东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 27 日

晨会编辑 陈李
执业证号：S0600518120001
021-60197988
yjs_chenl@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：哪些受益，哪些受损？

在新的测算框架下，2021 年一季度中国 GDP（不变价）增速约为 22.7%，比我们此前预测的 18%高出 4.7 个百分点。

需要强调的是，“就地过年”现象对经济数据的扰动仅是一次性的，可能会带来一定的投资机会，但不应过分解读其对 2021 年整体经济走势的影响。

策略周评：东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向成长——市场温度计

机构行为：内外资风格偏向成长。外资偏好计算机、银行、医药等行业，对农林牧渔、国防军工、食品饮料等行业相对谨慎。公募基金抱团趋弱，风格偏向以 TMT 为代表的成长板块。

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 1202 亿元。A 股资金大幅净流入 1287 亿元，前值 1514 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、市盈率角度来看为头部跑赢尾部，从净利润同比增速角度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轻微下降；行业间的分化较上周下降。

固收金工

固收点评：央行大额净回笼，流动性真的要紧了吗？

1 月 26 日央行延续地量投放 20 亿元，当日有 800 亿元逆回购到期，银行间市场流动性暂紧。我们认为市场利率暂时性大幅上升有两方面原因：第一，央行 26 日地量操作与市场宽松预期不符，净回笼量较大，给市场以流动性收紧预期。27 日和 28 日还分别有 2800 亿元和 2500 亿元大额逆回购到期，更增添了“恐慌”因素。第二，25 日晚央行货币政策委员会委员马骏表示：有些领域泡沫已经显现，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。虽然其讲话并不代表央行官方的态度，但仍为市场增添了流动性收紧的预期。综上，市场利率变动来自对央行操作的判断，未来利率走势从根本上依赖于央行的动向。但央行流动性真的会立即收紧吗？我们认为答案是否定的。

行业

非银金融：财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会

权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移；资本市场改革不断释放行业红利，公募基金迎来发展黄金时代；权益市场升温，聚焦财富管理与资产管理的公司将深度收益。

风险提示：1）监管趋严，流动性收紧；2）国内外疫情控制不及预期；3）市场成交额不及预期

推荐个股及其他点评

华熙生物（688363）：功能性食品对华熙意味着什么？——从中国制造到中国品牌，多品牌大集团可期

公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械、终端化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固，看好长期发展前景。我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 6.81/7.92/9.22 亿元，同比增速分别为 16.4%/16.4%/16.3%，对应 135/116/100 倍 PE，鉴于测算得出长期公司收入体量有望超 200 亿元，空间十分广阔，维持“买入”评级。

天孚通信（300294）：全年业绩符合预期，产品线导入顺利、行业需求景气，高速稳健增长可期

根据关键假设及近期财报，上调盈利预测，预计 2020-2022 年实现归母净利润分别为 2.63 亿元、3.47 亿元和 4.53 亿元（之前为 2.42 亿元、3.09 亿元和 4.11 亿元），实现 EPS 分别为 1.32 元、1.75 元和 2.28 元（之前为 1.22 元、1.55 元和 2.07 元），对应的 PE 估值分别为 35/26/20X。维持“买入”评级。

金能科技（603113）：产业闭环典范，产能释放在即

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020~2022 年实现收入分别为 70.60 亿元、109.82 亿元、139.19 亿元，归母净利润分别为 8.35 亿元、12.78 亿元和 16.21 亿元，每股收益分别为 0.98 元、1.51 元和 1.91 元，当前股价对应 PE 分别为 21X、14X 和 11X。考虑到公司 PDH 和 PP，以及绿色炭黑项目即将集中投产，当前市值对应在建装置投产后的估值较为便宜，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：在建项目投产进度及提负荷进程不及预期的风险，油价大幅波动的风险。

蓝思科技（300433）：业绩超高增长创新高，新篇章开启

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 48.88-50.61 亿元左右，同比增长 98%-105%，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 14.56-16.29 亿元，同比增长 7.03%-19.73%。

奇安信（688561）：营收稳步增长，行业多点共振龙头有望继续受益

事件：公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年度实现营收收入 41.00—42.50 亿元，同比增长 29.99%-34.75%。实现归母净利润-3.90—-2.80 亿元，亏损同比减少 21.21%-43.43%。扣非净利润为-6.20—5.00 亿元，亏损同比减少 9.88%-27.33%。

长城汽车（601633）：Q4 业绩超预期！继续重点推荐

预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 PE 为 73.32/34.35/27.26 倍。公司新一轮产品周期向上，叠加智能驾驶技术布局的催化，维持“买入”评级。

阳光电源（300274）20 年业绩预告点评：业绩符合预期，市占率大幅提升，龙一地位稳固

20 年公司业绩 18.5-20.5 亿元，同比增长 107.4%-129.8%，符合预期。20 年公司业绩 18.5-20.5 亿元，同比增长 107.4%-129.8%，符合预期。公司发布 2020 年度业绩预告，20 年收入 190.0-200.0 亿元，同比增长 46.12%-53.81%；20 年全年归母 18.5-20.5 亿元，同增 107.40%-129.82%。20 年 Q4 收入 70.91-80.91 亿元，同增 21.86%-39.04%，环增 42.76%-62.90%；Q4 归母 6.54-8.54 亿元，同增 93.49%-152.66%，环比-12.68%-14.02%。

鸿远电子（603267）：自产与代理业务双轮驱动，2020 年净利

润预增 66%-77%

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 4.87/7.04/9.71 亿，对应当前股价 PE 为 72/50/36 倍，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：哪些受益，哪些受损？

观点

近期“就地过年”对 2021 年一季度 GDP 的影响受到市场热烈关注，但迄今的分析依然仅是简单判断了其对“生产”和“消费”的两大作用方向。本篇报告中，我们沿用此前的 GDP 生产法下行业视角预测框架，即从三大产业出发，分行业研判“就地过年”影响，进而修正我们对一季度 GDP 增速的预期。

第一产业：不受“就地过年”影响，预计回归常态趋势。假设 2021 年一季度一产回到其常态产值水平。由此计算得到 2021 年一季度一产同比 10%左右，拉动 GDP 增长 0.8%。

第二产业：对“就地过年”最敏感，春节前后生产效率有望提升。“就地过年”减少了春节黄金周前后（腊月十五至正月十五）工作日因人口回乡返程带来的产出损失。我们预计一季度第二产业的同比增速 33%，拉动 GDP 增长 12.5%。

第三产业：“就地过年”影响分化，受损行业多于受益行业。我们依据是否受“就地过年”影响将三产分为两类行业：

（1）金融业和房地产业几乎不受影响，比如银行贷款的投放量、居民的购房决策并不会因“就地过年”而显著改变，预计 2021 年一季度 GDP 同比分别为 7.7%、12%。

（2）其他服务业（预计一季度 GDP 同比 15%，下同）、交运业受益（33%），住宿餐饮（50%）、批零（21%）、租赁（16%）、信息软件业（20%）受损。整体上，我们预计第三产业拉动 GDP 增长 9.4%。

综上，在新的测算框架下，2021 年一季度中国 GDP（不变价）增速约为 22.7%，比我们此前预测的 18%高出 4.7 个百分点。

需要强调的是，“就地过年”现象对经济数据的扰动仅是一次性的，可能会带来一定的投资机会，但不应过分解读其对 2021 年整体经济走势的影响。

风险提示：实际就地过年人群占比较预测值偏离较大，疫情恶化程度加剧。

（证券分析师：陶川　研究助理：邵翔　研究助理：赵艺原）

策略周评：东吴策略·公募抱团趋弱，风格偏向成长——市场温度计

机构行为：内外资风格偏向成长。外资偏好计算机、银行、医药等行业，对农林牧渔、国防军工、食品饮料等行业相对谨慎。公募基金抱团趋弱，风格偏向以 TMT 为代表的成长板块。

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 1202 亿元。A 股资金大幅净流入 1287 亿元，前值 1514 亿元，净流入主要由公募基金发行贡献。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

头尾部对比：从绝对股价、市盈率角度来看为头部跑赢尾部，从净利润同比增速角度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轻微下降；行业间的分化较上周下降。

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

固收点评：央行大额净回笼，流动性真的要紧了吗？

事件

2021 年 1 月 26 日，人民银行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，当日 800 亿元逆回购到期，净回笼 780 亿元。在此影响下，银存间质押回购利率出现较大增幅，DR001 达 2.7746%，较昨日上升 27.91BP，创逾 15 个月新高；DR007 达 2.7851%，较昨日上升 36.33BP，盘中一度高于 3%，创年内新高。

观点

央行重回小额投放，银行间市场流动性暂紧。为应对 1 月中下旬银行缴税缴准带来的流动性紧张局面，1 月 19 日央行一改 1 月初以来的“地量”投放，转为大额投放。1 月 19 日-1 月 21 日，央行分别投放 800 亿元、2800 亿元和 2500 亿元。1 月 22 日以来，央行重回小额投放。尤其是 1 月 26 日，央行延续地量投放 20 亿元，但当日有 800 亿元逆回购到期，净回笼 780 亿元，银行间市场流动性暂紧。我们认为市场利率暂时性大幅上升有两方面原因：第一，央行 26 日地量操作与市场宽松预期不符，净回笼量较大，给市场以流动性收紧预期。叠加 27 日和 28 日还分别有 2800 亿元和 2500 亿元大额逆回购到期，更增添了“恐慌”因素。第二，25 日晚间央行货币政策委员会委员马骏表示：有些领域泡沫已经显现，如股市、房地产市场，这些都与流动性和杠杆率的变化有关。虽然马骏委员的讲话并不代表央行官方的态度，但仍为市场增添了流动性收紧的预期。综上，市场利率变动仍然来自于对央行操作的判断，未来的利率走势从根本上依赖于央行的动向。但央行流动性真的会立即收紧吗？我们认为答案是否定的。

春节前银行间市场还有多少流动性缺口？我们主要从现金走款、财政存款和银行缴准三个方面对春节前的流动性缺口进行测算。现金走款造成流动性缺口 9000 亿元，财政存款造成流动性缺口 5000 亿元，银行缴准造成流动性缺口 2375 亿元。综上我们预计春节前夕流动性缺口约为 16000-17000 亿元之间。如以春节前一个月为周期，1 月 12 日以来央行已累计净投放 4555 亿元流动性，央行仍需投放 1.1-1.2 万亿元流动性。

央行可能采取何种方式维护流动性？首先我们认为全面降准的概率较小：1）1 月 15 日，针对降准问题，央行货币政策司司长孙国锋表示：不论与其他发展中国家相比还是与我国历史上的准备金率相比，目前的存款准备金率水平都不高。2）当前我国货币乘数处于较高位水平，如果继

请务必阅读正文之后的免责声明部分

续下调准备金率将导致货币乘数继续上升。3）春节前夕银行间流动性缺口问题仅仅是暂时的，如果央行采取全面降准的措施将释放货币政策宽松的信号，与央行坚持“稳”字当头的货币政策相矛盾。其次对于央行可能采取的措施：我们认为 1）央行可能采取临时流动性便利（TLF）/临时准备金动用安排（CRA）等临时性创新型货币政策工具解决短期流动性问题。虽然当前已错过政策实施的最佳时期，但不排除央行继续创新与之类似的其他创新型货币政策工具的可能。2）央行可能采取“逆回购+SLO+MLF”传统货币政策工具组合方法解决春节前的流动性问题。虽然 1 月 22 日以来央行重回精准小额投放，但结合流动性缺口测算，我们认为其采取逆回购+SLO 操作，并在 2 月初超量续作 MLF 解决流动性问题也是可能的。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济恢复超预期，国内外疫情反复。

（证券分析师：李勇）

行业

非银金融：财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会

投资要点

权益市场吸引力增强，居民资产配置逐步向金融资产转移：1）目前我国居民资产配置仍以银行存款和房地产为主，截止到 2016 年，两者在居民资产中占比超 70%，但是近年来，房地产受到“监管冲击+刚需减弱”的影响，储蓄收益率则受制于全球利率水平下行，预期未来有进一步下降的可能性，储蓄以及房资产投资的吸引力逐渐减小，居民资产配置重点将逐步发生转移。2）同样，由于“保本保息”而被广为接受的银行理财在资管新规将下将不复存在，破净理财数量有所上升，且银行理财预期收益率水平迅速下降，2021 年 1 月 17 日 1 年期银行理财预期年收益率仅为 3.45%，较 2019 年年末下降 79BP，“破刚兑+收益率下降”，理财产品吸引力也随之减弱。3）权益市场吸引力增强，发展空间广阔。2021 年开年延续了 2020 年的结构性牛市趋势，2021 年 1 月上半月日均股基成交额 1.24 万亿元，市场持续升温。对标海外成熟资本市场，2019 年我国股市市值/GDP 几位内 59%，低于美、日等国家（100%+），未来发展空间广阔。

资本市场改革不断释放行业红利，公募基金迎来发展黄金时代：1）资本市场改革不断释放系统性红利，而“资管新规”给予了公募基金制度优势，伴随着基金业全方面监管体系逐渐形成，基金业良性发展已从制度层面打好坚实基础，而基金投顾业务的落地将提高个人投资者在权益市场的话语地位，有效促进居民资产向中长期资金转化，使得我国基金业迎来发展新发展期。2）“资管新规”促使我国资管业务逐渐规范化发展，且截至 2020Q3，我国资管业务规模总计 56 万亿元，较去年年末增长 8%，未来我国资管行业发展空间广阔；同时我国权益市场规模高速扩张，2020 年我国公募基金规模突破 20 万亿大关，总体净值规模达 32.72 万亿元，权益基金净值规模占总体规模的 27.36%，净值规模同比增长 108.9%，贡献了较多增量。3）我国新发基金近年来持续火爆，截至 2020 年，我国新发基金数量 1437 只，首次募集规模 3.18 万亿元，同比增长 120.5%，其中权益类基金表现亮眼，新发数量达 933 只，首次募集规模达 2.03 万

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元，同比增长 291.53%，占所有类型基金首次募集规模的 63.94%，成为新发基金大头；市场规模扩张、投资者结构变化、外资入场等因素促成我国投资机构化时代的来临。

权益市场升温，聚焦财富管理与资产管理的公司将深度受益。权益市场的升温，财富管理行业从中受益，包括赚取资产管理费、表现费的资产管理公司，赚取基金代销收入、管理费等收入的财富管理业务相关公司，以及赚取交易佣金的交易所、券商等。1）东方财富作为零售财富管理行业龙头，可转债发行，公司资本实力进一步增强，牌照资源丰富，天天基金保有量提升带动收入增长，权益市场升温叠加基金上线，财富金融生态圈进一步完善。2）惠理集团凭借自身出色的资产管理能力，2020 年度基金表现突出，预计年度基金表现费收入将大幅增长，有望迎来估值修复。3）香港交易所：A 股、港股互联互通加速，港股通成交净额、港交所日均成交金额不断走高，资产多元、国内外深度合作，港交所国际地位不断巩固，长期处于价值洼地的港股有望迎来估值修复，香港交易所将从中受益。4）2020 年基金净利润爆发驱动基金公司背后参/控股的各大券商业绩增长，建议关注参股易方达基金及控股广发基金的【广发证券】，参股汇添富基金的【东方证券】，参股华夏基金的【中信证券】。

风险提示：1）监管趋严，流动性收紧；2）国内外疫情控制不及预期；3）市场成交额不及预期

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

推荐个股及其他点评

华熙生物（688363）：功能性食品对华熙意味着什么？——从中国制造到中国品牌，多品牌大集团可期

投资要点

自研 HA 获批添加至普通食品，功能性食品新品牌上市。公司是国内口服透明质酸钠先行者和推动者，十余年来致力于推动国内口服透明质酸钠的合法化。2021 年 1 月 7 日，国家卫健委正式批准公司申报的食品级透明质酸钠（HA）原料可作为新食品原料用于普通食品添加，意味着我国透明质酸终端市场进一步放开。1 月 22 日，公司发布首个终端食品品牌“黑零”，同时发布含透明质酸的咀嚼片、软糖、饮品等新品。

我国功能性食品方兴未艾，空间广阔，有望复制日本万亿市场成长之路。中国功能性食品涵盖功能性普通食品和保健食品，2019 年保健食品近 1800 亿元，功能性普通食品发展尚处于初期。邻国日本近三十年来，在法规支持、政府资金投入、健康意识提升以及品牌创新宣传等因素刺激下，功能性食品总规模破万亿日元，其中主要归为普通食品的功能性标示食品规模预计超 3000 亿日元。参考日本人均水平，预计我国功能性普通食品终端市场短期/长期规模分别大于 350/1200 亿元，食品级 HA 原料市场短期/长期规模分别大于 10 亿元/50 亿元。

多品牌战略笃定，布局功能性食品造新增长极，股权激励营收目标高增。（1）原料：2018 年食品级销量占全球 1/4 以上，且不断扩产中，自研食品级原料品质优异；（2）医疗终端：2020 年上市新品润致“娃娃针”水光针，推广较为顺利，在合规性、舒适性、持久性等方面具有差异化优

请务必阅读正文之后的免责声明部分

势；（3）功能性消费品：2020 年多个功能性护肤品牌呈现高速增长，润百颜/夸迪天猫旗舰店分别+188%/+10076%。公司在透明质酸新政推出之前即布局含透明质酸保健品和进口食品，新规后推出的新品牌“黑零”有望逐步放量；（4）股权激励：2021 年 1 月 19 日发布限制性股权激励计划，营收目标高增，有望推动各领域市占率进一步提升。

护城河深筑，看好具有一体化优势的功能性消费集团。护城河主要体现为扎实的原料端优势，以及由此赋能而高速发展的多品类、多品牌的功能性消费品。一方面，原料端是基础和土壤。另一方面，“强制造”为“强品牌”赋能，多板块、多品牌的大消费集团已初具模样。

盈利预测与投资评级：公司是全球透明质酸产业龙头，原料业务稳步发展，不断向终端医疗器械、终端化妆品和食品等领域延伸，“四轮驱动”下一体化优势稳固，看好长期发展前景。我们预测公司 2020-22 年归母净利润分别为 6.81/7.92/9.22 亿元，同比增速分别为 16.4%/16.4%/16.3%，对应 135/116/100 倍 PE，鉴于测算得出长期公司收入体量有望超 200 亿元，空间十分广阔，维持“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，食品安全，行业监管风险，产品推广不及预期。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：汤军　证券分析师：朱国广　证券分析师：张家璇）

天孚通信（300294）：全年业绩符合预期，产品线导入顺利、行业需求景气，高速稳健增长可期

投资要点

事件：1 月 25 日，天孚通信公布 2020 年业绩预告，2020 年天孚通信预计实现归母净利润 2.57 亿元-2.90 亿元，同比上升 54%-74%；预计实现扣非归母净利润 2.38 亿元-2.72 亿元，同比上升 59.45%-82.48%；预计实现 EPS1.2960 元-1.4643 元。

Q4 单季度业绩增速环比有所放缓，但同比去年仍维持较高增速：根据业绩预告，2020Q4 单季度天孚通信归母净利润中值为 5872 万元，扣非归母净利润中值为 5552 万元，环比 Q3 分别下降 33.41%和 32.96%，主要原因是四季度电信和数通下游需求均有所放缓。但同比来看，Q4 单季度天孚通信归母净利润和扣非归母净利润同比分别上升 45.53%和 56.94%，同比仍维持较高增速。

子公司并表贡献短期业绩，5G 和数据中心共振逻辑不改：天孚通信子公司天孚精密和北极光电分别于 2020 年 5 月和 2020 年 9 月实现并表，给 2020 年业绩带来正向影响，未来母公司和子公司之间的协同效应将持续给公司业绩带来增量。外部环境来看，全球 5G 网络和数据中心建设加速带动公司多个产品线增量提效，在扩大量产规模的同时提升了盈利能力，助力公司业绩提升。

下游需求回暖叠加产线扩充，长期业绩仍将维持快速增长：一方面，11 月以来国内移动数据流量增速提升，全球范围内 5G 稳步推进，将持续带动光模块下游需求长期向好；另一方面，天孚通信不断扩充产线，收购天孚精密和北极光电将加速公司产线扩张进程。此外，1 月 20 日公司定增落地，将在激光芯片集成高速光引擎、硅光芯片集成高速光引擎和高速光引擎用零组件三大类产品加速布局，助力公司业绩进一步提升。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：根据关键假设及近期财报，上调盈利预测，预计2020-2022年实现归母净利润分别为2.63亿元、3.47亿元和4.53亿元（之前为2.42亿元、3.09亿元和4.11亿元），实现EPS分别为1.32元、1.75元和2.28元（之前为1.22元、1.55元和2.07元），对应的PE估值分别为35/26/20X。维持“买入”评级。

风险提示：5G产业进度不及预期，光通信产业进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

金能科技（603113）：产业闭环典范，产能释放在即

投资要点

循环经济理念深入骨髓，掌门人具有敏锐的洞察力和执行力。公司目前有齐河和董家口两个基地。齐河基地的特点在于焦化和精细化工产业闭环，是基于公司当时能力范围内的最优方案。上市后，公司察觉到煤焦化一体化模式在华北地区发展可能遇阻，筹划在董家口建设90万吨PDH+48万吨炭黑+90万吨聚丙烯项目，该项目不仅实现了产业闭环，而且也是在当时的能力范围内的最优选择。目前董家口项目产能释放在即，公司的盈利有望再上台阶。

供给侧改革推动焦炭景气度回升，公司有望以价补量。华北地区的焦炭、冶金产业同时影响长三角和环渤海地区的大气质量，成为环保治理的重点子行业。2020年，焦炭供给侧改革进一步推进，山东省工信厅、发改委、生态环境厅联合发文，对全省煤炭消费和焦炭产量提出硬性要求，实施以煤定产。根据通知，公司焦炭核定产量下降为153万吨/年，但是，伴随焦炭景气度的回升，焦炭业务有望以价补量。

炭黑产能结构性过剩，董家口基地优势显著。炭黑下游主要是轮胎消费，近年来国内炭黑开工率整体处于50%~70%，结构性过剩严重，高性能炭黑需求紧张。公司在建炭黑项目定位于高性能、专用炭黑，董家口基地可以较好辐射山东周边和东南亚市场。

十四五当量丙烯仍有缺口。石油化工规划院专家认为，十四五末，国内当量丙烯仍有一定缺口。PDH的原料相对石脑油有一定的折让，丙烯的价格锚定在石脑油裂解制乙烯技术路线，不仅如此，公司的丙烷脱氢装置和炭黑装置可以产业闭环，综合成本好过市场平均水平。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2020~2022年实现收入分别为70.60亿元、109.82亿元、139.19亿元，归母净利润分别为8.35亿元、12.78亿元和16.21亿元，每股收益分别为0.98元、1.51元和1.91元，当前股价对应PE分别为21X、14X和11X。考虑到公司PDH和PP，以及绿色炭黑项目即将集中投产，当前市值对应在建装置投产后的估值较为便宜，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：在建项目投产进度及提负荷进程不及预期的风险，油价大幅波动的风险。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

蓝思科技（300433）：业绩超高增长创新高，新篇章开启

公司发布2020年业绩预告，预计2020年归母净利润为48.88-50.61亿元左右，同比增长98%-105%，其中2020年Q4归母净利润为14.56-16.29

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元，同比增长 7.03%-19.73%。

投资要点

行业龙头强者恒强，业绩创新高：公司预计 2020 年归母净利润同比增长 98%-105%，其中 2020Q4 归母净利润同比增长 7.03%-19.73%，业绩创新高。2020 年以来，公司各类主要产品订单充足，市场需求持续旺盛，扩大了公司在全球中高端细分产品领域的市场份额；同时，公司新产品生产交付顺利，客户与产品结构持续优化，化工、刀具、抛光等材料自制比例持续提高，使得公司成本优势不断扩大，盈利能力稳步提升。

垂直整合战略成效显著，消费电子业务迈上新台阶：作为消费智能终端外观件龙头，公司持续加大新材料、新工艺、新设备、新产品的创新投入，依托领先的智能制造水平、快速打样及量产能力，公司实现了超瓷晶玻璃、四曲面 3D 玻璃等产品的首创应用，不断提升产品附加值，同时，公司已完成收购可胜、可利各 100%股权的交割工作，实现了向手机金属机壳加工及组装的业务拓展，随着玻璃+机壳+组装战略的推进，公司产品组合将更为完善，可为客户提供一站式综合产品解决方案，有望打造消费电子业务的全新增长点，提升公司综合竞争力和盈利能力，并为公司进一步向下游供应链进行业务拓展、提升市场份额奠定基础。

加速集聚全球优质客户资源，不断拓宽成长边界：公司凭借强大的研发创新能力、领先的工艺技术和先进的智能制造产线，提高各类智能终端的产品集成度，协同客户优化供应链管理成本，强化了产业链核心竞争力，2020 年公司定增如期发行，并得到众多长线价值投资机构的参与支持，凸显了公司在全球电子产业链的重要价值和优势地位。随着募投项目实施，公司一方面可巩固消费电子业务优势地位，把握 5G、IoT 等新兴机遇，另一方面将加快汽车电子布局，依托既有资源，提升智能汽车零组件产能，推进市场拓展。目前，公司汽车电子业务稳步推进，仪表盘+车窗产品有望成为公司的全新增量，单车价值显著提升。公司在玻璃、金属等领域的平台化竞争优势逐步凸显，与苹果、HMOV、特斯拉等知名客户达成合作，加速集聚优质市场资源，未来业绩增长动能充足。

盈利预测与投资评级：考虑收购可胜&可利，我们预计公司 2020/2021/2022 年营收为 390.48/630.41/800.18 亿元，同比增长 29.1%/61.4%/26.9%；归母净利润为 49.75/70.53/91.87 亿元，同比增长 101.5%//41.8%/30.3%，实现 EPS 为 1.00/1.42/1.85 元，对应 PE 为 35/25/19 倍。参考立讯精密等可比公司估值，给予公司 2021 年 35 倍目标 PE，目标价 49.7 元，目标市值约 2500 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：市场需求不及预期；新品推出不及预期；客户开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

奇安信（688561）：营收稳步增长，行业多点共振龙头有望继续受益

事件：公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年度实现营收收入 41.00—42.50 亿元，同比增长 29.99%-34.75%。实现归母净利润-3.90—-2.80 亿元，亏损同比减少 21.21%-43.43%。扣非净利润为-6.20—5.00 亿元，亏损同比减少 9.88%-27.33%。

投资要点

全年营收稳步增长：按照中值计算，2020 年营收为 41.75 亿元，同比增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

长 32.37%，归母净利润-3.35 亿元，亏损同比减少 32.32%，扣非净利润-5.60 亿元，亏损同比减少 18.60%。2020 年公司实施“高质量发展”战略，更注重营收增长质量。公司重点发力安全产品和服务业务，自研产品及服务营收占比持续提升，预计集成业务营收占比从 2020 年的 22%占比减少至 20%左右。因此，单看安全产品和服务业务，预计全年营收 32.8-34.0 亿元左右，同比增长 33.23%-38.10%。2020 年公司以毛利为导向的考核体系初见成效，随着公司营收规模加大、经营效率提升、研发平台协同效应进一步显现，预计 2021 年公司归母净利润亏损有望接近盈亏平衡。

受疫情影响，Q4 订单确认递延：2020Q4 单季度，实现营收 22.30-23.80 亿元，中值 22.55 亿元，同比增长 29.65%-38.37%，中值 31.10%；实现归母净利润 6.17-7.27 亿元，中值 6.72 亿元，同比增长 28.27%-51.14%，中值 39.71%。目前公司订单需要客户设备到客户现场上架实施后才能确认收入，12 月份由于北京疫情有一定复发导致订单现场确认受影响，预计部分订单将在 Q1 确认。

客户+产品端仍稳步推进，行业多点共振龙头有望继续受益：作为综合型体系化网安龙头，在金融、运营商、央企等企业级客户市场增长强劲，市场份额进一步扩大；基础架构安全产品中的零信任安全、代码安全，新 IT 基础设施防护产品中的云和服务器安全、应用与数据安全，大数据智能安全检测与管控产品中的态势感知、安全攻防与检测，以及安全服务等新赛道产品增长速度突出。2021 年随着政策（等保 2.0 等的监管加强）、技术（零信任、大物云移等）、防御模式（被动变主动）和安全需求等多点共振下，公司业绩仍有望保持高增长。

盈利预测与投资评级：略下调公司 2020-2022 年营收分别为 42.10 亿元、58.16 亿元、80.22 亿元，归母净利润分别为-3.30 亿元、-0.07 亿元、3.64 亿元。作为国内网络安全领域的龙头，目前仍处于相对高投入和前期布局阶段，给予公司 2021 年产品和服务 18 倍 PS，略下调目标价 128.30 元，维持“买入”评级。

风险提示：网络安全行业推进不及预期；产品+服务业务增长不及预期。

（证券分析师：郝彪）

长城汽车（601633）：Q4 业绩超预期！继续重点推荐

投资要点

事件要点：长城汽车业绩快报：2020 年实现营收 1032.83 亿元，同比+7.35%；归母净利润实现 53.92 亿元，同比+19.90%；扣非归母净利润实现 39.72 亿元，同比-0.37%。2020Q4 实现营业收入 411.40 亿元，同比+22.32%，环比+56.94%；归母净利润 28.05 亿元，同比+77.58%，环比+94.63%；扣非归母净利润 20.95 亿元，同比+49.90%，环比+94.88%。

H6 换代+大狗+欧拉等多款新车上量，Q4 销量高增长

2020H1 疫情影响严重，长城整车销量 39.43 万辆，同比-20.10%，营业收入及净利润分别同比-10.88%/-24.46%，表现较差。下半年开始，长城汽车内部组织变革+外部持续上市重磅车型，推动业绩加速向好。2020H2 实现整车销量 71.65 万辆，同比+25.94%，营业收入及净利润同比分别为+20.50%/+42.48%。Q4 来看，长城汽车哈弗/wey/皮卡/欧拉四大品牌批发销量依次为 30.52/2.82/6.47/3.23 万辆，同比依次为+22.98%/-6.50%/+27.87%/+284.32%，欧拉品牌同比涨幅较大；四大品牌

请务必阅读正文之后的免责声明部分

销量环比依次为+67.02%/+19.45%/+0.24%/+123.44%，哈弗/欧拉品牌高增长。

与销量趋势同步，Q4 单车收入&利润均改善

Q4 的单车收入 9.5 万元，环比+4.02%，单车净利 0.65 万元，环比+29.00%，两大核心盈利指标均与销量保持一致趋势，持续改善。背后原因主要来自于：1）规模效应。Q4 批发销量环比 Q3+50.88%。2）产品结构上移。哈弗品牌销量占比 Q4 环比 Q3 提升 6.80pct，欧拉环比提升 2.44pct。第三代 H6、大狗等新车折扣率保持低位，分别为 4.22%/1.67%。3）模块化。公司全新一代车型采用柠檬+坦克平台，零部件通用化率可达 60%-80%，且供应链开放效果日益突显。

长城 Q4 企业端去库存，折扣率小幅增加

根据我们自建库存体系及长城产销快讯，Q4 长城汽车企业库存当月-3373 辆，哈弗/皮卡小幅去库，wey/欧拉小幅补库，四大品牌企业库存分别-2649 辆、241 辆、-1547 辆、727 辆，企业库存累计为-24793 辆。根据我们自建价格体系显示：长城汽车 1 月上旬折扣率 9.04%，环比 10 月上旬+0.37pct。第三代哈弗 H6 折扣率 4.22%，环比 10 月上旬+3.36pct；第二代哈弗 H6 折扣率 14.27%，环比 10 月上旬+1.68pct。哈弗大狗折扣率 1.67%，环比 10 月上旬+1.67pct，成交价环比下降 3955 元。

投资建议：预计 2020-2022 年营业收入 1032.80/1430.91/1737.68 亿元，同比+7.3%/+38.5%/+21.4%，归母净利润 53.92/115.08/144.99 亿元，同比+19.9%/+113.4%/+26.0%，对应 PE 为 73.32/34.35/27.26 倍。公司新一轮产品周期向上，叠加智能驾驶技术布局的催化，维持“买入”评级。

风险提示：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）

阳光电源（300274）20 年业绩预告点评：业绩符合预期，市占率大幅提升，龙一地位稳固

投资要点

20 年公司业绩 18.5-20.5 亿元，同比增长 107.4%-129.8%，符合预期。20 年公司业绩 18.5-20.5 亿元，同比增长 107.4%-129.8%，符合预期。公司发布 2020 年度业绩预告，20 年收入 190.0-200.0 亿元，同比增长 46.12%-53.81%；20 年全年归母 18.5-20.5 亿元，同增 107.40%-129.82%。20 年 Q4 收入 70.91-80.91 亿元，同增 21.86%-39.04%，环增 42.76%-62.90%；Q4 归母 6.54-8.54 亿元，同增 93.49%-152.66%，环比-12.68%-14.02%。20Q4 中值来看，营收 75.91 亿元，同增 30.5%，归母中值 7.54 亿元，同增 123.1%，环增 0.67%，符合预期。

疫情加速出海+国内装机超预期，市占率大幅提升：公司全年逆变器业务出货量预计约 35GW，19 年 17.1GW，同增 100%+，市占率同比大幅提升 10 个百分点至 24%。其中 Q4 出货 16.5GW，环增接近 100%。公司 20 年出货市占率大幅提升主要原因在于：（1）疫情加速国内逆变器企业出海：今年疫情影响下，海外装机韧性极强，全年组件出口 73.8GW，同增 11.4%，预计全年海外装机约 95GW，同比 20 年有所增长，但疫情对海外制造企业有一定影响，加速了国内逆变器龙头出海；（2）公司产品竞争力强叠加渠道布局：公司产品竞争力强且多年来持续布局海外营销渠道，公司

请务必阅读正文之后的免责声明部分

自16年起海外销售持续高增增长，从16年1.2GW成长至20年的23GW+；（3）国内装机大超预期：20年国内装机大超预期，全年新增装机48.2GW，同比增长约60%，公司作为国内逆变器龙头，充分受益。

海外逆变器超预期增长，驱动盈利快速提升：分结构来看，20年海外占比约2/3，出货23-24GW，同比大增约160%；其中Q4国内海外出货占比约64%，约10-11GW，环增约80%，海外出货大幅超出市场预期。海外高增主要原因在于：公司提早布局全球渠道，同时今年欧洲、美国市场大爆发，公司在美国、东南亚、欧洲及澳洲等市场均有显著增长。受益于海外出货高增，结构优化毛利率提升，测算20年总体毛利率约34%左右，其中海外约40%，国内约23%，驱动盈利能力提升。

国内外均衡发展，全球逆变器龙头加冕：疫情加速逆变器格局集中，公司国内外均衡发展，逆变器龙头加冕：1）全球看，公司20年出货35GW，按全球装机143GW测算，公司市占率在24%，同比提升10+pct，位列全球TOP1；2）海外看，公司20年海外出货23-24GW，按海外装机95GW测算，公司市占率在25%，同比提升约14pct；3）国内看，公司20年出货11-12GW，按国内装机48GW测算，市占率约24%。

储能厚积薄发，高增长亮眼：预计公司2020年储能业务收入10.05亿元，同比增长85%+。长期来看，随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，预计储能行业未来三年将持续高速增长。公司阳光储能系统装机已连续四年稳居全国第一，将充分受益于储能行业未来的爆发式增长。根据调研机构HISMarkit公司的预测，全球储能市场会克服疫情带来的不利影响，预计20年全球储能系统的部署装机容量将超过5GW，25年全球储能装机容量达到19年2.7GW的5倍以上；2025年中国电池储能系统部署装机容量将达到6.5GW。

电站集成业务稳健增长：公司2020年电站集成业务收入100亿元左右，同增25.96%，毛利率预计较19年15.89%稍有下降致使利润略有下降，21年恢复增长。长期看，公司电站集成系统装机规模扩大，已累计开发建设超12GW，其中19年公司EPC全球市占率第二，长期将保持每年20-40%稳健增长。

变流器实现飞跃式发展：公司变流器涵盖1500~10000kW功率等级，包括全功率风能变流器和双馈风能变流器，全面覆盖国内主流风机机型，且新研发出3MW-10MW多款三电平变流器，为国内多家主流整机厂进行配套。今年风电装机大超预期，主机厂商放开变流器采购，公司由于多年积淀，技术实力领先，20年风电变流器业务实现飞跃式发展，预计2020年全年出货10GW左右，同比增长超6倍，21年预计有所下降。同时风电变流器约提前一季度交货，20Q3是风电变流器交货高峰，20Q4环比有所下降。

盈利预测与投资评级：我们预计公司20-22年业绩为：19.34、32.57、42.37亿元，同比116.7%、68.4%、30.1%，对应EPS为1.33、2.23、2.91元，目标价122.65元，对应21年55倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

鸿远电子（603267）：自产与代理业务双轮驱动，2020年净利润预增66%-77%

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件：公司发布 2020 年度业绩预告，预计实现归母净利润约为 46,259 万元-49,324 万元，同比增长约 66%-77%；扣非净利润 44,719 万元-47,785 万元，同比增长 78%-90%。

投资要点

自产与代理业务收入均大幅增长，全年净利润预增 66%-77%

2020 年度预计实现归母净利润 46,259 万元-49,324 万元（YOY+66%-77%），实现扣非净利润 44,719 万元-47,785 万元（+78%~90%），全年业绩大幅增长的主要原因为：（1）自产业务，公司自产业务以瓷介电容器和直流滤波器等产品为主线，持续加大资本支出和科研投入，不断提升产能和扩充产品品类，并受益于下游客户的强劲需求，自产业务的订单及收入较去年同期均实现了大幅增长；（2）代理业务，公司代理业务进一步加强了与核心客户的合作，扩充了代理品牌及产品类别，同时下游客户 2020 年度需求旺盛，使得公司代理业务收入实现了较快增长。

募投项目进展顺利，奠定公司业绩持续快速增长的基础

公司 IPO 募投项目预计 2020 年完成项目建设，其中：（1）电子元器件生产基地项目的实施，公司将扩大多层瓷介电容器的生产规模，预计高可靠多层瓷介电容器产品新增产能 7,500 万只/年，新增销售额 5.19 亿/年；（2）通用多层瓷介电容器产品新增产能 192,500 万只/年，新增销售额 0.16 亿/年；（3）通过直流滤波器项目的实施，预计直流滤波器产品新增产能 8 万只/年，新增销售收入 4,376.07 万元/年，净利润 1,543.83 万元/年。公司募投项目进展顺利，产能扩张奠定了公司未来业务拓展的基础，经营业绩或将保持持较快增长。

研发投入夯实技术优势，有望持续受益于军工市场高景气

2020 年公司在脉冲储能电容器、交流滤波器、陶瓷材料、电极浆料以及低温共烧陶瓷等方面继续加大研发投入，进行技术储备，并且高性能镍电极用电容器陶瓷材料技术已经达成批量生产能力，不断增强的技术实力更加稳固了公司的行业地位。公司高可靠 MLCC 产品广泛应用于航天、航空、船舶、兵器等领域，十四五期间我国航天、航空等领域先进武器装备列装有望加速，新型装备信息化水平的提高也带动 MLCC 等电子元器件产品渗透率的提升，公司作为国内主要的军用 MLCC 供应商，有望持续受益于下游军工市场的高景气。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的净利润分别为 4.87/7.04/9.71 亿，对应当前股价 PE 为 72/50/36 倍，维持“买入”评级。

风险提示：自产业务增长不及预期；代理业务毛利率下降；应收账款回款情况不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

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