## 行业

环保工程及服务行业周报: 公募 REITs 规则落地环保优质资产有望受益，政策要求扩大环保市政领域市场开放
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
公募 REITs 规则落地项目蓄势待发，环保产业优质资产有望受益。1 月 29 日晚，沪深交易所发布公募 REITs 相关配套业务规则，包括公募 REITs 业务办法、发售指引和审核关注事项指引。本次发布与此前征求意见稿相比主要修订内容有：1）优化原始权益人战略配售安排；2）优化交易机制相关安排；3）优化权益变动和要约收购有关要求；4）完善重要现金提供方定义；5）调整认购价格的风险提示情形。目前，公募 REITs 已经有大量项目储备蓄势待发，上交所有 27 单优质项目由地方发改委推荐至国家发改委，其中 17 单入围首轮反馈，同时还有 30 多单储备项目处于准备过程，涵盖了主要基础设施类型，基本覆盖了全部重点区域和省份。公募 REITs 规则落地有效促进资本市场和实体经济密切结合，环保产业优质基础资产有望受益。
政策要求有序扩大环保市政领域市场开放，深化改革建立高标准市场体系。近日，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《建设高标准市场体系行动方案》，方案从基础制度、要素市场、环境质量、市场开放、市场监管五个方面，提出 51 条具体举措。未来 5 年，改革举措将竞相落地。主要内容包含 1）夯实市场体系基础制度：全面完善产权保护制度、实施市场准入负面清单制度、完善公平竞争制度；2）推进要素资源高效配置；3）改善提升市场环境和质量；4）实施高水平市场开放：有序扩大服务业市场开放，以医疗、教育、体育、托幼、环保、市政等领域为重点，减少市场准入限制；5）完善现代化市场监管机制。《行动方案》为深化环保市政领域市场化改革提供指引，推动行业建立高标准市场体系。
持续推荐环卫电动化，渗透率 25 年后爆发 10 年 20 倍成长空间。1）政策&经济性推动,渗透率有望从 19 年 3.42%提升至 30 年 80%：a)碳排放


请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：ST 宏盛点评：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航;北控城市资源点评：环服收入符合预期利润率维持上行，疫情&供需转变影响危废下滑有望回升；盈峰环境点评：年度冠军持续发力中标 42 亿湘潭&三亚项目，剥离电磁线资产聚焦“智慧环卫”。

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）

计算机应用行业：二线品种吸引力不断提升，YonBIP 发展近况梳理

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数下跌 4.14%，沪深 300 指数上涨 2.46%，创业板指数上涨 2.07%。去年十二月份以来，计算机同子板块内的一二线品种估值差距逐步拉大，这种现象很大程度源自公募基金头部化，关注监管政策对投资者结构变化的影响。由于一线品种受市值和估值天花板限制，我们预计行情将向二线品种扩散，而且目前已经出现数量不少增长良好并且估值仅 30 倍上下的二线品种。在当前位置，方向上继续推荐云计算、信创、网安、金融 IT，另外关注景气新赛道：智能网联汽车和工业软件，标的上优先关注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：用友网络、中国长城、启明星辰、科大讯飞、东方通、安恒信息、中国软件、久远银海、浪潮信息、创业慧康、奇安信、宇信科技等。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。

本周我们针对用友网络的战略级产品 YonBIP 进行了详细梳理，我们认为 YonBIP 作为新一代云服务解决方案有望成为承载用友未来实现千亿收入的主要平台。YonBIP 和 NCC 在用友网络产品条线划分上有所区别，其中 YonBIP 更加注重企业的外部连接，可以帮助企业实现社会化运营管理。YonBIP 主要是由领域云、行业云和 IUAP 平台等产品条线组成的服务群，项目总体架构设计采用开放的平台与架构，采用四大全新技术架构：云原生、微服务、中台化及数用分离，可以帮助客户快速响应市场，进行商业创新，重构发展力。YonBIP 的定义就是产业互联网平台，企业客户如果想打通上中下游，都可以使用 YonBIP 平台对产业互联网进行赋



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**能和打通。用友在客户交付上，一开始就按照标准化产品+生态产品+实施+客户化开发相结合的发展模式，但是以标准化产品为基础，同时会融合一些生态伙伴的产品，然后在此基础上通过实施和客户化开发，来实现对大型客户的数字化应用的交付。用友对大企业会收取平台费，对供应链企业如果交易额超过一定额度，就会根据交易额抽取一定手续费。用友云生态中商业伙伴可以在 YonBIP 平台上开发、销售软件产品，用友从中进行抽成就会带来巨大的收入增量。目前 YonBIP 累计的客户数已经达到 4000 家，在同业的公司里面遥遥领先。我们看好用友 YonBIP 的应用前景，且公司云业务收入持续高增，我们认为公司合理市值在 2500 亿左右。**

**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）**

## 推荐个股及其他点评

**长城汽车（601633）：战投地平线，进军芯片产业**

投资要点

事件要点:根据长城和地平线官方公众号，近日，长城汽车完成对汽车智能芯片企业地平线的战略投资。自此，标志着长城汽车正式进军芯片产业。长城汽车将通过战略投资、战略合作及自主研发等方式，在芯片产业快速发展。同时，长城汽车与地平线签署战略合作框架协议，以高级辅助驾驶（ADAS）、高级别自动驾驶和智能座舱方向为重点，共同探索汽车智能科技，开发市场领先的智能汽车产品，快速布局自动驾驶、智能网联等智能化核心技术，加速智能汽车的研发与量产落地。

战投 AI 芯片地平线，共同构建全链条自动驾驶 AI 核心技术。在研发合作层面，长城汽车发挥在汽车制造的领先技术与研发经验，而地平线则发挥在 AI 芯片、视觉感知、高精地图、语音技术等领域的雄厚实力，双方将在辅助驾驶（ADAS）、自动驾驶、智能座舱多模态交互等方面进行重点合作。在产品合作层面，地平线基于长城汽车需求，开放由“芯片+算法+工具链”构成的智能汽车基础技术平台，包括智能驾驶 AI 处理器、自动驾驶计算平台、视觉感知算法、多模态交互、地图众包和定位等，充分满足长城汽车对于智能网联汽车制造的多元化需求。

地平线作为汽车智能芯片领先企业，芯片设计和 AI 算法实力深厚。地平线可为长城等车企提供智能计算开发平台，赋能汽车智能化产业升级。芯片方面：地平线征程 2 是中国首款车规级 AI 片，可支持 2 个摄像头感知计算，4TOPS/2W，且已实现大规模前装量产。此外在 2020 年，地平线已推出支持 6 个摄像头感知计算，5TOPS/2.5W 的征程 3。随着高级别智能驾驶快速演进，2021 年地平线将推出面向 L3/L4 级别智能驾驶的征程 5 芯片，支持 16 路摄像头感知计算，96TOPS/15W。根据地平线规划，预计 2023 年还将推出 AI 算力超过 400TOPS、7nm 工艺的征程 6 芯片。在算法和工具链方面:2021 年地平线发布全新一代天工开物 AI 开发平台，涵盖了模型仓库（ModelZoo）、AI 芯片工具链（AIToolchain）及 AI 用开发中间件（AIExpress）三大功能模块。在模型仓库上，地平线开放了多套经典的产品算法模型和参考算法；在工具链上，地平线开放覆盖完整 AI 开发流程的全套工具。可视化调优调试工具、丰富的算法样例等实用性特征，可为客户基于自身需求高效敏捷、轻松灵活开展定制化开发提供了可能性。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议:我们预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比增长+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比增长+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 EPS 为 0.59/1.26/1.59 元，对应 PE 为 68.14/31.92/25.34 倍。全面看多整车板块，首选长城汽车，维持“买入”评级。
风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期；汇率波动超出预期。
（证券分析师：黄细里）

希望教育（01765）：拟并购南昌共青学院：再下一城，省内本科+高职有效打通，看好业绩高增长
事件公告
5 亿元收购独立学院南昌共青学院，目标学校历史悠久，办学经营稳健。2 月 7 月晚公司公告以人民币 5 亿元收购南昌共青学院（下称“目标学校”），目标学校属于南昌大学下的独立学院，办学始于 1985 年，原名“江西大学共青职业学院”。2002 年改制为南昌大学二级学院。2003 年确认为独立学院。学院现设有 8 个教学单位，开设 22 个本科专业，在校生规模约 7500 人，其中本科约 5000 人，专科 2400 多人。目标学校经营稳健，账面保留一定现金且无负债，2020 年实现净利润 2020 万元。
事件点评
江西省首个本科项目，长期持续或受益于省内毛入学率的提升。目标学校是集团在江西省的首个本科学校，在校生 7500 人，就利用率而言还有足够的床位供应。此外 2019 年江西省高等教育毛入学率仅 49%，整体低于全国 52%的水平，未来目标学校有望持续受益于毛入学率的提升（政府目标到 2025 年毛入学率将提升到 55%。），收入利润保持高增速。
目标学校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协同打通。集团之前在江西省已经布局了两所高职院校（江西樟树中医药职业学院和南昌影视传播职业学院），收购后目标学院与省内其他两所高职院校也将形成有效协同，具体包括 1）专升本项目打通，提升单个学生的 ARPU 值；2）教师资源，管理团队资源的共同开发，统筹管理，提升运营效率。
目标学校独立学院转设推进中，未来学额增长空间大，盈利能力有望持续提升。目标学校目前正在独立学院转设申请推进中，自 2020 年以来政府也在加快推进独立学院转设工作，预计目标学校将在 2021 年完成转设，届时集团将支付一笔“分手费”，而转设后目标学校的学额将打开新的空间，专业设置和招生都将更加灵活，每年交给大校的管理费将逐年减少，单校业绩有望进一步厚增。
盈利预测与投资评级：希望教育是我国高等教育的龙头企业，包括此次收购集团旗下共有 17 所学校（7 所本科院校+8 所专科院校+2 所技师学院），有较强的并购整合能力，21 年预计还将有望实现 2 所并购学校的落地，同时集团自建学校也在持续推进中，外延并购+内生增长同步发力，我们预测 2021-23 财年公司将实现收入 26.1/32.1/37.8 亿元，同比增速 66.3%/23.0%/18.0%；实现归母净利润为 8.1/10.7/13.4 亿元，同比增速 77.3%/32.7%/25.2%，2 月 5 日收盘价对应 2021-23 财年 PE 分别为 22/17/13 倍，维持“买入”评级。
风险提示：招生不及预期，并购推进不及预期等
（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张良卫　证券分析师：张家璇）

中联重科（000157）：A+H 股定增落地，产业链布局贡献新增长极
投资要点


请务必阅读正文之后的免责声明部分

A+H 股定增落地，产业链布局贡献新增长极
公司完成 A+H 股非公开定增：其中 H 股增发 1.94 亿股，管理层平台以 5.863 港元/股认购 11.36 亿港元；A 股增发 5.11 亿股，以 10.17 元/股的发行价合计募资约 51.99 亿元，发行对象包括基石资本、摩根大通、瑞银等 8 家机构，上市日为 2021 年 2 月 10 日，限售期为 6 个月。
管理层于 2020 年 9 月 29 日即签署认购计划，本次发行管理层占公司总股本比例约 2.4%，并在无锁定期限制下保持 6 个月锁定期，体现管理层对公司中长期发展信心。本次募集资金将用于挖机、搅拌车以及关键零部件等项目扩产，有助于公司完善产业生态链布局，进一步激发企业活力，贡献业绩新增长极。
工程机械行业景气持续，业绩高增确定性强
公司预计 2020 年实现归母净利润 70-75 亿元，同比增长 60.13%-71.57%。按业绩预告中值预计，公司 Q4 归母净利润同比增速达 73%，保持高速增长。结合产业链调研及我们的判断，预计 2021 年工程机械行业景气持续：其中挖机销量增长 5%-15%，工程起重机增长 10%-15%，混凝土机增长 15%-20%，塔机增长 20%-30%。
结合行业开工小时数，上游核心零部件厂商排产及出口指标向好，我们认为行业需求保持强劲。2020 年 12 公司宝马展订单超 200 亿元，预计将于 2021 年前两季度实现收入，叠加行业下游高景气持续，公司 Q1 及全年业绩高增确定性强。
后周期更新高峰+战略新业务双轮驱动，公司中长期发展动力强劲
我们预计 2020-2022 年为起重机、混凝土机寿命替换高峰，有望接力挖掘机成为近两年内增长最快的机种。公司 2019 年上述三项业务在公司总收入中占比达 83%，作为后周期龙头业绩释放弹性高，增长确定性强。
公司积极发力新业务 AWP+土方机械，有望贡献新的增长点。在高空作业平台领域，公司拥有行业首家剪叉式和臂式高空作业平台全工序智能化流水作业，可节省三分之二人力。2020 年公司挖机份额突破 2%，发展了 30 多家代理商，在国内及一带一路需求带动下，份额有望持续提升。
盈利预测与投资评级：公司行业龙头地位稳固，将受益于后周期品种销量高增+规模效应带来的业绩高弹性。我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 72.6/95.0/104.9 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14/11/10 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被显著低估，给予 2021 年目标估值 15 倍，对应市值 1450 亿，维持“买入”评级。
风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；市场拓展不及预期。
（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝　研究助理：罗悦）

长城汽车（601633）：1 月同比高增长，坦克 300 销量破 6k
投资要点
公告要点：长城汽车 1 月产量 138026 辆，同比+80.34%，环比-8.07%；批发 139012 辆，同比+73.20%，环比-7.39%。哈弗系列产量 93215 辆，同比+70.92%，销量 94474 辆，同比+60.89%。WEY 系列产量 12111 辆，同比+90.25%，销量 12018 辆，同比+87.93%。长城皮卡产量 22581 辆，同比+64.51%，销量 22260 辆，同比+65.86%。欧拉产量 10119 辆，同比+549.49%，销量 10260 辆，同比+689.23%。
长城 1 月产销同比大幅增长，坦克 300 助力 WEY 品牌表现靓丽
去年 12 月长城产批同比分别为+23.2%/+41.6%。1 月长城汽车产批同比大幅增长，产量同比增速高于批发。核心原因为去年同期春节假期影响导致基数较低。受全国疫情反弹及芯片短缺影响，行业整体产批环比下滑。


请务必阅读正文之后的免责声明部分

重点车型方面，长城哈弗 H6 销量 46368 万辆，同比+76%，环比-17%；哈弗大狗销量 10305 辆，环比+1%；哈弗初恋首月销售 5614 辆。炮销量 12058 辆，同比+117%，环比持平。欧拉黑猫月销 6090 辆，同比+370%，环比-39%。长城整体表现优于行业，WEY 品牌表现靓丽，核心原因在于坦克 300 继续放量，环比+20%。

长城 1 月企业端小幅去库

根据我们自建库存体系显示，1 月长城汽车企业库存当月-986 辆，企业库存累计-25779 辆（2017 年 1 月开始），小幅去库。分品牌来看，哈弗+欧拉小幅去库，皮卡+WEY 小幅补库，分别为-1259/-141/321/93 辆。

长城 1 月下旬整体折扣率小幅增加，重点车型折扣开始回收

长城 1 月下旬车型算术平均折扣率 8.76%，环比 1 月上旬+0.17pct。第三代哈弗 H6 折扣率 2.43%，环比 1 月上旬-1.79pct，成交价环比上涨 10854 元；第二代 H6 折扣率 14.37%，环比上旬+0.01pct。哈弗大狗折扣率 2.83%，环比 1 月上旬-0.13pct，成交价环比上涨 3221 元。

投资建议

我们预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比增长+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比增长+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 EPS 为 0.59/1.26/1.59 元，对应 PE 为 64.55/30.24/24.00 倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）



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