东吴证券晨会纪要

2021 年 02 月 08 日

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

宏观策略

策略点评：南下资金定价权在两类板块最凸显

南下资金在两类股票中“定价权”确定性提升：虽然南下资金在全部港股成交占比由 2011 年的 4.6%提高至 2018 年 11.7%，但仍低于欧美投资者的 20.9%。在两类股票中，南下资金的定价权得到了确定性的提升：受美国制裁的公司和 A 股稀缺的港股消费标的。

选股思路及配置建议：关注两类资产：通胀主题下业绩超预期的顺周期行业，和港股优质标的及 A 股稀缺标的。建议关注标的：中海油服、紫金矿业、洛阳钼业、建设银行、腾讯控股、九毛九、波司登、吉利汽车、长城汽车、福耀玻璃。

策略周评：东吴策略·若南水趋缓，港股如何演绎？——行业风火轮

南下资金热情消退，港股整体表现如何？——恒指表现不佳，跑输同期 A 股。虽然南下资金并未掌握港股绝对定价权，但短期资金撤退仍会对港股市场整体带来较大影响。回顾历史上南下资金大幅流入后的放缓区间：18/2-18/4 恒指下跌 9.6%；19/9 恒指单月下跌 5.4%；20/4 恒指单月下跌 2.6%，同期上证综指上涨 1.4%。

南下资金热情消退，前期抱团股表现如何？——普遍下跌，跑输市场整体。对于南下资金净买入居前的个股，前期资金流入支撑股价上行，而当资金撤退，抱团股所受影响大于市场整体。

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

社服新消费行业周观察：喜茶的 2020：灵感永驻、开疆拓土

本周专题：新式茶饮观察系列 2 之喜茶的 2020，灵感永驻、开疆拓土。喜茶：源于“奇思妙想”灵感的新茶饮开创者。秉承“灵感之茶”持续迭代，深耕供应链上游建立行业标准。打造新茶饮数字化标杆，消费偏好健康化趋势明显。品牌势能驱动业态创新，多元覆盖新茶饮生态。本周观点：关注春节和宅经济下的消费需求。

电子行业周报：小米全新概念机公布，四面 88° 超曲屏设计

小米发布四曲面瀑布屏概念机，四边 88° 超曲面设计。2 月 5 日，小米手机官方公布首款四曲面瀑布屏概念手机。该机搭载了一块行业首创的四曲瀑布屏，四周边框几乎全部由屏幕取代，机身没有任何的开孔与物理按键，真正实现了一体无孔式的未来设计。

风险提示：宏观经济波动；客户相对集中；市场开拓不及预期。

金融供给侧改革追踪：央行严控存款：禁止异地揽储+保留基准利率，再次利好头部银行

事件：2 月 4 日，央行召开加强存款管理工作电视电话会议，强调存款利率定价具有较强的外部性，而存款基准利率作为整个利率体系的“压舱石”，要长期保留。此外，督促地方法人银行回归服务当地的本源，不得以各种方式开办异地存款。

电子（半导体）：汽车芯片供不应求，汽车电子产业链景气度高涨

受限于半导体产能的紧缺，汽车芯片供不应求，据日经报道，恩智浦、瑞萨和东芝已陆续上调了汽车芯片价格。受制于 MCU 等芯片的供应不足，2020 年第四季度以来，包括大众、福特、丰田、日产等全球汽车大厂陆续传出减产甚至停产消息。为此，晶圆代工厂商台积电表示将通过调整半导体生产工序，将汽车芯片的交期缩短一半，联电表示公司提高生产率增加的产量或将优先分配给汽车行业，此外，三星也在考虑紧急扩大汽车芯片的产能。

电气设备新能源行业周报：电动车、光伏、工控 Q1 销售和排产两旺

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）

通信行业跟踪周报：本周专题：云计算产业收入和资本开支同步高增，赋能全球数字化转型拥抱更广阔空间

1、云基础设施投入快速提升，云计算产业将保持快速发展；2、国内实现首批量子金融应用，商业应用场景逐步拓宽；3、2021 年 5G 网络投资力度再加码，建议持续关注云计算、量子技术及 5G 产业链优质标的。

机械设备行业跟踪周报：建议关注制造业复苏和油气行业受益标的，光伏大硅片扩产加速利好设备商

【通用自动化】制造业回暖趋势不变，建议关注通用自动化相关细分龙头

【油服设备】“十四五”期间页岩油开采将提速，看好【杰瑞股份】的业绩释放潜力

【光伏设备】硅片先进产能扩产加速，龙头设备商最为受益

国防军工行业双周报：调整酝酿新机，关注高成长标的配置机会

新型武器装备列装加速的背景下，产业链核心企业业绩有望持续快速释放。板块估值大幅回落后，优质个股配置性价比逐步凸显。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。

汽车行业周报：1 月第四周零售同比+168%，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）。

化工行业 2021 年 2 月第一周周报：国际原油价格全面上涨，顺周期化工板块强势崛起

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，推荐顺周期白马股万华化学、龙蟒佰利、三友化工、赛轮轮胎，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、东材科技和震安科技。

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。

教育行业周报（2021 年第 6 期）：中小学严控手机，教育类 APP 及相关企业或出现分化

建议关注标的：中公教育，希望教育，中教控股，中国东方教育，天立教育等。

商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：“疫情低基数+春节错位”，1 月淘系美妆高速增长

1 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 52.8%/20.0%。2021 年 1 月，阿里系护肤/彩妆类市场规模分别为 126/61 亿元，分别同增 52.8%/20.0%。1 月行业增速提升较快，主要系去年 1 月疫情影响下低基数，以及今年春节错位下销售较为旺盛。

电气设备行业点评：12 月海外电动车销量点评：年末冲量，欧洲市场超预期

海外市场同比持续高增长，欧洲销量超预期。12 月海外电动车销量 29.56 万辆，同比增 154%，环比增 58%，其中欧洲 12 月销量 24.11 万辆，同比增加 22%，环比增 32%，年末冲量明显，超预期。20 年 1-12 月全球电动乘用车累计销量 289.24 万辆，同比升 45%，其中国内销量累计 120.04 万辆，同比增加 15%，欧洲市场累计销量达 127.09 万辆，同比大增 135%。

推荐个股及其他点评

ST 宏盛（600817）：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航

事件：公司发布 2021 限制性股票激励计划，拟向 75 名对象授予限制性股票数量 1717 万股，占公司股本总额的 3.29%。

华峰测控（688200）：国内半导体测试设备细分龙头，SoC+大功率器件带来成长机遇

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.8 亿、2.9 亿、4.1 亿，分别同比增长 79%、59%、41%。对应 PE 为 130 倍、82 倍、58 倍，低于可比公司平均值，考虑到半导体封测设备国产替代趋势和行业高度景气，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：SoC 测试机和大功率器件测试系统研发不及预期、募投项目产能消化风险、半导体行业景气度下滑风险

扬农化工（600486）：融入先正达集团体系，农药白马再出发

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 94.19 亿元、113.10 亿元和 124.22 亿元，归母净利润分别为 12.92 亿元、15.35 亿元和 16.77 亿元，每股收益分别为 4.17 元、4.95 元和 5.41 元，当前股价对应 PE 分别为 37X、31X 和 28X。考虑到麦草畏在美国获批需求大幅提高，公司作为麦草畏全球龙头和农药白马的地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：优嘉项目建设进度不及预期的风险；麦草畏在美国实际销售进展不及预期；中美贸易关系不稳定的风险；反转基因对农药需求的风险。

快手-W（1024.HK）：用户破圈迅猛，商业化能力快速提升

视频平台的算法分发模式效率高于传统编辑分发及社交分发，具有更高的广告天花板，用户流量的增长及广告产品的日益丰富是快手广告营销业务得以快速增长的主要原因，在进行 8.0 的重大改版后，也将快速打开快手的广告业务空间。发行价对应 2021 年 PS 为 4.3 倍，建议关注。

数据港（603881）：机柜规模快速扩大，EBITDA 稳步向上，整体业绩高速增长不停歇

事件：2 月 4 日，数据港公布 2020 年年度业绩快报，2020 年全年实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 26.3%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比增长 23.91%。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年的营业收入分别为 9.16、13.70、29.53 亿元，归母净利润分别为 1.37、2.03、3 亿元，EPS 分别为 0.58、0.87、1.28 元，对应的 PE 估值分别为 85/57/38X，持续看好数据港未来业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：云厂商资本开支不及预期，行业政策红利不及预期。

三峡水利（600116）：控股股东启动新一轮增持，更多惊喜落地值得期待

事件：公司公告，1）2020 年的增持计划实施期限届满，长电资本合计增次 0.30 亿元。2）2021 年 2 月 2 日-2 月 4 日，长电投资增持公司股份 0.03 亿股、增持金额 0.27 亿元。

2 月 2 日-2 月 4 日开始的新一轮增持仅仅是开始，更多惊喜落地和兑现值得期待。

科达利（002850）：就近配套锁定大客户，产能扩张优势进一步扩大

事件：公司公告，拟在四川省宜宾市投资设立全资子公司，投资建设年产值约 20 亿元的动力电池精密结构件项目产能，总投资不超过 10 亿元，资金来源为企业自有资金。

宏观策略

策略点评：南下资金定价权在两类板块最凸显

事件

年初以来，截至 1 月底，南下资金净流入已达 3106 亿港币，占 2020 年全年的 46%。迅猛的资金流入推升港股市场上涨。

观点

宏观经济回顾和展望：经济基本面全面回暖，四季度 GDP 超预期主要依赖出口和投资。1. 海外政策宽松支撑全球总需求，海外供给维持缺口，中国出口持续受益。2. 基建及房地产投资出现分化，制造业投资延续强劲边际修复。3. 由于疫情的反复，12 月社会零售总额同比增速较上月放缓，消费仍低迷。4. 12 月 CPI 由负转正，同比增速为 0.2%。12 月 PPI 同比下降 0.4%，比上月收窄 1.1%。预计 PPI 在 5、6 月份创下年内高点、有望破“5”。

资本市场流动性：1. 国内流动性逐渐收紧：央行公开市场操作量明显收紧，上周 DR001 和 DR007 升破 3.0%。央行在连续四日净回笼资金后，1 月 29 日转向 1000 亿净投放，表明态度稳定流动性。关注 3 月底的一季度货币政策例会，是否发出对股市估值造成实际压制的明确收紧信号。2. 欧美流动性保持宽松: 1 月 27 日美联储举行今年第一次 FOMC 利率会议，利率维持 0-0.25%区间、资产购买速度维持每月至少购买 800 亿美债和 400 亿 MBS。第一、美联储不会把货币政策作为打破“资产泡沫”的工具；第二、鲍威尔淡化通胀、强调就业：相比通胀上行，不能全面复苏是更大的风险。降低失业率是美联储货币政策的首要目标。

港股绝对估值已达高位，但仍是最便宜的中国资产：1. 港股估值创近十年新高，恒生指数市盈率处于 16.6 倍，恒生国企指数处于 11.7 倍；2. 尽管港股自身估值抬高，但参考其他市场交易的中国股票，港股估值仍具较强吸引力。截至 2 月 1 日，AH 溢价已从 20 年 10 月最高点 149%收缩至 137%。恒生指数与 MSCI 中国（包含 A、H 及美股中概股）的相对估值，恒生国企指数与 MSCI 中国的相对估值均处于历史低位。

预计资金将继续流向港股：1. 内资南下寻求低估值中国资产，对中国经济谨慎观望的外资开始回流；2. 欧美经济体预计维持宽松的货币政策到年底，拥有大量欧美投资者的港股市场将获得流动性红利；3. 21 年港股将迎来大量大型 IPO，包括快手、哔哩哔哩、百度等独角兽及美中概股。稀缺的科技、新经济、医药领域优质标的大概率吸引新增资金入市。

一季度企业盈利增长强劲：一季度，出口和制造业投资仍将是主要增长引擎，叠加就地过年的影响，中国经济有望强劲增长，利好一季度企业盈利。2021 年业绩普遍高增，30%左右的稳定增长毫不稀缺。另一方面，香港经济受到本地第四波疫情的影响，复苏步伐相对缓慢。恒生指数中以金融、地产、公用事业、旅游为主的本地股业绩表现会偏弱。

南下资金在两类股票中“定价权”确定性提升：虽然南下资金在全部港股成交占比由 2011 年的 4.6%提高至 2018 年 11.7%，但仍低于欧美投资者的 20.9%。在两类股票中，南下资金的定价权得到了确定性的提升：受

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美国制裁的公司和 A 股稀缺的港股消费标的。

选股思路及配置建议：关注两类资产：通胀主题下业绩超预期的顺周期行业，和港股优质标的及 A 股稀缺标的。建议关注标的：中海油服、紫金矿业、洛阳钼业、建设银行、腾讯控股、九毛九、波司登、吉利汽车、长城汽车、福耀玻璃。

风险提示：美股大幅回调；通胀快速上行；货币政策超预期收紧；地缘政治风险；宏观经济不及预期；疫苗注射不及预期

（证券分析师：陈李）

策略周评：东吴策略·若南水趋缓，港股如何演绎？——行业风火轮

今年以来港股市场交易火热，南下资金持续大幅净流入。恒生指数大幅跑赢 A 股，南下资金抱团个股股价接连创下新高，热市之下有必要冷静思考：如果南下资金后续热情消退，港股将如何演绎？本期行业风火轮我们集中讨论。

南下资金热情消退，港股整体表现如何？——恒指表现不佳，跑输同期 A 股。虽然南下资金并未掌握港股绝对定价权，但短期资金撤退仍会对港股市场整体带来较大影响。回顾历史上南下资金大幅流入后的放缓区间：18/2-18/4 恒指下跌 9.6%；19/9 恒指单月下跌 5.4%；20/4 恒指单月下跌 2.6%，同期上证综指上涨 1.4%。

南下资金热情消退，前期抱团股表现如何？——普遍下跌，跑输市场整体。对于南下资金净买入居前的个股，前期资金流入支撑股价上行，而当资金撤退，抱团股所受影响大于市场整体。回顾历史上南下资金大幅流入时净买入前 20 个股的后续表现：18/2-18/4 20 只个股普遍下跌，跌幅均值-14%；19/9 跌幅均值-4.7%；20/4 跌幅均值-3.2%。

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。

（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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

社服新消费行业周观察：喜茶的 2020：灵感永驻、开疆拓土

投资要点

本周专题：新式茶饮观察系列 2 之喜茶的 2020，灵感永驻、开疆拓土

喜茶：源于“奇思妙想”灵感的新茶饮开创者

将成芝士与天然茶香融合的“奇思妙想”是喜茶的原创，2012 年起源于江门市的小巷，至今 8 年已覆盖到全球 61 个城市并开出 695 家门店。喜茶主力店单店面积约 80-120 平方米，是一二线城市布局的主要店型。2018 年创造性地推出约 50 平的 Go 店模型，大幅提升单店坪效，形成了高效的“旗舰大店打出品牌，灵活 Go 店增强覆盖”的城市开拓模式。目前，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

喜茶门店集中于高线城市，占比近 95%；其中，华南密度最高。

秉承“灵感之茶”持续迭代，深耕供应链上游建立行业标准

领先的研发和品质保障“灵感永驻”，喜茶自建综合实验室，研发团队约 20 人。2020 年平均每 1.2 周就会推出 1 个新品；同时喜茶保持着对经典产品的优化和打磨，以优秀产品力提高消费者粘性。

喜茶深耕供应链上游，17 年自建 500 亩有机茶园，并在 20 年 5 月取得有机产品认证证书；其自研草莓品种有望于 21 年上市。喜茶通过不断强化供应链优势，推动标准化和规模化，打造柔性、敏捷的供应链能力。

打造新茶饮数字化标杆，消费偏好健康化趋势明显

小程序点单引领者，数字化提升运营效率。17 年喜茶供应链即开始进入数字化管理时代，通过 ERP 系统，实现全流程的标准化作业，运营效率大幅提升。18 年小程序“喜茶 GO”上线，聚集了大量用户；疫情下，线上消费习惯进一步巩固，约 81%的消费者选择线上下单。目前小程序会员已超过 3,500 万，新增 1,300 万。同时从消费者偏好上，下午茶是最大消费场景，少糖、零卡糖等健康化偏好也显著提升。

品牌势能驱动业态创新，多元覆盖新茶饮生态

20 年 4 月，针对 20 元以下价格带的子品牌“喜小茶”正式推出，定位“好喝不贵、用料合格”，延续喜茶门店的创意感；不同于喜茶的直营，喜小茶饮料厂将开放加盟。截至 20 年末，喜小茶已经在深圳、广州等 6 个城市开出 18 家门店；其中，单店最高月销可达 61 万。

20 年内喜茶天猫、京东旗舰店齐齐上线，并大力拓展零售产品线，包括“喜小瓶”气泡水、袋装茶包等。20 年双十一首秀，期间 GMV 突破千万；喜小瓶气泡水销量超 4 万箱 50 万瓶，在网红气泡水中排名前三。

本周观点：关注春节和宅经济下的消费需求

春节渐近，为了应对春运人员流动和冬季以来的多地疫情反复，各地防控力度相应加强，“就地过年”成 2021 年春节主旋律，或一定程度上利好“宅经济”、城市餐饮消费及周边游。而餐饮、酒店等龙头在疫情中沉淀发力、逆势扩张的能力已在 2020 年得到验证，长期竞争优势显著，股价如遇疫情承压，则具备布局价值。中长期而言，疫后顺周期和服务消费成长仍是 2021 主旋律，亦是十四五规划消费内循环核心

建议关注：疫后龙头逆势扩张的餐饮，中长期持续推荐海底捞、颐海国际、九毛九；境外消费回流叠加机场免税业态盈利能力有望提升，推荐中国中免；行业高景气叠加国产替代的美妆，推荐珀莱雅、爱美客、华熙生物；顺周期叠加服务消费成长的文旅和酒店等板块；行业渗透率提升空间广阔的电子烟，龙头业绩有望持续超预期。

风险提示：宏观经济波动；疫情反复风险；行业竞争加剧等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

电子行业周报：小米全新概念机公布，四面 88° 超曲屏设计

投资要点

小米发布四曲面瀑布屏概念机，四边 88° 超曲面设计。2 月 5 日，小米

请务必阅读正文之后的免责声明部分

手机官方公布首款四曲面瀑布屏概念手机。该机搭载了一块行业首创的四曲瀑布屏，四周边框几乎全部由屏幕取代，机身没有任何的开孔与物理按键，真正实现了一体无孔式的未来设计。

Realme 线上发布真我 V11：千元 5G 手机，大电池支持快充。2 月 5 日下午消息，realme 线上发布千元 5G 手机真我 V11。真我 V11 搭载了天玑 7005G 芯片，采用 7nm 制程工艺打造，最高主频达 2.2GHz。真我 V11 支持双卡双待双模 5G，兼容三大运营商主流频段。手机售价 1199 元起，即日起即可购买。

联发科发布全新 5G 基带，支持毫米波技术。2 月 2 日，联发科正式发布了全新一代的 5G 调制解调器 M80，相比上一代的 M70 来说，M80 在支持 Sub-6GHz5G 频段的同时，还加入了对于毫米波（mmWave）频段 5G 网络的支持，同时上下行速率也有了极大的提升。

苹果推送 iOS14.5 公测版。2 月 5 日，苹果更新了 iOS14.5 正式版。iOS14.5 的一个重要的新功能是支持 iPhone12 机型在双 SIM 卡模式下的 5G。另一个新增功能是支持用户在佩戴口罩时也可通过 FaceID 解锁 iPhone。

建议关注：蓝思科技、鹏鼎控股、环旭电子、传音控股、立讯精密、歌尔股份、东山精密、长信科技、信维通信、联创电子、安洁科技等。

风险提示：宏观经济波动；客户相对集中；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

金融供给侧改革追踪：央行严控存款：禁止异地揽储+保留基准利率，再次利好头部银行

事件：2 月 4 日，央行召开加强存款管理工作电视电话会议，强调存款利率定价具有较强的外部性，而存款基准利率作为整个利率体系的“压舱石”，要长期保留。此外，督促地方法人银行回归服务当地的本源，不得以各种方式开办异地存款。

投资要点

央行首次明确“不得以各种方式开办异地存款”，或冲击地方银行揽储。

2018 年以来，银行存款监管持续趋严，主要抓手包括规范结构性存款等“高息揽储”工具、取缔互联网存款等（表 1），核心目标是缓解存款市场恶性竞争压力，为银行负债端“减负”，以进一步降低实体融资成本。2021 年 1 月，银保监会发布的互联网存款新规已明确禁止银行通过蚂蚁、腾讯等第三方互联网平台开展定期和定活两变存款业务，同时也提出地方银行自营的互联网存款业务（例如通过手机银行 APP），也要立足于服务辖区用户。本次央行会议明确提出“地方法人银行不得以各种方式开办异地存款”，意味着监管措辞进一步收紧，监管力度超出我们预期。

过去几年，很多区域中小银行通过第三方网络或自营 APP 等渠道，提供吸引力强劲的高息存款产品（图 1、2），而眼下各种高利率方式被限制，同时跨区揽储也被明确禁止，显然会对区域型中小银行存款增长造成压力。在具体监管手段上，目前中小银行普遍使用可以在线上开立的 II 类户揽储，如果一旦监管限制 II 类户承接定期存款，那异地存款就没有操

请务必阅读正文之后的免责声明部分

作通道，区域型银行揽储渠道只能回归辖区内的网点。不过，考虑中小银行资产负债表经营压力，我们判断监管会给予充足调整期，但收紧方向明确。

不过，我们认为央行禁止异地存款不涉及 19 家民营银行揽储，因为民营银行线下分支机构只能设立 1 家网点，因此只能借助互联网渠道在全国范围吸收存款。同时，对于本身就定位互联网银行的直销银行牌照，例如中信百信银行及正在设立中的招商拓扑银行，预计异地揽储也不会受限。从这个角度而言，民营银行与直销银行牌照的竞争压力有一定缓解。

保留存款基准利率符合预期，自律机制有效控制了银行的负债成本压力。

我国目前仍处于利率市场化改革进程，贷款利率基本完成市场化改制，目前银行的实际贷款定价围绕 LPR 加（减）点，而 LPR 由央行通过 MLF 及金融市场利率来牵引。但是，存款利率仍然由央行通过自律机制管制，目前，1 年期、3 年期的存款基准利率为 1.50%、2.75%:

对于金额 20 万以上的大额存单，自律机制要求国有行/股份及城商行/农商行的定价上限分别为基准上浮 50%/52%/55%，意味着 1 年期和 3 年期大额存单的最高利率是 2.325%和 4.2625%（表 2）。由于发行大额存单要在央行备案，因此相对标准化，中小银行通常“上浮到顶”。

对于小额普通存款，通常上限为基准利率上浮 50%，所以部分中小银行的 3 年期普通存款利率能达到 4.125%，在互联网平台销售火热。此外，由于央行没有设置 5 年期的存款基准利率，因此市场上部分中小银行的 5 年期存款利率高达 4.875%，也非常有吸引力。

2020 年上半年疫情期间，由于银行贷款利率下行压力加大，市场曾一度预期央行会同步下调存款基准利率，以缓和商业银行负债压力。不过，目前银行贷款定价已基本企稳，预计短期内存款基准利率已不需要调动。

存款竞争环境改善对头部银行是确定性利好，但中小银行揽储更艰难。

最近两年，商业银行利差压力重，因为贷款及投资收益率不断下行，但负债结构中占比最高的存款，由于市场竞争激烈，成本下行困难（图 4）。所以，我们一直强调，只有存款成本压力减轻，商业银行的利差压力才能真正缓解。

我们认为当前的存款监管环境明确利好头部银行，负债成本压力已经接近尾声，因为监管层几乎已经对所有高成本负债进行了约束，包括银行理财、结构性存款、大额存单、互联网智能存款等（图 3）。从全局角度，商业银行的负债博弈困境开始改善，展望后市，高定价的理财储蓄产品越来越少，那么客户覆盖度更广、品牌效应更强的头部银行将明显受益，尤其利好招商银行及国有大行。但对于中小银行，通过互联网“高息揽储”受限制后，吸收存款的能力再次面临挑战，中小银行未来在资产端和负债端的压力都会更大。

从商业银行经营角度，本轮利率下行已经结束，新发放贷款利率基本企稳（图 5、6），2021 年贷款利率拐点基本可以确立。那么如果存款环境能够同时改善，头部银行在资产与负债两端都会迎来利好，净息差拐点的确定性就更高、回升幅度更明显。

投资建议：核心推荐招商银行、宁波银行、建设银行（H 股）、平安银行。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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）商业银行资产质量信用风险超预期；2）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄；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）

电子（半导体）：汽车芯片供不应求，汽车电子产业链景气度高涨

投资要点

受限于半导体产能的紧缺，汽车芯片供不应求，据日经报道，恩智浦、瑞萨和东芝已陆续上调了汽车芯片价格。受制于 MCU 等芯片的供应不足，2020 年第四季度以来，包括大众、福特、丰田、日产等全球汽车大厂陆续传出减产甚至停产消息。为此，晶圆代工厂商台积电表示将通过调整半导体生产工序，将汽车芯片的交期缩短一半，联电表示公司提高生产率增加的产量或将优先分配给汽车行业，此外，三星也在考虑紧急扩大汽车芯片的产能。

2020 年，一方面新冠疫情导致汽车销售放缓，同时部分汽车制造商受疫情防控影响被迫关闭工厂，另一方面，市场对智能手机、笔记本电脑、平板电脑等应用市场需求旺盛，导致芯片厂商纷纷将生产重心转向相关消费电子领域。当汽车市场需求快速复苏，并且汽车制造商陆续开始恢复生产后，配套芯片在短期内供应不足，从而导致了当前汽车产业因缺乏芯片而减产的困境。

包括芯片在内的电子产品在汽车领域的应用十分广泛，以芯片为例，其主要包括微处理器（MCU、DSP）、模拟电路（AC-DC、DC-DC）、逻辑电路（FPGA）、存储器、分立器件（主要为功率半导体，包括 IGBT、MOSFET 等）、传感器（加速度计、TPMS）等品类，其中，MCU 和功率半导体是应用量较大的细分产品类别之一，根据半导体行业观察的数据，传统燃油汽车的半导体产品中 MCU 占比最高，为 23%，而新能源汽车的半导体产品中功率半导体占比最高，达 55%。

除了 MCU、功率半导体等半导体产品，汽车电子还涉及中控、电池管理系统、自动驾驶、锂电池组和充电组件等应用。未来，随着新能源汽车普及带动的汽车市场的快速发展，相关汽车电子产业链有望充分受益。半导体领域建议关注：斯达半导、闻泰科技、比亚迪电子、富瀚微、全志科技、瑞芯微等；中控领域建议关注：蓝思科技、长信科技等；车载镜头领域建议关注：韦尔股份、晶方科技、联创电子等标的。

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）

电气设备新能源行业周报：电动车、光伏、工控 Q1 销售和排产两旺

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

电气设备 9004 上涨 0.43%，表现强于大盘。光伏涨 1.3%，工控自动化涨 0.73%，发电设备涨 0.42%，发电及电网跌 3.6%，新能源汽车跌 3.9%，锂电池跌 5.84%，风电跌 6.58%，核电跌 7.73%。涨幅前五为中国宝安、宝光股份、新宏泰、*ST 华仪、兆新股份；跌幅前五为东方日升、林洋能源、台海核电、亿晶光电、嘉泽新能。

行业层面：电动车：工信部最新申报车型公布：秦 PLUSEV、小鹏 P 磷酸铁锂版、ID.6X、埃安 Y 亮相；欧洲 1 月主流 9 个国家电动车销量 9.1 万辆，同比+51%，环比下滑 59%；苹果汽车确定向起亚投资 4 万亿韩元，2024 年量产 10 万辆；比亚迪 1 月新能源汽车销量 20178 辆，同比+183%，环比-30%，汉销量 1.2 万辆，环比微增；蔚来 1 月交付 7225 辆新车，同比+352.1%，环比+3%；小鹏汽车交付量首破六千，同比+470%，环比+6%；理想 1 月交付 5379 辆，环比-12%，同比+356%；特斯拉获至少十亿欧元资金支持以建造柏林工厂；因显示屏问题，特斯拉召回 13.5 万辆 ModelS 和 ModelX；度正招揽江浙沪造车人才，合资公司或落地上海；蜂巢无钴正极材料下线；华为、北汽新能源合作推新车，将于 4 月发布；宁德时代与永福股份成立合资公司，聚焦智慧能源产业；新能源：中电联：预计 2021 年全国基建新增发电装机容量 1.8 亿 Kw，非化石能源装机 1.4 亿 kW；国家电投：力争 2021 新增 15GW 以上风电光伏装机；进军光伏，宁德时代投资永福电通；隆基中环抢购 400 亿硅料，光伏产业头部抱团不停；中环/隆基上调单晶硅片价格,0.1~0.15 元/片；新疆大全顺利过会。工控&电网：1 月制造业 PMI51.3，环比-0.6pct，其中大型/中型/小型企业 52.1/51.4/49.4，环比分别-0.6pct/-1.3pct/+0.6pct。

公司层面：宏发股份：1）20 年营业收入 78.2 亿元，同比增长 10.42%，归母净利润 8.32 亿元，同比增长 18.19%。东方日升：1）20 年营收 150-170 亿元，归母净利润 1.6-2.4 亿元，同减 75.35%-83.57%；2）2020 年扣非净利润为负，公司债券上市中止。孚能科技：20 年亏损 2.72-4.08 亿元，比上年减少 4.03-5.40 亿元。恩捷股份：1）上海恩捷和 Polypore 对孙公司江西明扬增资，增资后分别持有 51%和 49%股权，引入 Celegard 干法技术；2）拟在江西投建干法，总投资 20 亿共 20 亿平。九号公司：20 年归母净利润 5591-8386 万元，比上年增加 5.11-5.39 亿元。隆基股份：与中能签订长期多晶硅料采购协议，采购量不低于 9.14 万吨。宁德时代：1）不超过 120 亿，分两期建设动力电池宜宾制造基地五、六期；2）不超过 120 亿建设动力及储能电池肇庆项目（一期）；3）时代一汽拟投不超过 50 亿，分两期建设动力电池生产线项目；4）1.22 亿股非公开发行限售股将于 2 月 4 日上市流通。三花智控：1）回购期限届满，未回购公司股份，因违法股票上市规则被警告；2）成为上汽集团独家零部件供货商，销售额累计超 10 亿；3）再次成为通用汽车北美大型电动车平台热管理集成组件独家供货商，销售额预计超过 9 亿。比亚迪：1 月新能源汽车销 2.02 万，同增 182.88%，环比降低 30%；燃油汽车销 2.22 万，同增 23.19％，环降 19.1%；电池装机总量约为 1.754GWh，同增 379%，环降 15%。阳光电源：向不超过 35 名特定对象发行 A 股不超过 4.37 亿股，总额不超过 41.6 亿。林洋能源：实际控制人陆永华先生接到留置通知,协助监察机关配合相关调查事项。欣旺达：全资子公司于近日成为东风柳汽磷酸铁锂电池包供应商。科达利：拟在四川宜宾设立全资子公司，并分两期各 18 个月投资结构件项目，预计不超过 10 亿元，产值约 20 亿元。当升科技：签订战略采购协议，8 年内力勤资源累计供应不少于 4.32 万吨且不高于 14.9 万吨镍原料；累计供应不低于 5400 吨且不高于 1.83 万吨钴副产品。嘉元科

请务必阅读正文之后的免责声明部分

技：2020 年度实现 12 亿元，同下 17%；归母净利 1.85 亿元，同下 44%。多氟多：非公开发行 A 股获证监会核准批复。寒锐钴业：非公开募集总额为 19 亿元，2 月 8 日可上市流通。赣锋锂业：认购 Bacanora 新增股份 5333 万股，认购后由 25.74%增加到 29.99%。赣锋锂业：归母净利润 9.1-10.7 亿元（原为 4-5 亿元），同增 154.14%-198.82%（原为 11.71%-39.64%）。爱旭股份：非公开发行 2.06 亿股 2 月 18 日可上市流通。福莱特：通过了新增发行 H 股方案，总数不超过 7600 万股。

投资策略：电动车 21 年 Q1 尽管春节生产和销售都很火爆，2 月排产因春节环比下降 20%好于预期，Q1 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，21 年国内预计 200-220 万+，同增 50-60%；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）、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)、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、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）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、九号公司（电动平衡车和滑板车龙头、电动两轮车新秀）、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）、中信博（跟踪支架渗透率向好、唯一中国跟踪支架龙头）、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）、天合光能（210 组件龙头、估值低）。建议关注：海优新材、赣锋锂业、天齐锂业、嘉元科技、诺德股份、比亚迪、三花智控、恩捷股份、多氟多、良信电器、天奈科技、爱旭股份、雷赛智能、欣旺达、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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

通信行业跟踪周报：本周专题：云计算产业收入和资本开支同步高增，赋能全球数字化转型拥抱更广阔空间

投资要点

本周策略观点：1、云基础设施投入快速提升，云计算产业将保持快速发展：据 canalys 统计，2020Q4 全球云基础设施服务支出达 399 亿美元，同比上升 32%，同比增速达历史最高。一方面，全球云商积极事件不断，亚马逊和阿里先后实现盈利，另一方面，国内云计算政策持续加码，云计算产业将维持高速增长。2、国内实现首批量子金融应用，商业应用场景逐步拓宽：近日建信金科携手本源量子推出国内首批量子金融应用，在政策持续支持下，我国量子技术已达到世界领先水平，除项目型机会外，B 端和 C 端也将孕育更多商业应用场景。3、2021 年 5G 网络投资力度再加码：中国电子信息产业发展研究院预计，2021 年四大运营商 5G 网络投资力度将是 2020 年的 1.5-2 倍，建议持续关注云计算、量子技术及 5G 产业链优质标的。

行业动态及点评：2021 年 5G 发展展望：融合应用将使 C/B/G 多端受益，5G 专网率先发力。

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 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：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、通宇通讯、硕贝德。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 4.33%；沪深 300 指数上涨 2.46%，行业跑输大盘 6.79pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 2.74%，年初至今上涨 20.03%。

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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

机械设备行业跟踪周报：建议关注制造业复苏和油气行业受益标的，光伏大硅片扩产加速利好设备商

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

【通用自动化】制造业回暖趋势不变，建议关注通用自动化相关细分龙头

制造业生产活动持续恢复，但总体扩张势头受疫情和季节性影响有所放缓。1 月份官方制造业 PMI 收于 51.3%，前值 51.9%，较上月回落 0.6pct。1 月生产指数降至 53.5%，较上月回落 0.7pct，但仍高于临界点，表明制造业生产量持续增长，生产保持复苏态势。生产经营活动预期指数为 57.9%，虽较上月回落 0.9pct，但制造业企业经营预期持续改善，企业信心增强。总体来看，春节前后是制造业传统淡季，加之近期局部聚集性疫情对部分企业生产经营产生一定影响，制造业总体扩张势头有所放缓。

塑机行业 2020 年表现亮眼，2021 景气度有望延续。根据中国塑机协会数据，2020 年 488 家规模以上塑机企业营业收入 810.56 亿元，同比+25%；利润总额 85.72 亿元，同比+49%；贸易顺差 10.57 亿美元，同比+29%，这是我国塑机贸易顺差有史以来首次突破 10 亿美元，塑机行业全年景气度较高。当前，海天国际、伊之密等主要企业订单旺盛，呈现出供不应求的局面，订单可见度较高。下游家电、3C 等回暖显著，汽车需求正在复苏中，预计注塑机行业 2021 年将持续回暖。

建议关注通用自动化相关细分领域龙头。工业机器人建议关注【埃斯顿】【绿的谐波】【奥普特】【拓斯达】【汇川技术】（电新组覆盖）；激光领域重点关注【柏楚电子】【锐科激光】；机床领域建议关注正在崛起中的民营企业【创世纪】【海天精工】【国盛智科】；注塑机领域建议关注龙头【海天国际】【伊之密】。

【油服设备】“十四五”期间页岩油开采将提速，看好【杰瑞股份】的业绩释放潜力

能源局召开页岩油勘探开发推进会，“十四五”页岩油开采将提速。国家能源局于 1 月 27 日在北京组织召开 2021 年页岩油勘探开发推进会。会议强调，页岩油勘探开发具有较好现实条件，下一步要加强顶层设计，将加强页岩油勘探开发列入“十四五”能源、油气发展规划。2020 年全国原油产量 1.95 亿吨（同比+1.6%），仍未达到 2 亿吨红线。会议指出，为进一步做好原油增产稳产工作，需要突破资源接替难题，在页岩油等新的资源接续领域寻求战略突破。根据 EIA2017 年统计，我国页岩油技术可采资源量达 44 亿桶，位居全球第三，储量较为丰富。我国页岩油开采仍处在发展初期，我们判断，在常规石油增产乏力背景下，页岩油将成为重要补充，十四五期间页岩油开采提速具备较高确定性。压裂设备是页岩油井开发和增产的关键设备，需求将走阔。国内油服产业链非常规气领域持续景气，“十四五”期间页岩油开发将提速，压裂设备等核心增产设备需求最为旺盛，重点看好国内民营油气设备龙头【杰瑞股份】。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【光伏设备】硅片先进产能扩产加速，龙头设备商最为受益

大硅片降本增效优势明显，中环龙头重点加码 210。近期中环分别与宁夏政府和银川开发区管委会就共同投资建设 50GW（210）硅片项目达成合作。此次项目总投资约 120 亿，整体规划 210 单晶硅片产能 50GW 以上，参考中环五期产能建设节奏，我们预计该项目于 2022 年底达产，项目达产后，中环单晶总产能将达到 135GW 以上。

各家硅片厂商均加速扩产，晶盛作为设备龙头有望获得可观订单。2019 年起隆基、中环、晶科、晶澳、上机数控、京运通、高景等光伏企业相继启动硅片扩产。我们预计 2020-2022 年国内年均新增硅片产能超 100GW，对应 2020-2022 年年均新增设备需求超 200 亿（2 亿元/GW）。存量市场方面,未来 3-5 年有 1 万多台长晶炉需要淘汰更新。设备环节将深度受益于新增装机需求+存量替换需求带来的广阔设备空间。

投资建议：重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】，公司 Q3 末在手订单 59 亿，同比+130%，前三季度新签光伏订单 45 亿元，未来 2 年业绩高增确定。重点看好【某丝网印刷机龙头，异质结具备整线能力】。看好【捷佳伟创】产品线广、协同性强的电池设备龙头。【奥特维】组件设备龙头。【金博股份】单晶炉热场龙头。

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　研究助理：严佳）

国防军工行业双周报：调整酝酿新机，关注高成长标的配置机会

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：

流动性收紧预期叠加节前避险情绪，建议重点关注错杀个股配置机会。（1）在上周资金面大幅收紧，以及春节前避险情绪升温的影响下，近两周(2021 年 1 月 25 日至 2021 年 2 月 5 日)申万国防军工指数下跌 17.10%，跑输上证综指 14.04pct，跑输创业板指数 12.20pct，板块指数经历了较为充分的回调；（2）个股层面，洪都航空、中航高科、航发动力等个股近两周回调幅度超过 25%，板块内仅景嘉微上涨 4.14%。（3）十四五国内新型武器装备列装/换装有望加速，我们预计行业利润增速中枢有望上移至 30%左右，核心配套企业将表现出较强业绩弹性。随着流动性预期的改善以及避险情绪的缓解，前期被错杀的个股估值有望得到修复，建议重点关注基本面扎实、业绩成长性优异核心标的的配置机会。

行业内企业 2020 年业绩大面积预增，核心企业业绩有望持续快速释放。（1）航天、航空等领域武器装备列装加速，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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的变化已在产业链最上游环节中得到体现。（2）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，约占总数的 76.27%，其中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，产业链核心企业业绩有望持续快速释放。

板块和个股估值调整已较为充分，估值回落后优质个股配置性价比逐渐凸显。(1)截止 2021 年 2 月 5 日收盘，申万国防军工指数动态估值为 64.29 倍，处于 51%的历史百分位水平上。在我们观察的 97 只军工股中，54 只个股动态估值处于 50%历史百分位水平以下，其中 21 只个股动态估值位于 10%以下的极低水平。（2）个股层面，中国海防等 4 只军工股动态估值达到历史新低，睿创微纳、西部超导等 17 只个股动态估值位于 10%历史百分位以下，中直股份、内蒙一机、三角防务、中航电子等 10 只个股估值百分位处于 10%至 25%区间内，此外中航机电、中航重机、航天发展等 23 只个股估值估值百分位处于 25%至 50%区间范围内，板块估值经历了大幅回落后，优质个股的配置性价比逐渐凸显。

投资主线:

新型武器装备列装加速的背景下，产业链核心企业业绩有望持续快速释放。板块估值大幅回落后，优质个股配置性价比逐步凸显。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）

汽车行业周报：1 月第四周零售同比+168%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 0.4%，跑输大盘 0.6pct。除了 SW 商用载货车、SW 汽车零部件 III 以外，其余汽车子板块呈下跌形态，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 14 名，排名居中。估值上，整体有所上升，SW 商用载货车幅度最大。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：1 月 25-31 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。1 月 25-31 日乘用车零售销量日均 105234 辆，同比上升 168%，月度累计零售销量日均 66229 辆，同比上升 25%。1 月 25-31 日乘用车批发销

请务必阅读正文之后的免责声明部分

量日均 93083 辆，同比上升 160%，月度累计批发销量日均 59139 辆，同比上升 21%。

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

1 月 31 日，威马汽车完成上市指导，即将登陆科创板。2 月 1 日，小鹏汽车 1 月交付新车 6015 台，同比+470%。2 月 2 日，福特和谷歌达成六年协议，新车将采用安卓系统。2 月 4 日，一汽集团与美初创公司将投 10 亿欧生产高性能电动车。

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）。

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）

化工行业 2021 年 2 月第一周周报：国际原油价格全面上涨，顺周期化工板块强势崛起

投资要点

本周化工个股表现：本周上证综指报收 3,496.33，本周累计上涨 0.38%，深证成指本周上涨 1.25%，化工板块（申万）上涨 0.48%。

本周化工板块涨幅居前的个股有同德化工、卫星石化、*ST 兆新、阿拉丁、上海家化、亚士创能、森麒麟、沧州大化、中海油服、名臣健康。上周四同德化工公告成功开发生产出以硅泥为原料的独特的光伏级多晶硅原料，本周股价大幅上涨 34.38%。周中上海家化率先发出 2020 年年报，业绩好于预期，股价有较大涨幅，累计上涨 19.37%。本周原油价格走强，油服板块表现较好，中海油服本周有较大涨幅，累计涨幅 15.36%。

本周原油市场动态：本周 OPEC 严守减产承诺及减产乐观预期占据主导，国际原油价格全面上涨。本周 ICE 布油报收 59.34 美元/桶（6.19%）；WTI 原油报收 56.85 美元/桶（8.91%）。

重点化工品跟踪：本周对于我们监测的化学品，本周涨幅前五的产品纯苯（12.99%）、正丁醇（9.12%）、二甲苯（8.34%）、甲苯（8.24%）、DOP（7.84%）。国际原油震荡上行，纯苯及其衍生化学品市场国内库存低位，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

价格大幅提高。由于原料苯酐、辛醇价格上涨，本周 DOP 价格相应走高。

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、减隔震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化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股万华化学、龙蟒佰利、三友化工、赛轮轮胎，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、东材科技和震安科技。

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）

教育行业周报（2021 年第 6 期）：中小学严控手机，教育类 APP 及相关企业或出现分化

本周观点

本周教育部办公厅发布《关于加强中小学生手机管理工作的通知》，手机禁止带入中小学课堂：根据通知，中小学生原则上不得将个人手机带入校园，如确有需求的，需经学生家长同意和书面申请可以带入校园，进校后应将手机交由学校统一保管，禁止带入课堂。学校不得用手机布置作业或要求学生利用手机完成作业。另外，学校应细化管理措施，通过设立校内公共电话等途径解决学生和家长通话需求，并加强教育引导、做好家校沟通、强化督导检查。

教育工具类 APP 或受影响，尤其是主要应用场景在校园内的工具类 APP：1）课中+课后场景的 APP 受到部分限制：短期而言，由于手机原则上不能带进校园，中小学生经常使用搜题类 APP，如猿辅导旗下“小猿搜题”、好未来旗下“题拍拍”、“作业帮”以及“快对作业”等，难以在校园内使用，应用场景可能会受到一定限制（但课后在家仍可以正常使用）。2）主打课中应用场景的 APP 受影响更大：应用场景更偏校园内和课堂中的 APP 则受影响较大，如一起教育科技的主打产品“一起作业”，其主要功能在于通过平台让教师布置作业、学生完成作业，在规定实施以后，这一类 APP 可能会受到一定的影响。

家校互动类公司或迎来新机遇：手机使用受到限制后，家长联系学生的便利程度也会受到一定影响，及时有效的家校互通则显得尤为重要。以家校互动 APP，视源股份旗下广州视睿电子科技有限公司开发的“班级优化大师”为例，它侧重于给家长推送消息、智能评价并反馈学生情况的功能。只要绕开中小学生使用手机、使用手机布置作业这两个不合理的行为，则没有违背新规。并有望获得更丰富的用户资源、内容资源、技术资源等，充分利用这些资源对于企业来说也是发展机遇。

依然看好工具类 APP 及相关企业的长期发展：手机不进校园、作业不能使用手机布置和完成的规定确实对于在线教育的应用进行了限制，但更偏校园内使用的工具类 APP。短期内由于场景受限，这些 APP 可能会遭遇一定的用户流失，相关企业会受到影响。但长期来看，现有的工具类 APP 可以利用自身优势，抓住转型机遇，改善功能、拓展市场，更好地

请务必阅读正文之后的免责声明部分

服务学生、家长、老师。

建议关注标的：中公教育，希望教育，中教控股，中国东方教育，天立教育等。

风险提示：疫情反复影响招生，教育部限制手机进校园或将影响教育工具类 APP 的业务开展

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：“疫情低基数+春节错位”，1 月淘系美妆高速增长

行业观点：

1 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 52.8%/20.0%。2021 年 1 月，阿里系护肤/彩妆类市场规模分别为 126/61 亿元，分别同增 52.8%/20.0%。1 月行业增速提升较快，主要系去年 1 月疫情影响下低基数，以及今年春节错位下销售较为旺盛。

1 月阿里系护肤/彩妆类 TOP10 品牌均国际品牌数量占优。护肤类前十品牌中，国货品牌 2 个，国际品牌 8 个。其中，资生堂和兰蔻增速最快，分别同增 137.84%/104.81%。彩妆类前十品牌中，国货品牌 3 个，国际品牌 7 个。其中，国货品牌花西子、完美日记和 Colorkey 分列第一位、第二位、第六位。

“疫情低基数+春节错位”，主要上市公司品牌高速增长。从跟踪上市公司品牌天猫旗舰店数据看，各品牌持续高速增长，华熙生物旗下润百颜/夸迪/米蓓尔/肌活分别同增 368%/25940%/1014%/1257%；珀莱雅旗下主品牌珀莱雅和国风彩妆品牌彩棠分别同增 176%/1606%；上海家化旗下玉泽/启初/佰草集分别同增 145%/510%/44%；御家汇旗下御泥坊同比变化+226%。

近期报告：

《万元奢侈品包成本是多少？——深度剖析“品牌是什么”，探寻“品牌溢价”的来源》：品牌本质上是一种信用契约，“品牌核心竞争力”是长期的认知的堆积，而不是“研发”，“设计”这些非常具体的东西。

《上海家化|点评：改革之年稳健收官，控费见效疫情下仍实现净利增长》：全年口径调整影响收入增速，Q4 利润增速超预期；疫情下存货同比下降，同口径下现金流同增 20%；同口径毛利率基本持平，提效降费效果较为明显；玉泽、双妹增速较快，百货终端调整，CS 跌幅收窄。

投资建议：

2021 年 1 月化妆品阿里系线上增速总体较快，持续关注主要上市公司线上渠道快速增长对营收的拉动作用。

建议关注：上市公司波司登、华熙生物和珀莱雅。

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　研究助理：阳靖　证券分析师：张家璇）

电气设备行业点评：12 月海外电动车销量点评：年末冲量，欧洲市场超

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预期

投资要点

海外市场同比持续高增长，欧洲销量超预期。12 月海外电动车销量 29.56 万辆，同比增 154%，环比增 58%，其中欧洲 12 月销量 24.11 万辆，同比增加 22%，环比增 32%，年末冲量明显，超预期。20 年 1-12 月全球电动乘用车累计销量 289.24 万辆，同比升 45%，其中国内销量累计 120.04 万辆，同比增加 15%，欧洲市场累计销量达 127.09 万辆，同比大增 135%。

欧洲市场同环比大增，渗透率进一步提高，突破 15%。12 月欧洲共销售 24.11 万辆，同环比+225%/+66%，电动车渗透率 16.22%，同比增 11.43pct; 1-12 月共销售 127.09 万辆，同比+135%。其中德国 12 月销售 7.98 万辆，同比大增 771%，环比升 39%，占欧洲销量比重 40%，是欧洲市场主要增量来源，电动车渗透率增至 25.62%；1-12 月共销售 40.43 万辆，同比+279%。法国 12 月销 3.66 万辆，同环比+333%/+92%，补贴退坡前抢装效应明显，渗透率提升至 15.95%; 1-12 月共销售 19.05 万辆，同比+179%。英国 12 月销 3.09 万辆，同环比+226%/+70%，渗透率增至 19.33%；1-12 月共销售 17.22 万辆，同比增 147%。挪威（1.79 万辆，同环比+200%/+79%，渗透率 74.09%；1-12 月共销售 10.55 万辆，同比+33%）、瑞典（1.62 万辆，同环比+140%/+66%，渗透率 42.23%；1-12 月共销售 8.94 万辆，同比+109%）。

分车企来看，海外市场大众维持首位。大众得益于 ID.3 快速上量，12 月海外销量 7.57 万辆，同环比+533%/+93%，1-12 月累计销售 31.60 万辆，同比+298%。12 月海外市场特斯拉销量 5.56 万辆，同环比+13%/+92%，1-12 月累计销售 32.10 万辆，同比+5%。雷诺日产（3.26 万辆，同比+190%; 1-12 月累计销售 17.83 万辆，同比+40%）、戴姆勒（2.84 万辆，同比+537%; 1-12 月累计销售 15.88 万辆，同比+274%）、现代-起亚（2.19 万辆，同比+139%；1-12 月累计销售 17.80 万辆，同比+72%）分别位居第 3-5 位。宝马集团受益于 X1 和 X5，12 月销售 1.99 万辆，同环+84%/+22%；1-12 月累计销售 14.20 万俩，同比+46%。吉利控股受益于 Polestar2、XC40 等新车型，12 月销售 1.52 万辆，环比+37%；1-12 月累计销售 9.92 万辆，同比+159%。

投资建议

2 月产业链排产环比降 20%，Q1 环比预计持平超预期，锂、六氟等加速涨价，行业供应偏紧，景气度高企，继续强烈推荐三条主线：一是全球龙头供应商（宁德时代、亿纬锂能、容百科技、天赐材料、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、恩捷股份、欣旺达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、华友钴业、容百科技、当升科技、关注天齐锂业、赣锋锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、天奈科技、中科电气、国轩高科、孚能科技、星源材质）。

风险提示：政策及销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

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

ST 宏盛（600817）：股权激励计划启动，环卫新能源龙头扬帆起航

注：2019A 为重组前数据

投资要点

事件：公司发布 2021 限制性股票激励计划，拟向 75 名对象授予限制性股票数量 1717 万股，占公司股本总额的 3.29%。

拟向 75 名对象授予限制性股票 1717 万股，股票激励激发团队活力腾飞在即。1)激励数量：拟授予限制性股票 1717 万股，占当前总股本的 3.29%；2）授予价格：6.94 元/股；3）激励对象：75 名，包括董事长/总经理戴领梅（500 万股）、副总经理胡锋举（100 万股）、董事/财务总监马书恒（30 万股）、董事/董秘王东新（12 万股）、其他 63 名高管/核心人员等（1075 万股）。4）限售期：自激励计划授予日起满 12 个月后，在未来 36 个月内分 3 次解除限售。考核指标分公司业绩、事业部业绩和个人绩效考核。5）考核目标：2021-2023 年剔除激励成本的净利润比 2020 年可比口径净利润增速分别不低于 18%、36%、58%。假设按照 2020 年归母净利润预告中值 2.95 亿元计算，2021-2023 年剔除激励成本的净利润将分别不低于 3.48 亿元、4.01 亿元、4.66 亿元，年化增速不低于 16.50%。本次激励将增强管理层积极性，有效激发团队活力。

环卫电动装备销量市占率双升，环卫服务协同快速增长。据银保监会交强险数据统计，宇通重工 20 年环卫装备销量 2499 辆，同比增长 18.16%，市占率 2.1%，同比提升 0.33pct。其中环卫电动装备销量 790 辆，同比增长 21.17%，市占率 20.5%，同比提升 4.1pct。2020 全年环卫电动装备销量及市占率持续提升，环卫服务协同装备亦实现快速增长，凸显公司在环卫新能源行业的长期竞争力，持续关注环卫市场中的新宇通。

装备制造能力&服务优势复制客车，新能源环卫装备行业龙头之一增长潜力大。环卫新能源装备行业为 10 年 20 倍长期释放红利的优质赛道，机械化程度&新能源渗透率提升促环卫新能源销量 5 年 5 倍 10 年 35 倍，行业空间 10 年复合增速将达到 39.29%。公司依托集团制造能力&服务优势突出：1）制造端：底盘一体化&电池集采降成本，19 年装备毛利率高于同业 8.41pct，定制底盘&产品迭代彰显技术实力。2）服务端：全国深层覆盖，1900+服务网点数倍于同行，售后服务半径 60km 内。3）电动化弹性最大：a.新能源环卫装备市占率行业前 2，19 年市占率 16%。b.19 年新能源装备收入占装备比过半居上市公司首位，未来电动化趋势下业绩弹性最大。

环服迎成长机遇，借力电动装备能力环服加速发展。1）电动装备能力带动拿单能力增强，a.新能源装备投入能力提升竞标优势；b.自下而上提升环服新能源应用比例，项目平均单价由 6.79 元/平升至 14.64 元/平。2）新增订单平均年限增加长，异地拓展趋势显现。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.95/3.60/4.53 亿元，可比口径下同比-4.2%/22.2%/25.6%，EPS 分别为 0.56/0.69/0.87 元，对应 25/20/16 倍 PE，给予“买入”评级。

风险提示：新能源渗透率不及预期，市场化率不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

华峰测控（688200）：国内半导体测试设备细分龙头，SoC+大功率器件带来成长机遇

投资要点

华峰测控：国内半导体模拟类测试设备龙头企业

公司是国内最大的半导体测试系统本土供应商，在国内模拟类测试设备细分领域市占率达 40.14%。公司是为数不多进入国际封测市场供应商体系的中国半导体设备厂商，客户包括长电科技、通富微电、华天科技、华润微电子、日月光集团等国内外知名半导体厂商，覆盖半导体产业设计、制造、封装三大环节。2016-2019 年，公司营收由 1.12 亿元上升至 2.55 亿元，CAGR 为 32%，归母净利由 0.41 亿元上升至 1.02 亿元，CAGR 为 35%，毛利率始终维持在 80%以上的高水平。

半导体产业链国产化加速，测试机进口替代空间广阔

测试设备是集成电路设计、生产环节的核心设备，占所有半导体设备比重在 8-10%左右，主要包含测试机（占比 63%）、探针机（占比 15%)和分选机（占比 17%）等，我们测算 2020 年我国半导体测试机市场规模约为 43.6 亿元，其中模拟类约 5.1 亿元，低端数字类约 10.1 亿元，SoC 类约 22.7 亿元。

国家政策与资金持续加码加速半导体国产化，国内晶圆厂扩产潮和下游封测厂产能配套，将带动晶圆检测环节和成品测试环节测试设备需求放量。测试机空间大、进口替代相对难度较小，但国内半导体测试设备仍由国外厂商主导，2019 年国内测试机国产化率未超过 16%，本土测试设备公司成长空间仍然广阔。华峰依托本土优势和先进技术，切入模拟测试设备领域成果显著，目前模拟测试机国产化率已达 85%，2018 年华峰市占率达 40.14%，我们判断公司未来有望逐步向高端领域延伸。

拓展 SoC 及大功率器件领域，技术+客户优势打开成长空间

20 年 2 月，公司上市募资 16 亿元，主要用于扩产及 SoC、大功率器件测试设备的研发。项目落地后可形成年产 800 台模拟及混合信号类集成电路自动化测试系统以及年产 200 台 SoC 类集成电路自动化测试系统产能。2018 年国内 SoC 类测试机市场规模 8.5 亿元，是模拟类测试机的两倍，且 SoC 测试机自给率几乎为 0。募投项目巩固公司传统优势领域的同时，切入了市场空间更大、技术壁垒更高的 SoC 赛道，公司具备技术和客户优势，预计项目达产后 SoC 类测试机将带来年均超 5 亿元的营收增量。

同时，随着快充电源、新能源汽车等应用迅猛发展，以 GaN、SiC 材料为代表的第三代半导体市场规模快速增长，将为功率半导体测试贡献增量。公司在第三代半导体检测领域卡位较早，产品已得到大客户认可，未来 3-5 年，公司有望成为 GaN 等新兴领域的全球龙头。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 1.8 亿、2.9 亿、4.1 亿，分别同比增长 79%、59%、41%。对应 PE 为 130 倍、82 倍、58 倍，低于可比公司平均值，考虑到半导体封测设备国产替代趋势和行业高度景气，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：SoC 测试机和大功率器件测试系统研发不及预期、募投项目产能消化风险、半导体行业景气度下滑风险

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　研究助理：严佳）

扬农化工（600486）：融入先正达集团体系，农药白马再出发

投资要点

先正达赋能扬农成为全球农药原药龙头。扬农化工原实控人为中化集团，在两化合并背景下，通过杨农集团和先正达的资产置换，公司现由先正达集团控股，中国化工是实际控制人。全球农药巨头中，先正达是不多的外采比例较大的企业，扬农强大的工程能力和先正达较大比例的原药外采比例确保了双方的双赢。从优嘉五期的环评公告看，端倪已现。

加码菊酯，进一步巩固公司在全球菊酯产业中的优势：菊酯产业是杀虫剂产业的顶级子赛道，需求稳步增长。公司涉足菊酯产业已有近 50 年的历史，依托一体化优势和强大的研发能力，公司与住友化工形成双寡头。随着环保和食品安全意识的增强，高毒高残留杀虫剂被世界各地陆续抑制或禁止，拟除虫菊酯以其高效、低毒的特点在杀虫剂市场的占有率不断提高。

草甘膦未来格局有望转好：环保高压使小产能出清，进入壁垒提高。甘氨酸法的原材料价格上涨利好公司二乙醇胺 IDA 法工艺。全球转基因作物种植面积持续扩大拉升草甘膦需求，草甘膦行业基本面持续改善，公司将充分享受草甘膦行业稳步向好的红利。

公司以麦草畏龙头享需求增长红利：抗麦草畏转基因作物的大力推广引领麦草畏需求的迅速增长。公司的麦草畏产能占全球产能的 56%，工艺采用收率优于竞争对手的二氯苯工艺，在麦草畏领域独占鳌头。公司加大研发投入力度，解决三废处理问题，积累专利技术，以环保优势形成自己的护城河。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 94.19 亿元、113.10 亿元和 124.22 亿元，归母净利润分别为 12.92 亿元、15.35 亿元和 16.77 亿元，每股收益分别为 4.17 元、4.95 元和 5.41 元，当前股价对应 PE 分别为 37X、31X 和 28X。考虑到麦草畏在美国获批需求大幅提高，公司作为麦草畏全球龙头和农药白马的地位，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：优嘉项目建设进度不及预期的风险；麦草畏在美国实际销售进展不及预期；中美贸易关系不稳定的风险；反转基因对农药需求的风险。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

快手-W（1024.HK）：用户破圈迅猛，商业化能力快速提升

投资要点

快手：从工具到社区，从社区到生态。快手是国内起步最早的短视频平台之一，也是当前全球短视频领域的龙头企业。2017 年、2018 年及 2019 年及 2020H1，快手应用的平均 DAU 用户分别为 0.67 亿、1.17 亿、1.76 亿及 2.58 亿，平均 MAU 用户分别为 1.36 亿、2.41 亿、3.30 亿及 4.85 亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020H1，日活跃用户平均每天在快手应用花费超过 85 分钟。

行业趋势：用户渗透步入中后期，商业化仍有较大空间。短视频行业在经历 20Q1“跨年+疫情”双重催化带来的渗透率高点后，在 Q2 及 Q3 整体回归平稳增长阶段。但预计随着流量成本的进一步下降、短视频内容丰富度的进一步提升，中国短视频及直播用户规模及时长仍将保持增长，预计到 2025 年，25.1%的移动互联网时长占比将基于短视频和直播。短视频和直播平台主要通过虚拟礼物打赏及线上营销服务进行变现，这二者仍是最直接的市场机会，2019 年中国以收入计的直播虚拟礼物打赏市场规模已达到人民币 1400 亿元，预计在 2025 年将达到人民币 4166 亿元，复合年增长率为 19.9%。更大的增量将来自广告营销，通过短视频及直播平台的移动广告市场规模于 2019 年达到 814 亿元，预计在 2025 年将达到 4653 亿元，复合年增长率为 33.7%，包括电商广告在内的广告营销投放仍有较大发展空间，2025 年直播电商占零售电商交易规模占比有望将由 2019 年的 4.2%提升至 23.9%。更远视角，我们看好基于短视频平台的游戏、教育、中长视频等新应用带来的增长潜力。

公司主要业务以直播打赏及广告营销为主，电商等新业务快速增长。2017 年、2018 年、2019 年与 2019H1 及 2020H1，直播打赏收入占比分别为 95.3%、91.7%、80.4%、86.9%及 68.5%，预计随着广告及其他业务的增长，打赏收入占比将逐渐降低，直播打赏业务在一定程度上也受到了直播电商业务快速增长的分流。快手线上营销强劲增长，收入占比不断增加，2020H1 收入占比达到 28.3%，随着公司用户数的快速增长及公域流量占比的提升，预计快手广告价值将快速释放。快手其他服务主要包括电商业务、网络游戏及在线知识分享等其他增值服务，当前收入占比仍然较低，但增长前景看好。

投资建议：短视频平台的算法分发模式效率高于传统编辑分发及社交分发，具有更高的广告天花板，用户流量的增长及广告产品的日益丰富是快手广告营销业务得以快速增长的主要原因，在进行 8.0 的重大改版后，也将快速打开快手的广告业务空间。我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 587.32/923.92/1,363.93 亿元，经调整净利润分别为 -109.62/-109.36/10.14 亿元，发行价对应 2021 年 PS 为 4.3 倍，建议关注。

风险提示：竞争趋于激烈，政策风险，商业化低于预期

（证券分析师：张良卫　证券分析师：周良玖）

数据港（603881）：机柜规模快速扩大，EBITDA 稳步向上，整体业绩高速增长不停歇

投资要点

事件：2 月 4 日，数据港公布 2020 年年度业绩快报，2020 年全年实现营业收入 9.16 亿元，同比增长 26.3%，实现归母净利润 1.37 亿元，同比增长 23.91%。

下半年项目交付顺利，规模高速扩张：截止 2020 年末，数据港 IT 负载合计约 250.3MW，较 2020 上半年新增 IT 负载 28.4MW，较 2019 年末（141.1MW）新增 IT 负载量 109.2MW，。同时 IT 负载量按照 5KW 标准机柜进行折算后，2020 年数据港在运营的机柜数超过 5 万个。此外，数据港全年项目交付顺利，我们认为，随着流量的不断提升，以及下游客户需求端旺盛，数据港可以很好的满足客户上架率诉求强的需求，2021

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年有望带动业绩全面增长。

EBITDA 与净利润双向驱动业绩稳步增长：考虑到 IDC 作为重资产行业，为更好的反映数据港的业绩变化，对数据港的 EBITDA 进行分析，据 2020 年业绩快报披露，2020 年归母净利润 1.37 亿元，同比增长 23.91%，2020 年 Q4 净利润达到 0.26 亿元，同比增长 56.02%。，2020 年 EBITDA 实现 5.47 亿元，较去年同比增长 55.54%，从单季度变化来看，Q4 单季度 EBITDA 实现 1.53 亿元，较 2019 年 Q4（0.73 亿元）增长 108.31%。对比归母净利润与 EBITDA 增速，EBITDA 增速快于归母净利润。

全年收益于5G新基建与自身运维优势，未来流量有望带动业绩不断向上：2020 年全年公司受益于国内“新基建”推动，以及 5G、人工智能的飞速发展，行业整体需求体量快速提升，使得板块受关注度高，同时利用自身的运维优势，在整个数据中心需求持续增加的情况下，驱动整体业绩不断向好。从费用变化来看，经营情况恢复状况良好，单第四季度受到疫情影响小，销售活动恢复，2020 年 Q4 达到 73 万，环比提升 34.78%，同比下降 65.02%，Q4 销售活动逐步向好，表明疫情影响逐步消除，经营活动逐步恢复。

盈利预测与投资评级：预计 2020-2022 年的营业收入分别为 9.16、13.70、19.53 亿元，归母净利润分别为 1.26、2.16、3.11 亿元，EPS 分别为 0.54、0.92、1.32 元，对应的 PE 估值分别为 92/54/37X，持续看好数据港未来业绩增长，维持“买入”评级。

风险提示：云厂商资本开支不及预期，行业政策红利不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

三峡水利（600116）：控股股东启动新一轮增持，更多惊喜落地值得期待

投资要点

事件：公司公告，1）2020 年的增持计划实施期限届满，长电资本合计增次 0.30 亿元。2）2021 年 2 月 2 日-2 月 4 日，长电投资增持公司股份 0.03 亿股、增持金额 0.27 亿元。

2 月 2 日-2 月 4 日开始的新一轮增持仅仅是开始，更多惊喜落地和兑现值得期待。

根据公司公告，1）2020 年股东增持计划于 2021 年 2 月 3 日届满，长电资本累计增持公司股份 422.36 万股、增持金额 0.30 亿元。2）2021 年 2 月 2 日-2 月 4 日，长电投资增持公司股份 316.27 万股，增持金额 0.27 亿元。增持完成后，公司控股股东长江电力及其一致行动人三峡资本、长电资本、新华水力、三峡电能、长电投资合计持有公司股份 3.64 亿股，占公司总股本的 19.05%。我们分析认为，公司控股股东的一系列增持行为并不是孤立的事件，需要和公司资产重组后的一系列行动放在一起考虑，如果我们动态地观察和跟踪公司自资产重组以来的变化，会发现：

1）2020 年 6 月份公司重大资产重组完成；

2）8 月份公司半年报制定《职业经理人管理制度》；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

3）10 月份公司董事会决议修订高管人员年薪管理办法;

4）10 月份三峡电入渝正式落地;

5）11 月份承接控股股东长江电力的乌东德、白鹤滩电站运维检修服务业务;

实际上，从 6 月重组完成到现在，也仅仅 7 个月的时间，公司已经先后完成了:

一、机制上，通过薪酬体制机制改革充分释放员工活力;

二、业务上，三峡电入渝标志公司成长逻辑兑现第一步;

三、运维检修服务项目落地充分彰显大股东对公司的支持力度;

从长江电力入主上市公司、到主导重大资产重组、到增持股份、再到三峡电入渝和电站运维检修项目的扶持，结合三峡集团承诺公司是集团内部唯一配售电平台，仅仅 19.05%的持股比例，或难以满足集团和长江电力对于公司寄予的厚望，所以我们预计 2 月 2 日-2 月 4 日开始的新一轮增持仅仅是开始，更多惊喜落地和兑现值得期待。

盈利预测与投资评级: 我们预计公司 2020-2022 年的 eps 分别为 0.36、0.47、0.60 元，pe 分别为 24、19、15 倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

科达利（002850）：就近配套锁定大客户，产能扩张优势进一步扩大

投资要点

事件：公司公告，拟在四川省宜宾市投资设立全资子公司，投资建设年产值约 20 亿元的动力电池精密结构件项目产能，总投资不超过 10 亿元，资金来源为企业自有资金。

就近配套锁定大客户，产能扩张优势进一步扩大。目前公司惠州、溧阳、大连三大基地稳定生产，产值超过 40 亿，同时在建惠州二期、宁德基地、德国基地、瑞典基地，此次新增扩建宜宾基地，总投资 10 亿，预计将新增 20 亿产值，全部达产后，预计公司产值将达到 120 亿产值。本次扩建，我们预计：1）进一步增强公司的规模优势，科达利绑定宁德、LG、特斯拉等，目前产能是竞争对手 10 倍以上，本次扩产将进一步增强公司的规模优势，新进入者难以构成威胁，公司在研发能力、生产管理、产能布局、成本管控等方面全面领先，龙头地位稳固。2）就近配套宁德时代产能，份额有望进一步上升。公司为宁德时代核心供应商，宁德时代加速扩产，四川基地规划产能预计达 100GWh 以上，公司在四川周边配套建厂，在宁德时代份额有望上升，若配套 70%，22/25 年分别增厚 6/30 亿收入，以 21 年总收入为基准对应弹性约 15%/80%，业绩弹性巨大。

锁定全球一线电池企业、车企，22 年海外客户爆发，长期成长空间确定。公司作为全球结构件龙头，是宁德时代的主供，份额近 60%，深度绑定宁德时代的同时，公司积极逐步提升了 LG、中航锂电、亿纬锂能、松下等份额。此外，公司积极拓展海外客户，与 Northvolt 签订 40gwh 的供货协议，预计从 22 年将开始贡献收入。公司锁定全球一线企业订单，多元化的优质客户储备，将持续为公司提供增长动能，预计海外客户 22 年将

请务必阅读正文之后的免责声明部分

爆发，长期成长空间确定。

高价值新产品有望突破，贡献新增长点。公司为特斯拉核心供应商之一，为全球 M3 和 MY 配套连接件，我们预计单车价值量 200-300 元，特斯拉 MY 和 M3 产量超过 45 万辆，预计可为公司贡献 1 亿以上收入。由于公司与特斯拉长期稳定合作关系，我们预计公司后续有望新增配套其他零部件，增厚利润。此外，公司小电芯结构件已进入国际大客户的 TWS、手表供应链，取代铝塑膜，盈利能力高，预计 21 年开始放量。

短期经营情况持续向好，21 年重回高增长。电动车行业自 20 年 4 季度以来，销量持续向好，新势力、特斯拉等销量屡创新高，行业景气度持续向上，订单旺盛。公司 Q1 延续满产状态，按照目前产值推算，我们预计 Q1 收入有望超过 8 亿，环比微增，同比将超过 150%以上。全年收入我们预计有望达到 35-40 亿，且随产能利用率提升，盈利水平同比降大幅提升，有望恢复至 11%+，因此我们预计 21 年公司将重回高增长。

盈利预测：我们预计 20-22 年归母净利润 1.8/4.4/6.3 亿，同比增长 -24%/145%/41%，对应 PE 为 95x/39x/28x。公司为结构件全球龙头，21 年业绩将恢复高增长，我们给以 21 年 55xPE 对应目标价 105 元，维持“买入”评级。

风险提示：销量低于预期，政策低于预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

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