东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 25 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：全球疫苗接种进展五问五答

一方面，中国目前还有两种疫苗（康希诺、智飞）也进入三期临床试验阶段且数据达到获批标准，因此中国疫苗产能还有进一步加大的空间。当前我国疫苗已经收到巴西、印尼等国的约 4.5 亿剂出口订单，随着后续疫苗产能释放，中国疫苗出口或将进一步获益。

另一方面，如前所述中国达到全民免疫的时间可能晚于欧美发达国家，因此海外经济的边际改善速度领先于中国，这对中国出口份额而言是一个不利因素。

策略专题：东吴策略·公募向价值平衡，加消费、周期——20 年基金四季报点评

核心结论：

①20Q4 主动偏股型基金数量和份额均持续增长，仓位有所上调，全年收益率均值 49%，创 2010 年以来新高。②板块看：主板持仓大幅提升，创业板小幅上升，中小板下降。大类行业看：加仓周期、消费，减仓科技。③相比 20Q3，20Q4 偏股主动型基金主要加仓了食品饮料（持仓市值占比提升 2.7pct）、化工（1.4pct）、有色金属（1.2pct）、家用电器（0.5pct）、国防军工（0.4pct）。减仓前五行业：计算机（-1.1pct）、电子（-1.1pct）、传媒（-0.9pct）、房地产（-0.8pct）、医药生物（-0.7pct）。

策略点评：美股的估值和盈利怎么走

1）一个季度内美国长端利率上升的预期会更加强烈，对高估值品种形成压力；

2）虽然通胀回升，但是 PCE 和失业率指向美联储政策转向的可能性极低，美国经济增长的支持政策依然强劲；

我们建议在配置上减少估值已经较高的信息技术、互联网等品种，转而在受益于经济增长的材料、工业设备类行业中选择估值较低的标的。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——港股大涨对 A 股映射：价值占优

港股对 A 股风格有映射吗？——港股跑赢 A 股时，A 股价值占优。一直以来港股都是全球估值洼地。港股跑赢 A 股，背后往往是市场更加偏爱低估值的价值风格。

港股大涨对 A 股行业有映射吗？——在港股大涨且跑赢 A 股的区间内，港股行业上涨往往会带动 A 股相关行业在滞后一个月左右股价上行。

哪些行业港股与 A 股联动性强？——家电、食品饮料、电子、银行地产、化工。这些行业 A 股受港股映射影响较强，往往会在港股上涨半个月到一个月之后表现出色。关注近期港股大涨行情：1/7-1/19 家电涨幅 34%、电子 32%、地产 20%、化工 12%、银行 11%。

固收金工

固收周报：一周观点报：流动性，汇率及黄金（2021 年第 1 期）

近期央行公开市场净投放量经历了由丰转平的过程。元旦后公

请务必阅读正文之后的免责声明部分

开市场连续净回笼和“地量”投放加剧了市场对于货币政策转向的担忧，货币市场利率快速攀升。站在现在的时间点，我们认为短期内对资金面的预期可以乐观些，资金充裕的预期主要来源于央行春节对于流动性的常规呵护，短端利率虽难现之前低位，但仍然存在下行空间，同时本土疫情的零星爆发也从基本面的角度支撑了短期债市看多的逻辑。前期短端利率快速下行的交易性机会难再现，适当配置 5 年期国债更符合当下的资金面和基本面逻辑。海外美元方面我们 2021 年底展望到 93-95 区间，中间回撤幅度不会很大。黄金方面我们 2021 年底展望到 1950-2050 区间，也就是弱牛、慢牛行情。

固收点评：结构性存款压降接近达成目标，银行负债成本有望降低

截至 2020 年 12 月末，我国银行结构性存款规模降至 6.44 万亿元，环比下降 13.68%，同比下降 32.88%，距离年底前降至年初三分之二规模的目标，尚有 440 亿元的差距，接近完成压降目标。由于套利空间较大，2020 年年初结构性存款规模大增，监管层打压银行结构性存款，实质是打击高息揽储，降低银行负债成本，从而达到降低社会融资成本的目的，支持企业生产和复苏，促进实体经济发展。监管以来，结构性存款压降效果显著，接近达成第二阶段目标。我们预计 2021 年监管机构将不会对结构性存款规模有硬性要求，但也不会任由其增长过多过快，因此，我们预计一季度结构性存款规模将不会增长太多，而利率有望维持平稳。

行业

电子行业周报：荣耀携 V40“破茧重生”，定位全球标志性品牌

2021 年 1 月 22 日，荣耀在深圳春茧体育中心举办以“破茧而生”为主题的发布会，重磅发布新款产品荣耀 V40。作为独立后的第一款手机,荣耀 V40 搭载了联发科天玑 1000+处理器、基于 Android 10 的 Magic UI 4.0 系统,以及 GPU Turbo、Link Turbo、5G 引擎等优化技术，开启了新荣耀手机与消费者的第一次“握手”。荣耀 V40 拍照和图像性能依旧是一大亮点,其搭配了 10 亿色视网膜级超感屏幕,可以更加还原场景色差,并提高图像场景的分辨解析率;主摄上引入了 5000 万超感光摄影,搭配超级人像引擎。

风险提示：汇率波动；客户相对集中；市场开拓不及预期。

社服新消费行业周观察：预制菜专题：打破餐食边际，疫后新浪涌现

本周专题：打破餐食边际，疫后预制菜浪潮澎湃

预制菜：供需持续共振，疫情催化迎爆发，企业加速布局。

供需双击，预制菜行业有望在疫后持续快速增长。

味知香：深耕十二年，厚积薄发前景可期。

白马良仓：加速入局中高端预制菜市场。

本周观点：短期疫情反复不改中长期逻辑，把握优质赛道龙头

电子：封测市场需求旺盛，本土封测产业链充分受益高景气行情

半导体产能供需关系紧张，不仅前段晶圆代工产能供不应求，后段封测产能同样出现了短缺情况。目前，全球封测龙头日月光的封测产能供不应求，已于 2020Q4 调涨封测价格，并且

2021Q1 调涨趋势依然明确，同时，国内头部封测厂商长电科技、通富微电、华天科技以及台厂力成科技也均处于封测订单饱满、产能利用率高企的状态，封测行业景气度明显提升。

国防军工行业双周报：基金持仓比例继续回升，建议重点布局上游元器件、新材料

新型武器装备列装加速的背景下，行业将保持高景气运行，建议重点布局率先受益于行业景气度提高的上游元器件、原材料等领域核心标的，关注主要产品批量列装的主机厂：（1）军用电子元器件：随着武器装备信息水平以及国产化率的提高，市场需求将快速增加，建议优选产品和技术具有竞争优势的标的，推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电子；（2）新材料：碳纤维复合材料等新材料的需求有望受益于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。（3）主机厂：建议优选核心产品进入集中服役阶段的行业龙头，推荐中航沈飞，关注洪都航空、航发动力；

电动车 Q1 产销两旺供应偏紧，光伏 Q1 龙头满产

电气设备 9647 上涨 10.21%，表现强于大盘。光伏涨 12.94%，发电设备涨 10.73%，工控自动化涨 9.71%，风电涨 8.34%，锂电池涨 7.1%，新能源汽车涨 4.69%，核电涨 2.18%，发电及电网跌 1.58%。涨幅前五为容百科技、石大胜华、科融环境、*ST 江特、*ST 融捷；跌幅前五为宝光股份、百利科技、爱康科技、广大特材、纳川股份。

钢铁行业跟踪周报：国内淡季明显，海外需求强劲

行情回顾：本周申万钢铁上涨 1.8%，领先上证综指 0.7%。涨幅居前的个股为永兴材料（14.0%）、鄂尔多斯（13.4%）、银龙股份（9.8%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 0.0%、-1.5%、-0.8%、1.0%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-23.8%、-60.6%。

化工行业 2021 年 1 月第 4 周周报：醋酸、液氯价格走强，继续推荐化工顺周期板块

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。

通信行业跟踪周报：本周专题：卫星互联网等数字基建再获各地政策支持，如何抓住相关投资机会？

卫星互联网再获政策支持，卫星通信系统将加速建设；我国首条批产卫星智能生产线年产 240 颗卫星，国内卫星通信系统加速追赶步伐；星链完成第十七次卫星发射任务；12 月全国 DOU 继续加速提升，流量景气度上行态势不改。

汽车行业周报：疫情影响有限，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+万里扬）

机械设备行业跟踪周报：工程机械、新能源景气旺盛，制造业持续复苏建议关注通用自动化板块

东吴证券晨会纪要

【工程机械】1 月挖机销量迎开门红，建议积极配置低波动周期中的强 α

【锂电设备】上游、中游均进入缺货状态，全球电动化趋势确定性强利好设备商

【通用自动化】12 月制造业维持高景气，通用自动化持续回暖

数字金融追踪：央行支付新规会冲击互联网巨头吗？

事件：近期，央行先后发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》、《非银行支付机构客户备付金存管办法》，加强对非银行支付机构的监督管理。市场非常关注反垄断相关条例是否会冲击以支付为核心的互联网巨头？支付格局是否会改变？衍生的互联网金融服务会受到什么影响？

商业贸易行业周报（2021 年第 4 期）：12 月社零同比+4.6%，线下增速环比提升

12 月我国社零总额同比+4.6%，线下社零增速环比继续提升。2020 年 12 月，社会消费品零售总额 4.06 万亿元，同比+4.6%。其中，网上商品零售额 9798 亿元，同比+6.4%；推算线下社会消费品零售额 3.08 万亿元，同比+4.1%。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿，同比-4.8%，较 2019 年同比-12.8pct。网上商品零售 9.76 万亿，同比+14.8%，增速有所放缓；网上占比为 24.9%，相较 2019 年的占比 20.7%同比+4.2%，线上渗透率持续提升。推算线下社零总额为 29.44 万亿，同比-9.81%，主要系新冠肺炎疫情影响居民线下消费所致。

教育行业周报（2021 年第 4 期）：季报面面观：好未来鏖战线上，新东方稳健推进

建议关注标的：中教控股，希望教育，中国科培，华夏视听教育，中汇集团，中国东方教育，宇华教育等。

智慧水务行业深度报告：千亿市场！战略性看好智慧水务行业

进入 2021 年，智慧水务行业或进入订单爆发期，重点关注智慧水务龙头企业威派格，智慧水表龙头企业宁水集团

智慧水务软平台推动管网及水厂产品升级，行业市场空间在 3000 亿以上，目前市占率极低

国家政策要求+物联网等技术成熟+统建统管+农村饮用水提标改造驱动行业进入高景气度时代

公司层面，建议关注智慧水务龙头企业威派格、和达科技；智慧水表行业龙头宁水集团

银行行业点评：银行业：2 万亿利润与 3 万亿不良处置

事件：1 月 22 日，银保监会国新办新闻发布会公布 2020 年银行业运行情况，年末银行业金融机构总资产 319.7 万亿元，同比增长 10.1%；总负债 293.1 万亿元，同比增长 10.2%；全年银行业共处置不良资产 3.02 万亿元，年末不良贷款率 1.92%，较年初下降 0.06 个百分点，拨备覆盖率 182.3%；初步统计商业银行全年实现净利润 2 万亿元，同比下降 1.8%。

有色金属行业点评：稀土：需求推动，政策为辅，景气新周期

投资建议及相关标的。考虑到考虑到新能源汽车渗透率不断上升，风电、节能变频空调产量高增长，需求驱动拉升稀土行业景气度政策端上升至立法高度来规范稀土行业的发展，长效机制建立，明确立法打击非法生产稀土行为，稀土行业基本面将持续向好。1）六大稀土集团将受益行业基本面向好，关注盛和资源、北方稀土、广晟有色和五矿稀土；2）新能源增长高确定性，磁材优质厂商充分受益，关注金力永磁。

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

中兴通讯（000063）：经营质量显著提升，内外扰动消除，持续高增长可期

战略发展期聚焦主业，业绩逐步实现有质量的发展；夯实核心竞争力，ICT+5G 协同推进业务稳步向前；产业催化即将密集释放，外部扰动逐步减少，当前时点建议重点关注。盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 43.67 亿元、60.72 亿元、74.96 亿元，EPS 分别为 0.95/1.32/1.62 元，对应的 PE 估值分别为 36/26/21X，维持“买入”评级。

华友钴业（603799）业绩预告：同比高增，打造锂电材料综合平台

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润 12/21/29 亿，同比增长 901%/73%/40%，EPS 为 1.05/1.81/2.54 元，对应 PE 为 92x/53x/38x，给 21 年 60xPE，对应目标价 108.6 元，维持"买入"评级。

好未来（TAL）：FY21Q3：K12 线上激战至少还需 2-3 年，线上营收持续高增估值体系或已切换

盈利预测与投资评级：疫情后公司经营持续恢复，收入表现优于预期，网点和学生人数保持高速扩张，线上课程比例持续提升。公司战略仍将以大力发展线上课程为主，收入预计主要通过线上课程拉动，目前在线教育仍处于激战状态，短期 2-3 年内高营销支出仍将持续，公司有可能出现短期的战略性亏损，因此利润预计并非公司的主要考核方式，公司的估值体系或已发生变化，线上将会以收入规模的高速扩张作为重要参考，而线下则依旧以利润作为主要考核方向。我们预计 2021-23 财年公司归母净利润为 0.36/2.3/6.8 亿美元，22 日收盘价对应 22-23 年 PE 分别为 197/67 倍，维持“买入”评级。

新东方（09901）：FY21Q2:收入同比+13%，疫情后持续恢复，后疫情时代强品牌优势凸显，下沉仍是主要关注点

盈利预测与投资评级：虽然疫情令公司的出国业务面临较大压力，但公司主营业务已经转移到 K12 培训为主，该板块疫情后持续恢复。目前网点下沉依旧为公司的主要战略，未来三四线城市的网点扩张将加大力度。此外新东方作为我国 K12 培训的头部企业，有较强的品牌优势和拓展能力，疫情期间许多中小培训机构面临出清，给行业龙头带来更多发展机遇。我们预测 2021-23 财年公司归母净利润为 4.04/5.2/6.8 亿美元，同比增速为-2.4%/29.8%/29.4%，22 日收盘价对应 PE 分别为 75/58/45 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

东方财富（300059）：权益市场黄金发展，东财业绩将保持高增长

事件：东方财富 2021 年 1 月 22 日晚间发布公告称，预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润为 45 亿元-49 亿元，同比增长 145.73%-167.57%，业绩符合预期。权益市场快速发展下，东财各项业绩实现大幅增长；高占有率+可转债发行，证券经纪、两融收入实现双向上；权益基金迎来发展黄金发展周期，看好财富管理新时代；预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 48.33、62.96 亿元，维持“买入”评级。风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。3）宏观经济不及预期。

长电科技（600584）：内外兼修，拨云见日

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 12.3 亿元左右，同比增长 1287.27%左右，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 4.66 亿元左右，同比增长 72.17%左右。预计扣非归母净利润为 9.2 亿元左右，同比去年将增加 17.13 亿元左右。

亿纬锂能（300014）：圆柱电池扩产提速，思摩尔业绩符合预期

21 年思摩尔调整后净利同比增 70%+，符合预期。20 年公司调整后净利 38.5-39.6 亿元（加回上市费用、公允价值变动等），同比增长 70%-75%；若扣除可转换优先股/可转债公允价值变动 10.58 亿、上市费用 0.72 亿、股权激励费用 3.35 亿，合计扣除 14.65 亿，实际报表业绩预计 24-25 亿元，同比增长 10-15%，符合预期。其中 Q4 报表业绩 12.7-13.7 亿元，同比增长近 200%，环比增 21%-31%，单季度为亿纬贡献投资收益 4.1-4.5 亿，全年贡献 8 亿左右，基本持平。21 年我们预计思摩尔有望维持近 50%的增长，对应利润 62 亿，为亿纬贡献 20 亿以上利润，同比翻番以上。

柏楚电子（688188）：激光行业需求旺盛，Q4 业绩加速提升

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 3.70、4.96、6.46 元，当前股价对应动态 PE 分别为 78.90 倍、58.82 倍、45.19 倍。考虑到公司出色的盈利能力，以及具有较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：下游制造业投资不及预期；激光切割控制系统大幅降价；高功率与超快控制系统增长不及预期；FPGA 和 ARM 核心芯片进口风险。

富满电子（300671）：优质模拟芯片龙头，业绩创历史新高

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 1.02-1.08 亿元，同比增长 177%-193%，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 4047-4647 万元，同比增长 224%-272%。

宏观策略

宏观点评：全球疫苗接种进展五问五答

观点

当前全球疫苗接种进度如何？

中东、欧美国家疫苗接种率目前全球领先，亚洲国家相对落后。截至 1 月 17 日，以色列、阿联酋、巴林每百人疫苗接种剂量分别为 29.43 次、19.93 次、8.32 次（下同），高于英国（6.65 次）、美国（3.71 次）、中国（0.69 次）、印度（0.02 次），全球平均（0.52 次）（表 1）。

为什么目前中东国家疫苗接种率全球最高？

（1）疫情严重程度并不亚于欧美。截至 2020 年 12 月 31 日以色列、巴林每百人累计确诊病例分别为 8.7 人、6.5 人，高于美国、欧盟（图 1）。

（2）为疫苗支付了更高费用。严重的疫情加大了中东国家接种疫苗的迫切性。在美国辉瑞公司公布其疫苗有效时，以色列就支付了大量定金采购疫苗，且采购价格 62 美元是美国标价（19.5 美元）的三倍。

（3）积极参加疫苗试验合作。中东国家经常作为制药公司的重点试药国家（3.1 万名阿联酋志愿者参加了中国国药疫苗的三期临床试验），这为其优先采购疫苗提供了一定便利。

各国采用的疫苗来自什么机构？如何推行？

当前已经获批上市的疫苗主要来自六家企业，其中有两家为中国企业。疫苗通过三期临床试验、公布有效性（保护率）数据后，经过一国药物监管机构批准即可上市流通。目前已获批上市的疫苗来自六家企业，分别为辉瑞/BioNTech（美国）、莫德纳（美国）、牛津/阿斯康利（英国）、国药集团（中国）及科兴生物（中国）。

当前美欧国家、以色列主要接种辉瑞/BioNTech、莫德纳和牛津疫苗，阿联酋、巴林主要使用中国国药疫苗，巴西已经批准中国科兴生物疫苗接种，俄罗斯接种疫苗来自其本国的 Gamaleya 研究所（卫星-V）。

在推行方式上，各国基本上都采取政府主导、免费接种、自愿&分批次方式接种（表 2）。

预计哪些国家率先建立免疫屏障？

据中国卫健委，一般接种疫苗人口比例达 60%-70%即能建立全民保护。那么，何时达到免疫屏障就取决于疫苗产能及群众的接种意愿。

产能方面，根据各国疫苗公司目前公布的生产计划（表 3），国药集团、科兴生物 2021 年预计产能分别 10 亿剂、3 亿剂以上；美国辉瑞 2021 年产量目标为 20 亿剂，莫纳德 6-10 亿剂；阿斯利康预计产能 30 亿剂。

接种意愿方面，中国、巴西、英国等国接种意愿均在 70%以上，美德法相对较低（图 2）。结合各国分批接种计划、疫苗产能、接种意愿，预计以色列、英国在 2021 年一季度前后最先建立免疫屏障，美国在三季度前后，而中国、德国要到 2022 年后才能实现全民免疫。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

疫苗全覆盖的节奏差异对中国经济有何影响?

一方面，中国目前还有两种疫苗（康希诺、智飞）也进入三期临床试验阶段且数据达到获批标准，因此中国疫苗产能还有进一步加大的空间。当前我国疫苗已经收到巴西、印尼等国的约 4.5 亿剂出口订单，随着后续疫苗产能释放，中国疫苗出口或将进一步获益。

另一方面，如前所述中国达到全民免疫的时间可能晚于欧美发达国家，因此海外经济的边际改善速度领先于中国，这对中国出口份额而言是一个不利因素。

风险提示：病毒变异影响疫苗有效性，第三方机构调查的疫苗接种意愿数据不准确。

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

策略专题：东吴策略·公募向价值平衡，加消费、周期——20 年基金四季报点评

核心结论:

①20Q4 主动偏股型基金数量和份额均持续增长，仓位有所上调，全年收益率均值 49%，创 2010 年以来新高。②板块看：主板持仓大幅提升，创业板小幅上升，中小板下降。大类行业看：加仓周期、消费，减仓科技。③相比 20Q3，20Q4 偏股主动型基金主要加仓了食品饮料（持仓市值占比提升 2.7pct）、化工（1.4pct）、有色金属（1.2pct）、家用电器（0.5pct）、国防军工（0.4pct）。减仓前五行业：计算机（-1.1pct）、电子（-1.1pct）、传媒（-0.9pct）、房地产（-0.8pct）、医药生物（-0.7pct）。

正文摘要

规模持续增长，仓位有所上调。①20Q4 主动偏股型基金数量和份额持续增长，但增速有所放缓。普通股票型、偏股混合型、灵活配置型基金数量较 20Q3 分别增加 15 只（4%）、118 只（11%）、2 只（0.1%），从份额上看分别增加 305 亿份（8%）、3278 亿份（22%）、468 亿份（6%）。②20Q4 偏股主动型基金股票仓位上调。普通股票型、混合偏股型、灵活配置型基金仓位分别 87.3%、85.2%、63.9%，较 20Q3 分别上升 2.3、2.0、1.2 个百分点。③从业绩看，2020 全年三类主动偏股型公募基金复权单位净值增长率均值 49%，连续两年保持 30%以上收益的同时创下 2010 年以来新高。

风格配置：四季度向价值风格平衡。①板块看：主板和创业板持仓提升，中小板下降。以价值股为代表的主板持仓市值占比从 20Q3 的 56.4%上升至 20Q4 的 58.2%。创业板从 18.9%小幅升至 19.2%，中小板从 22.8%降至 20.6%，科创板从 1.9%小幅升至 2.0%。从指数成分股占比来看，代表价值风格的上证 50 成分股市值占比 22.8%，较 20Q3 提升了 1.4pct；而代表成长风格的创业板指成分股市值占比 16.2%，较 20Q3 小幅上升了 0.5pct。②大类行业看：加仓周期、消费，减仓科技。四季度偏股主动型基金对周期和消费板块持股市值占比提升，周期板块持股市值占比从 20Q3 的 20.4%提升至 20Q4 的 23.1%；消费板块从 47.1%提升至 48.1%。对金融地产和科技板块持股市值占比减少，金融地产板块从 8.2%小幅降至 7.9%；TMT 板块从 23.9%大幅下降至 20.6%。

行业：加仓食品饮料、化工、有色，减仓计算机、电子、传媒。①从持

请务必阅读正文之后的免责声明部分

仓市值占比的绝对值看，截至 20Q4，持仓市值前五行业：食品饮料（19.2%）、医药生物（14.4%）、电子（13.3%）、电气设备（7.8%）、化工（5.2%）。②从持仓市值占比环比变动看，20Q4 加仓前五行业：食品饮料（持仓市值占比提升 2.7pct）、化工（1.4pct）、有色金属（1.2pct）、家用电器（0.5pct）、国防军工（0.4pct）。减仓前五行业：计算机（-1.1pct）、电子（-1.1pct）、传媒（-0.9pct）、房地产（-0.8pct）、医药生物（-0.7pct）。③20Q4 超配食品饮料、医药、电子、电气设备，低配非银、银行、公用事业。

持股集中度：行业集中度提升。①20Q4 基金持股行业集中度提升。20Q4 持股规模前三行业整体市值占比为 46.8%，相较 20Q3 上升 0.9 个百分点；前五行业占比 59.9%，相较 20Q3 上升 1.3 个百分点。②20Q4 基金前 20 大重仓股对比 20Q3 出现 3 只个股更替，新进入个股：海康威视、山西汾酒、爱尔眼科，退出个股：万科 A、通威股份、分众传媒。

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；本报告仅对基金四季报客观数据分析点评，所涉及的股票、行业不构成投资建议。

（证券分析师：姚佩）

策略点评：美股的估值和盈利怎么走

事件

海外市场估值和盈利的担忧：近期美国十年期国债收益率上行突破 1.1%，引发市场对于美国经济复苏预期上升的讨论。目前投资者主要担忧，第一，一旦美国长端利率上升，将对市场的估值水平造成较大压力。第二，如果美国通胀水平不断攀升，则可能导致美联储实施偏紧的货币政策，从而使经济的支持性政策消失，短期经济增长受阻。

观点

长端利率上行，海外市场估值承压：我们认为，对于估值的担忧是合理的。预计随着市场上调对美国的长期经济展望，10 年期美债利率水平有可能从 1.1%上升至 1.3%-1.4%；尤其是拜登上任后，防疫措施推进，未来经济复苏、通胀上行的前景更加明确，长端利率上升的预期会更加强烈，对高估值品种形成压力，因此一个季度内美股可能出现调整。

经济增长不会受到货币政策影响：对于美国经济增长受到货币收紧影响的担忧在我们看来并不十分必要。即使通胀上行，美联储盯住 PCE 和就业的长期货币政策指引目标使得宽松的货币政策在短期内不会退出。预计短期内，美债收益率曲线将延续陡峭化态势，随着长期经济增长预期上行，长端利率走高，而短端利率受到美联储货币政策影响，保持在低位。但由于美联储后续仍需扩表购买长端债、推进经济刺激方案，美债长端利率可能稳定在 1.5%左右。

1）虽然美国 CPI 由于住房市场进入上行周期和其他商品价格的上涨而面临显著上升的风险，但是 PCE 的上升幅度可能低于预期。自 2020 年 2 月以来，商品支出的下降已经快速反弹，耐用品支出甚至超过了疫情前的水平，但服务方面的支出下降后的回升力度明显不足，在衰退开始的 9 个月后依然大幅低于疫情前的水平。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2）2020 年 8 月，美联储宣布以失业率目标取代 PCE 成为首要货币政策目标，我们认为在普遍意义的失业率基本回到疫情前 4%左右的水平前，很难看到货币政策的收紧。由于疫情期间大量劳动力退出就业市场，目前不断下行的失业率数据已经失真。即使美国目前的失业率已经低于 2009 年危机中的最高失业率水平，工作人数与总人口的比例却没有超过 2009 年的水平。这意味着，疫情已经抹去了上一轮经济扩张带来的全部就业增长，而截至 12 月这一趋势也尚未好转。从长期失业人群的情况来看，由于 2020 年 2 月期失业人口数量剧烈增加，失业超过 27 周的人数占全部失业人口的比例误导性下降了 3 个月，随后开始快速反弹，目前依然在不断上升，已经高达 37%。平均工资失真。从美国劳工平均每周的薪资环比情况来看，虽然我们观察到近几月大部分行业的薪资出于环比正增长状态，但这并不意味着居民整体收入状况有所好转。这一现象主要是由于大量低收入人群失业，导致工资的平均水平被动上升。同时，劳动参与率的急速下降也导致劳动力市场供给紧缺，工资成本上升，从而使得 CPI 上行的风险有所增加（但考虑到消费服务因素，PCE 可能仍然低迷）。

配置策略：我们建议在配置上减少估值已经较高的信息技术、互联网等品种，转而在受益于经济增长的材料、工业设备类行业中选择估值较低的标的。

风险提示：疫情快速好转，美国失业率下行速度超预期。拜登政府刺激计划推迟，美联储未能继续扩表。经济复苏超预期，美国长端利率持续上行。

（证券分析师：陈李　证券分析师：冯涵若）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——港股大涨对 A 股映射：价值占优

港股对 A 股风格有映射吗？——港股跑赢 A 股时，A 股价值占优。一直以来港股都是全球估值洼地。港股跑赢 A 股，背后往往是市场更加偏爱低估值的价值风格。今年 1 月以来港股交易热情高涨，恒指大幅跑赢上证综指，而 A 股市场风格也有所调整，价值风格相对成长更优。

港股大涨对 A 股行业有映射吗？——在港股大涨且跑赢 A 股的区间内，港股行业上涨往往会带动 A 股相关行业在滞后一个月左右股价上行。

哪些行业港股与 A 股联动性强？——家电、食品饮料、电子、银行地产、化工。这些行业 A 股受港股映射影响较强，往往会在港股上涨半个月到一个月之后表现出色。关注近期港股大涨行情：1/7-1/19 家电涨幅 34%、电子 32%、地产 20%、化工 12%、银行 11%。

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：一周观点报：流动性，汇率及黄金（2021 年第 1 期）

观点：央行公开市场“地量”投放和大额净投放交替进行，如何看待后期市场流动性和债市走向:近期央行公开市场净投放量经历了由丰转平的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

过程。元旦后公开市场连续净回笼和“地量”投放加剧了市场对于货币政策转向的担忧，货币市场利率快速攀升。站在现在的时间点，我们认为短期内对资金面的预期可以乐观些，资金充裕的预期主要来源于央行春节对于流动性的常规呵护，短端利率虽难现之前低位，但仍然存在下行空间，同时本土疫情的零星爆发也从基本面的角度支撑了短期债市看多的逻辑。前期短端利率快速下行的交易性机会难再现，适当配置 5 年期国债更符合当下的资金面和基本面逻辑。

美元自 2020 年 12 月以来在 90 点位持续震荡，2021 年后市的方向如何来思考：美元方面我们 2021 年底展望到 93-95 区间，中间回撤幅度不会很大，中性偏多的理由来自以下几点：（1）“蓝潮”后市场的预期或过于乐观，1.9 万亿美元纾困金落地或仅接近 1 万亿美元，第二轮围绕基建做文章的宽财政落地时点或滞后至 2022 年初；（2）美债 10Y 不会上行太快，整条曲线趋势上仍趋陡，2021 年中枢看向 1.5%，近期存在回撤的空间；（3）联储方面希望美债 10Y 抬升，但偏爱“缓抬升”，而非“急抬升”，“缓抬升”剧本将促使联储于 2021 年底释放缓扩表预期，而“急抬升”剧本将促使联储于 2022 年初才释放缓扩表预期，以抑制美债 10Y 过快抬升；（4）名义抬升速率>通胀预期抬升速率即为过快，因为会使得实际利率反弹，并超过自然实际利率水平，进而对实体经济扩张形成抑制；（5）综上所述，我们认为美元在 2021 年会迎来“筑底”，反弹幅度不会过大，真正的强美元回归需要耐心等到 2022 年初。

人民币已连续 8 个月走升，2021 年后市的方向如何来思考：人民币方面我们 2021 年底展望到 6.6-6.8，走贬是大方向的理由来自以下几点：（1）中美利差已经于 2020 年 11 月见顶 259BPs，资本移动套利尚未结束，中债收益率和美债收益率当前已经收敛至约 200BPs，若人民币升值预期在 2021 年中趋向下降，我们或许会看到人民币同资金流的双降；（2）疫情的对于人民币的非对称性利好在 2020 年底接近峰值，英国脱欧，美国 11 月大选以及日首相换届等利多因素皆以释放完全，疫情防控进入新常态，中国的补外国产能的增量部分或将迎来峰值回落，经常账户盈余拉动的人民币升值动能或边际下行。

黄金在 2020 年 8 月一度冲上 2000 美元/盎司后，一路疲软，2021 年后市的方向如何来思考：黄金方面我们 2021 年底展望到 1950-2050 区间，也就是弱牛、慢牛行情，核心还是在于对“再通胀”强弱的判断上，我们认为（1）首先至 2021 年底，全球 QE 净投放速率不会放缓，黄金作为对整体信用货币体系的对冲避险资产，处于这个“叙事（narrative）”逻辑中的地位仍难以动摇；（2）美元我们判断全年格局在于中性偏看多，属于“筑底”行情，微笑曲线的底部时长可能超过市场当前预期；（3）基于美债 10Y 这一价值中枢来做思考，我们认为只 2021 年底，美债 10Y 看向 1.5%，通胀预期看向 3.0%，10YTIPs 看向-1.5%，这意味着实际利率仍有约 40-60BPs 的下探空间，对黄金起到支撑作用；（4）10YTIPs 已经自 2020 年 8 月（同黄金疲软的时点相契合）起在-1.0%附近徘徊了约 4-5 个月，近期由于美债 10Y 抬升速率过快，一度拉扯 10YTIPS 也出现了约 15BPs 的反弹；这意味着美国的自然实际利率水平可能处于-1.0%~0 区间，而非-1.5%~-1.0%区间，这决定了我们认为黄金在 2021 年的格局更趋向于弱牛、慢牛，重点在于“再通胀”的强弱上。

风险提示：疫情防控非对称性风险再度走扩，产能集聚效应超预期。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收点评：结构性存款压降接近达成目标，银行负债成本有望降低

事件

2020 年 12 月，我国银行结构性存款规模减少 1.02 万亿，其中大型银行压降了 3153.53 亿元，中小银行压降了 7059.87 亿元。截至 2020 年 12 月末，我国银行结构性存款规模降至 6.44 万亿元，环比下降 13.68%，同比下降 32.88%，距离年底前降至年初三分之二规模的目标，尚有 440 亿元的差距，接近完成压降目标。

观点

结构性存款压降效果显著，银行负债成本有望降低。在严格监管和市场利率上行的环境下，2020 年 5 月以来，结构性存款规模连续下降，其中中小型银行贡献最大。由于大部分结构性存款在 2020 年第四季度及 2021 第一季度陆续到期，而自 2020 年 6 月以来，结构性存款利率呈下行走势，四季度结构性存款平均到期收益率为 3.2%左右，且预计将在 21 年一季度维持平稳。因此，若银行要将结构性存款到期后续作或者重新发行结构性存款，皆能以低于成本的价格重新定价。此外，银行将通过其它核心存款（定期存款、大额存单等）以及同业存单来承接资金，而目前 1 年期、2 年期定期存款利率及同业存单发行利率皆低于结构性存款利率，从而可以改善银行整体负债成本。

结论：由于套利空间较大，2020 年年初结构性存款规模大增，监管层打压银行结构性存款，实质是打击高息揽储，降低银行负债成本，从而达到降低社会融资成本的目的，支持企业生产和复苏，促进实体经济发展。监管以来，结构性存款压降效果显著，接近达成第二阶段目标。我们预计 2021 年监管机构将不会对结构性存款规模有硬性要求，但也不会任由其增长过多过快，因此，我们预计一季度结构性存款规模将不会增长太多，而利率有望维持平稳。

风险提示：国内疫情蔓延，带动宏观经济下行；货币政策超预期；中美摩擦升温；海外疫情复杂度提升，全球经济重启面临挑战。

（证券分析师：李勇）

行业

电子行业周报：荣耀携 V40“破茧重生”，定位全球标志性品牌

投资要点

2021 年 1 月 22 日，荣耀在深圳春茧体育中心举办以“破茧而生”为主题的发布会，重磅发布新款产品荣耀 V40。作为独立后的第一款手机,荣耀 V40 搭载了联发科天玑 1000+处理器、基于 Android10 的 MagicUI4.0 系统,以及 GPUTurbo、LinkTurbo、5G 引擎等优化技术，开启了新荣耀手机与消费者的第一次“握手”。荣耀 V40 拍照和图像性能依旧是一大亮点,其搭配了 10 亿色视网膜级超感屏幕,可以更加还原场景色差,并提高图像场景的分辨解析率;主摄上引入了 5000 万超感光摄影,搭配超级人像引擎。

苹果正在研发一款更薄、更轻的 MacBookAir 且性能更强。1 月 22 日，彭博报道称，苹果正在研发一款重新设计的 MacBookAir，将于 2021 年底或 2021 年初发布。这款经过重新设计的 MacBookAir 将采用更薄更轻

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的设计，采用下一代苹果 M 系列处理器和 MagSafe 充电系统。为了降低设备的整体轮廓，苹果还将缩小显示屏周围的挡板。

华为麒麟 820E5GSoC 正式亮相：7nm 制程，六核 GPU。1 月 22 日，华为麒麟 820E5GSoC 芯片正式亮相，由 nova7SE5G 乐活版手机搭载，麒麟 820E5G 芯片采用 7nm 制程工艺，配备 Mali-G576 核 GPU。

联发科技发布天玑 1200 芯片：加入光追技术，Redmi 新机首发。1 月 20 日，？IC 设计厂商联发科技（MediaTek）召开线上新品发布会，正式推出新一代高端 SoC 天玑 1200 和天玑 1100 两款芯片。发布会上，联发科技邀请了 Arm、中国移动、中国联通、中国电信、小米、OPPO、vivo 等多家公司的发言人为其站台，其中 Redmi 品牌总经理卢伟冰宣布，Redmi 将首发天玑旗舰平台。

建议关注：深科技、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：汇率波动；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）

社服新消费行业周观察：预制菜专题：打破餐食边际，疫后新浪涌现

本周专题：打破餐食边际，疫后预制菜浪潮澎湃

预制菜：供需持续共振，疫情催化迎爆发，企业加速布局。

供需双击，预制菜行业有望在疫后持续快速增长。预制菜又被称为 3R 食品（ReadytoEat/Heat/Cook），通常直接开袋或简单烹饪 5-15 分钟即可食用，具备便捷、出品稳定等特点；其起源于 20 世纪 60 年代美国的净菜，并逐步在日本等地兴起，2020 年美国、日本市场规模分别达到 454 亿美元（+14.9%，2010-2020CAGR 为 3.9%），238.5 亿美元（+5.6%，2010-2020CAGR 为 3.3%）。主要头部玩家包括雀巢、卡夫亨氏等食品企业，7-11、全家等便利店企业。

随着我国消费升级和生活节奏加快、外卖及团餐业务兴起，餐饮料理包需求迅速提升、冷链运输等多因素叠加发展，驱动预制菜行业供需双击、预制菜市场迅速扩容。据欧睿数据显示，2020 年我国预制餐食市场体量约 463 亿元（+7.6%，15-20 年 CAGR5.3%），消费量为 183 万吨（+3.3%）。从主要就餐方式来看，预制菜取长补短，属于“好吃中最便捷、便捷中最好吃”的性价比之选，但由于前期市场主要以 B 端为主，C 端消费需求尚处培育阶段。我们认为产品借助疫情较好进行消费者认知教育，该市场在疫后有望持续快速增长。

味知香：深耕十二年，厚积薄发前景可期。公司专注预制菜，已形成“味知香”和“馔玉”两大核心品牌。200 余种菜品的多元产品矩阵下，肉禽类为主要品类；买断经销为主的营销模式下，建立起良好的品牌形象和销售网络，实现稳健增长。2019 年公司营收 5.42 亿（16-19 年 CAGR 达 23.1%），净利润 0.86 亿（16-19 年 CAGR 达 27.6%）。

白马良仓：加速入局中高端预制菜市场。白马良仓主打全球美食美酒和

请务必阅读正文之后的免责声明部分

预制中餐业务，旗下拥有白马良膳“煮食会社”、白马私厨等多个产品系列，凭借优质供应链及产研技术切入预制餐业务。预制系列主打中高端粤式炒菜及汤菜等，终端价格在 20-60 元不等。公司整体研发能力及产品生产技术在业内处于领先水平，目前预制菜产能达 13 万包/天，伴随产线持续扩建，后续总产能有望提升至 60 万包/日。公司目前主营盒马等 B 端渠道，未来将通过线上+线下方式形成广域市场覆盖，打开 C 端市场。

本周观点：短期疫情反复不改中长期逻辑，把握优质赛道龙头

入冬以来，北上、黑龙江、河北等地疫情再现反复，各地防控力度也相应加强。春节为餐饮旅游市场旺季，严控措施或造成较大冲击。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，长期竞争优势仍然显著，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。在全球流动性边际继续扩大背景下，国内消费龙头估值有望持续提升。

建议关注：疫后龙头逆势扩张的餐饮、岛民免税政策春节前落地与离岛形成错位配合的免税、行业高景气叠加国产替代的美妆、顺周期叠加服务消费成长的文旅和酒店等板块；同时货邮数据显示出口复苏强劲，叠加悦刻母公司雾芯科技拟上市的事件催化，建议关注电子烟和出口受益标的。

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：封测市场需求旺盛，本土封测产业链充分受益高景气行情

投资要点

半导体产能供需关系紧张，不仅前段晶圆代工产能供不应求，后段封测产能同样出现了短缺情况。目前，全球封测龙头日月光的封测产能供不应求，已于 2020Q4 调涨封测价格，并且 2021Q1 调涨趋势依然明确，同时，国内头部封测厂商长电科技、通富微电、华天科技以及台厂力成科技也均处于封测订单饱满、产能利用率高企的状态，封测行业景气度明显提升。

从供需紧张的封测品类上看，以日月光为代表的封测厂商的打线封装产能紧缺严重，同时倒装（FC）、凸块（Bumping）和晶圆级封装（WLP）的需求也十分强劲，带动了封测厂产能需求的显著提升。

从供需结构上看，本轮封测产能供不应求的主要原因在于：供给端：IC 载板、导线架等材料供应紧张，成本有所上涨。需求端：（1）5G 智能手机等新品陆续起量；（2）受疫情的影响，全球居家办公和在线教育使笔记本电脑、平板电脑和游戏机等产品的出货显著增长。（3）汽车市场特别是新能源汽车市场逐步复苏。

目前，封测产业链预计本次供需紧张至少将延续至 2021Q2，鉴于封测市

请务必阅读正文之后的免责声明部分

场的旺盛需求，不少封测厂商开始规划扩建封测产能。根据台湾工商时报的报道，日月光购置了大量打线机台，以应对封测产能供不应求的状态。同时，台积电未来也将在先进封装领域大力投入，计划在台湾竹南科学园区兴建先进制程封测厂，2021 年有望导入设备并正式运转，此前台积电公布 2020 年第四季度财报时，台积电 CEO 魏哲家预计先进封测技术（InFO）将在未来实现高于公司平均增速的增长。同时，长电科技、通富微电、华天科技、深科技等本土封测厂商也陆续规划了多项扩产计划，未来随着相关项目的达产，本土封测产业链在产能规模和先进封测技术领域的市场地位和竞争优势有望进一步凸显。

投资建议：随着全球封测市场的不断发展以及国内封测厂商在封测产能配置、先进封测研发等领域的推进，本土封测产业链相关标的有望充分受益，建议关注：长电科技、通富微电、华天科技、利扬芯片、深科技、晶方科技。

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）

国防军工行业双周报：基金持仓比例继续回升，建议重点布局上游元器件、新材料

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:

基金重仓持股比例提升至 1.86%，持仓集中于航空航天产业链，军用元器件领域加仓最多。(1)截止 2020 年末，基金重仓军工股持仓比例较 2020Q3 提高 0.12pct 至 1.86%，重仓持股比例进一步回升。(2)基金重仓持股主要集中于航空航天产业链，持仓前五个股包括中航光电（116.18 亿元）、航发动力（77.55 亿元）、航天发展（57.69 亿元）、中航沈飞（54.13 亿元）、中航机电（40.85 亿元）。(3)持仓市值增加前五个股包括中航光电（+66.77 亿元），航发动力（+30.69 亿元）、航天发展（+28.20 亿元）、火炬电子（+23.75 亿元）、振华科技（+22.38 亿元），基金重仓市值增加主要集中于军用元器件领域。

军工集团年度工作会陆续召开，经营业绩稳健增长。2020 年 1 月 21 日和 22 日，航天科技集团和航空工业集团召开 2021 年度工作会：2020 年全年航天科技集团实现营业收入 2677.4 亿元（YOY+7%），利润总额 241.1 亿元（YOY+11.7%），连续 16 年保持中央企业考核 A 级，连续 7 年保持前 10 名；2020 年全年航空工业集团实现营业收入 4685 亿元（YOY+1.5%），利润总额 215 亿元（YOY+11.9%），全面完成国资委经营业绩考核指标，圆满完成年度计划任务。国防和军队现代化建设进入关键时段，央企提质增效深入推进，预计十四五期间国防科技工业将保持良好发展势头，军工集团业绩有望持续稳定增长。

上游企业 2020 年业绩大幅预增，再次验证行业的高景气度。航天、航空等领域信息武器装备列装加速，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、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，行业需求快速扩张的变化已在产业链最上游环节中得到体现。截止2020年1月24日，共有16家军工企业披露2020年业绩预告，其中火炬电子利润增速中值60%，宏达电子、光威复材、北摩高科、盟升电子、北斗星通分别为65%/24%/52%/50%123%，再次验证行业的高景气度，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释放。

投资主线:

新型武器装备列装加速的背景下，行业将保持高景气运行，建议重点布局率先受益于行业景气度提高的上游元器件、原材料等领域核心标的，关注主要产品批量列装的主机厂:

（1）军用电子元器件：随着武器装备信息水平以及国产化率的提高，市场需求将快速增加，建议优选产品和技术具有竞争优势的标的，推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电子;

（2）新材料：碳纤维复合材料等新材料的需求有望受益于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。

（3）主机厂：建议优选核心产品进入集中服役阶段的行业龙头，推荐中航沈飞，关注洪都航空、航发动力;

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）

电动车 Q1 产销两旺供应偏紧，光伏 Q1 龙头满产

电气设备 9647 上涨 10.21%，表现强于大盘。光伏涨 12.94%，发电设备涨 10.73%，工控自动化涨 9.71%，风电涨 8.34%，锂电池涨 7.1%，新能源汽车涨 4.69%，核电涨 2.18%，发电及电网跌 1.58%。涨幅前五为容百科技、石大胜华、科融环境、*ST 江特、*ST 融捷；跌幅前五为宝光股份、百利科技、爱康科技、广大特材、纳川股份。

行业层面：电动车：新能源汽车产业发展部际联席会议在京召开，鼓励电动车下乡；美国财长提名人耶伦表示拜登支持恢复对电动汽车的激励措施；一汽大众确定 ID.4 补贴后售价区间为 19.99~27.99 万元；特斯拉大幅下调法德 Model 3 定价，最多降 6190 欧元；奔驰 EQA 首发，定价 4.75 万欧；特斯拉柏林工厂建设获批，建造生产 4680 电池；宁德时代正开发 1000km 续航、10 分钟快速充电、16 年 200 万公里寿命电池包；蔚来恢复免费换电政策；宁德与德方纳米年产 8 万吨磷酸铁锂项目落户宜宾江安；六氟磷酸锂新签价格突破 13 万/吨；中航锂电在产及规划产能达到 100gwh。新能源：国家能源集团百亿新能源产业基金成立，将撬动约 500 亿投资；财政部部长：支持优化能源结构，增加可再生、清洁能源供给；国家能源局：第四季度抢装 29.5GW，2020 年新增光伏装机 48.2GW，创近三年新高；提前 5 年，上海市力争 2025 年达到碳排放峰值；拜登签署重新加入《巴黎协定》；国电投 2020 年新增光伏装机 10.28GW，累计装机 29.61GW，稳居全球第一；15 个省市“十四五”规划出炉，明确百 GW 新能源装机规模；特斯拉发布自研太阳能逆变器：3.8 kW 与 7.6 kW 两种

请务必阅读正文之后的免责声明部分

型号；晶科能源中国首个 BIPV 光伏车棚项目实现运行。工控&电网：2020 年全社会用电量 75110 亿度，同比+3.1%；电网基本建设投资完成额 4699 亿，同比-6.2%，其中 12 月投资 757 亿，同比+2.3%；12 月制造业固投累计同比-2.2%，收窄 1.3pct；12 月工业增加值同比+7.3%，增速环比+0.3pct；12 月工业机器人、切削机床、成型机床增速分别 32.4%、32.4%、4.5%。

公司层面：隆基股份：西咸新区年产 15GW 单晶电池建设项目签订协议，投资预计约 80 亿元，计划 22 年投产。福斯特：1）控股股东福斯特集团及实际控制人林建华减持可转债 170 万张，占发行总量 10%。2）归母净利润 15.40 亿元，同增 60.9%，扣非归母净利 14.96 亿元，同增 85%。雷赛智能：20 年营收 9.3-10 亿元，同增 40.22%-50.77%；归母净利 1.7-2.1 亿元，同增 57.98%-95.15%。正泰电器：20 年归母净利 64.12-70.12 亿元，同增 70.46%-86.40%，归母扣非净利 38.17-40.17 亿元，同增 3.82%-9.26%。嘉元科技：20 年归母净利 1.70-1.98 亿元，同减 39.87%-48.46%，归母扣非净利 1.50-1.74 亿元，同减 44.26%-52.22%。亚玛顿：20 年归母净利润 1.3-1.4 亿元。华友钴业：20 年归母净利 10.77-12.68 亿，上年盈利 1.20 亿。锦浪科技：20 年营收为 20-22 亿元，同增 75.57% -93.13%；归母净利 3-3.6 亿元，同增 137.00% -184.40%。寒锐钴业：归母净利 3.2 亿-4.1 亿，同增 2207.85%-2856.94%。金博股份：1）与晶科签订长期协议，拟供应碳/碳复合材料，总额约 4 亿元。2）2020 年归母净利润 1.62-1.72 亿元，同增 108.57%-121.45%。中伟股份：拟投资 230 亿元建北部湾产业基地项目，一期投资 100 亿，建设 15 万吨前驱体和 7 万吨金属镍钴及循环回收，4 年投产。星源材质：拟向不特定对象发行 10 亿元可转债。德方纳米：1）与宁德时代投资建设“年产 8 万吨磷酸铁锂项目”；2）激励计划拟授予限制性股票 135 万股；天际股份：新华化工拟减持不超过 880 万股，占 2.19%；新昊投资拟减持不超过 1524 万股，占 3.79%。上机数控：1）与正泰签订单晶硅片合同，2）与新特能源签订硅料长单；3）与金博股份签订合同。捷佳伟创：股东富海银涛累计减持 321.2 万股，占总股本 1%。诺德股份：孙公司惠州电子拟扩建年产 1.2 万吨高端极薄锂电铜箔产能。

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 6 万+，后续有望超预期上涨，六氟、正极价格均上涨，供应链明显紧张，20 年 136 万超预期，21 年国内预计 200-220 万+，同增 50-60%；欧洲 20 年超预期销量近 130 万，同增 120%+，21 年预计 200-220 万，同增 70-80%；美国拜登上任后电动车可能推刺激政策，21 年电动车国内和海外均是爆发之年，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 125-135GW，同增 10%，Q1 淡季龙头需求好，21 年确定性大年，全球 170-180GW，同增 35%+，强烈看好光伏龙头。工控 20 年 Q2/Q3 增长 6.4%/6.7%，先进制造同增 25%+/25%+，传统制造和基建行业也明显增长，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、优质客户和领先技术）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、高增长低估值）、汇川技术（通用自动化持续大超预期、动力总成全面突破）、阳光电源（逆变器龙头增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

超预期、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（动力锂电开始成为龙头、电子烟投资收益超预期）、新宙邦(电解液龙头、氟化工超预期)、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）、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、业绩超预期高增长）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、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）、固德威（组串式逆变器龙头、储能逆变器新秀）、中信博（跟踪支架渗透率提升空间大、唯一中国跟踪支架龙头）、福斯特（EVA 和 POE 绝对龙头、感光干膜等上量）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、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）。建议关注：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、雷赛智能、爱旭股份、欣旺达、福莱特、天合光能、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、东方日升、许继电气、平高电气、长高集团、长缆科技、国网信通、日月股份、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）

钢铁行业跟踪周报：国内淡季明显，海外需求强劲

行情回顾：本周申万钢铁上涨 1.8%，领先上证综指 0.7%。涨幅居前的个股为永兴材料（14.0%）、鄂尔多斯（13.4%）、银龙股份（9.8%）。本周螺纹、热卷、铁矿石、焦炭期货主力合约最新报价分别环比 0.0%、-1.5%、-0.8%、1.0%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-23.8%、-60.6%。

行业跟踪：本周钢材社会库存 1016 万吨，环比增 7.6%；其中长材库存 598 万吨，环比增 13.9%；板材库存 418 万吨，环比降 0.3%。本周全国 237 家钢贸商出货量 17.3 万吨，环比持平；本周上海终端线螺走货量 0.8 万吨，环比降 42.8%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 82.2%，环比降 0.9pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 67.5%，环比降 0.3pct。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 353、404、637、330 元/吨，环比分别-20.6%、-25.0%、-28.3%、-23.8%。

本周观点

海外需求持续向好，国内需求淡季明显。海外钢铁需求亦然旺盛，目前跟踪的几乎全部海外主流钢材价格，除亚洲价格小幅回调外，其他地区均呈现上升态势，包括上游原材料如废钢等近期亦大幅补涨，目前均已高于国内。国内需求则已进入明显淡季，现货成交量等连续第三周大幅回落。预计后续海外需求将对国内形成支撑，我们认为后续几个月均会面临国内需求淡季与国外需求上升的博弈，维持后续几个月钢价窄幅震荡运行的判断。

关注钢厂减产。利好成材，利空原料。随着近期钢价回调但铁矿石走强，钢铁利润快速收敛，近期跟踪的情况看，部分高成本钢厂面临净利润亏损的风险，后续或有减产的预期，利好钢材，利空原料。

钢铁四季度业绩相对乐观。四季度虽然铁矿石涨幅较大，但大部分钢材

请务必阅读正文之后的免责声明部分

品种仍能覆盖成本上升，特别是冷轧、热轧、特钢等利润大幅扩张。我们维持四季度钢铁公司业绩同、环比改善的判断；维持 2020 年中提出的钢铁业绩同、环比连续 5-6 个季度改善的判断。

继续看好制造业上游核心资产：板材和特钢。1）估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，板材及特钢行业基本面中去改善；2）优选具备全球竞争力，以及兼具成长性的核心资产：宝钢股份（汽车板龙头）、中信特钢（轴承钢龙头）、久立特材（不锈钢管龙头），关注港股天工国际（工模具钢与高速钢龙头）、河钢资源（稀缺的铁矿石标的）、新钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁等。

风险提示：地产需求下滑；制造业回暖不及预期。

（证券分析师：杨件）

化工行业 2021 年 1 月第 4 周周报：醋酸、液氯价格走强，继续推荐化工顺周期板块

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3606.75，本周累计上涨 1.13%，深证成指本周上涨 3.97%，化工板块（申万）上涨 6.68%。

本周化工个股表现：本周化工板块涨幅居前的个股有正丹股份、容百科技、天晟新材、石大胜华、金博股份、南岭民爆、澳洋健康、金力泰、丹化科技、科创新源。受益于新能源板块的走强，容百科技、天晟新材本周有较大涨幅，累计涨幅分别为 55.98%、47.48%。粘胶短纤行情乐观，推动澳洋健康股价大幅上涨，累计涨幅 34.87%。

本周原油市场动态：市场空好消息交织博弈，疫情形势依然严峻限制全球经济复苏的前景，国际原油价格涨跌不一。本周 ICE 布油报收 55.41 美元/桶（0.56%）；WTI 原油报收 52.27 美元/桶（-0.17%）。

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醋酸(+23.6%)、液氯(+20.0%)、丙酮(+18.2%)、苯酚(+5.3%)、甲苯(+4.0%)。天碱醋酸生产装置故障停车，河南顺达装置停车，塞拉尼斯装置故障半负荷运行。供应方面利好因素增加，推升醋酸价格走高。氯碱企业亏损经营，部分氯碱企业自发减产运行，聊城地区氯碱大厂临时故障，致使货源紧缺，液氯价格随之走高。

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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

通信行业跟踪周报：本周专题：卫星互联网等数字基建再获各地政策支持，如何抓住相关投资机会？

投资要点

本周策略观点：1、卫星互联网再获政策支持，卫星通信系统将加速建设：近期京沪两地接连出台政策支持卫星互联网发展，十四五期间，国内将加速卫星互联网产业建设。2、我国首条批产卫星智能生产线年产 240 颗卫星，国内卫星通信系统加速追赶步伐：一方面，该产线的运营意味着国内卫星生产能力提升，另一方面，近期我国向国际电信联盟（ITU）申请了 12992 颗低轨道卫星，国内卫星互联网假设将加速追赶。3、星链完成第十七次卫星发射任务：1 月 20 日星链第十七次发射任务使用猎鹰 9 号火箭将 60 颗卫星送入预定轨道，截止目前，星链入轨卫星总数达到 1020 颗。4、12 月全国 DOU 继续加速提升，流量景气度上行态势不改：2020 年国内 DOU 达到 10.35GB/户/月，同比上升 32.35%，12 月 DOU 为 11.92GB/户/月，同比上升 38.77%，国内数据流量仍呈现加速向上态势，带动板块景气度进一步上行。

行业动态及点评：我国首条批产卫星智能生产线试运行，可年产 240 颗以上小卫星；星链第十七次 60 颗卫星成功发射，入轨卫星总数达到 1020 颗；IDC：2024 年全球专用 LTE/5G 基础设施市场规模将达 57 亿美元；中国消费者 5G 升级意愿全球最强，MWC21 上海推动实现 5G 价值最大化；法国启动 18 亿欧元量子技术国家投资规划；工信部发布《2020 年通信业统计公报》。

行业前瞻：SubSurface：云数据湖会议（2021.1.27-28），2021 年上海世界移动通信大会（2021.2.23-25）

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；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；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、鹏博士、立昂技术、世纪互联、万国数据；高清视频：兴图新科；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；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；城市数字化转型相关：海康威视、大华股份、万集科技、佳都科技、万通发展、中电兴发；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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 1.44%；沪深 300 指数上涨 2.05%；行业跑输大盘 3.49pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 2.68%，年初至今上涨 31.02%。

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）

汽车行业周报：疫情影响有限，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上升 2.8%，跑赢大盘 0.2pct。除了 SW 商用载客车、SW 汽车销售以外，其余汽车子板块呈上升形态，SW 汽车零部件 III 幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 8 名，排名靠前。估值上，整体有所上升，SW 汽车零部件幅度最大。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：12 月全国乘用车销量实现 231.4 万辆，同比+6.8%。1 月略有下滑，1 月 11-17 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比下降。1 月 11-17 日乘用车零售销量日均 57954 辆，同比下降 25%，月度累计零售销量日均 51603 辆，同比下降 16%。1 月 11-17 日乘用车批发销量日均 48402 辆，同比下降 24%，月度累计批发销量日均 46301 辆，同比下降 20%。

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 月上旬折扣率小幅增加。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 月上旬乘用车价格监控结论：折扣率小幅增加。1）剔除新能源的乘用车整体折扣率 11.08%，环比 12 月下旬+0.07pct。2）部分车企 1 月上旬折扣率下降，幅度较大的是广汽本田+上汽集团+东风本田，北京奔驰+华晨宝马+一汽捷达+上汽通用折扣率小幅增长。

重点关注

1 月 17 日，Stellantis 欲在华建新合资公司，正与奇瑞、广汽谈判。1 月 19 日，一汽大众 ID.4CROZZ 开启预售，补贴后 19.99 万起。1 月 21 日，小鹏汽车注资 5000 万元成立关联公司智鹏制造。1 月 22 日，大众集团推出 Trinity 旗舰电动车项目。

投资建议：年终行业整体回暖，上行趋势明显。长期我们看多汽车板块三大理由依然成立：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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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+万里扬）。

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）

机械设备行业跟踪周报：工程机械、新能源景气旺盛，制造业持续复苏 建议关注通用自动化板块

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

【工程机械】1 月挖机销量迎开门红，建议积极配置低波动周期中的强 α

据 CME 观测，2021 年 1 月挖掘机（含出口）销量约 20500 台，同比+106%左右。其中，国内市场销量约 17000 台，同比+112%；出口市场销量约 3500 台，同比+60%。一方面，2020 年春节在 1 月，受节日影响基数较低；另一方面，基建投资、更新换代、人工替换等多重因素驱动下，下游零部件厂商排产旺盛，行业需求延续性较强。我们预计 2021 年挖机销量增长 5%-15%，未来几年工程机械行业波动估计维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。建议积极配置低波动周期中的强 α。重点推荐【三一重工】数字智能化+国际化将持续带来业绩弹性，全球竞争力逐步体现带来估值溢价。【中联重科】起重机+混凝土机龙头，估值存在修复空间。【恒立液压】国内液压龙头，进口替代增长可期。

【锂电设备】上游、中游均进入缺货状态，全球电动化趋势确定性强利好设备商

上游：从上游材料包括正极、负极、电解液、隔膜等企业反馈信息来看，今年一月份排产同比去年增长至少 1 倍，根据不同领域不同企业的情况，甚至有出现同比大增 3 倍的情况。碳酸锂、钴、六氟、正极价格均上涨，供应链明显紧张。

中游：自 2020Q4 以来，宁德时代启动 Model3 磷酸铁锂电池配套之后，出货量迅速激增约 2.6 万套，以单车 55KWh 计算，总电量超 1.4GWh。在 1 月发布的招聘启事中，宁德时代更是透露出“年终订单暴涨”的讯息。此外，包括中航锂电、比亚迪、瑞浦能源、鹏辉能源等动力电池企业均释放出动力电池满产、产能供不应求的信息。

下游：12 月电动车销量 24.8 万辆，同比+49.5%，环比+22.0%，再创新高；2020 年全年电动车累计销量 136.7 万辆，同比+10.9%。东吴电新组预计 Q1 景气度将维持，电动车销量可达 35-40 万辆左右，同比+250%左右。

在全球拥抱电动化趋势下，设备公司将显著受益，近期 CATL 已率先开启大规模招标，我们预计其他龙头电池厂也将跟进，建议重点关注：电芯设备龙头【先导智能】，LG 核心后道设备商【杭可科技】。其余关注：前道设备商【赢合科技】、【璞泰来】，中道激光设备商【联赢激光】。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【通用自动化】12 月制造业维持高景气，通用自动化持续回暖

下游制造业复苏动能强劲。12 月制造业 PMI 指数 51.9%，比上月微降 0.2pct，仍保持较高景气度。其中，生产指数和新订单指数分别为 54.2%和 53.6%，较上月略有回落，或与部分地区限电有关，但仍处于较高水平。1-12 月制造业固定资产投资下降 2.2%，降幅比 1-11 月收窄 1.3pct，工业投资持续修复。

工业机器人：12 月工业机器人产量 29706 套，同比+32.4%，单月销量为历史以来最高水平；1-12 月工业机器人累计产量 23.7 万套，同比+19.1%。从产品结构来看，轻小负载产品（包括小六轴机器人、SCARA 等）是 2020 年市场增长的主力动力，3C 自动化需求带动作用明显。预计制造业复苏背景下，2021 年行业将继续维持高景气。

机床：12 月金属切削机床产量 5 万台，同比+32.4%，行业持续回暖。在国企退场、进口受限的背景下，民营机床企业龙头订单旺盛（部分企业订单同比+80%），订单已排到 2021 年 5-6 月。机床行业经历了 12-19 年低谷，从 2020 年 4 月开始触底反弹，根据机床 10 年使用寿命，我们判断上一轮高峰（09-11 年）销售的机床也将迎来更新周期。

注塑机：12 月伯朗特机械手（注塑机用）出货量 1394 台，同比+6.9%，维持在较高景气位。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 2021 年将持续回暖。

叉车：12 月叉车销量 74620 台，同比+44.6%，延续自 2020 年 6 月以来 40%以上的增速。2020 全年销量创纪录破 80 万大关，同比+31.5%。叉车行业景气度与国民经济息息相关，一般情况下 GDP 每增长 5%，叉车销量就同比增长 10-15%，2021 年叉车行业增速预计在 15%以上，同时叉车电动化+仓储化的趋势将进一步打开增长空间。

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）

数字金融追踪：央行支付新规会冲击互联网巨头吗？

事件：近期，央行先后发布《非银行支付机构条例（征求意见稿）》、《非银行支付机构客户备付金存管办法》，加强对非银行支付机构的监督管理。市场非常关注反垄断相关条例是否会冲击以支付为核心的互联网巨头？支付格局是否会改变？衍生的互联网金融服务会受到什么影响？

投资要点

为什么发布非银行支付机构条例及备付金存管办法？

①近十年来，支付宝与腾讯财付通推动第三方支付高速发展，并迭代创新，2010 年旧版《非金融机构支付服务管理办法》本身需要革新（表 1）。

②2020 年四季度以来，互联网巨头面临金融监管升级和平台反垄断两方面的政策约束。本次支付新规中的反垄断条例也可能直接影响两大互联网巨头的核心——支付业务，本质上也属于对互联网巨头全面监管的举

请务必阅读正文之后的免责声明部分

措。

③针对支付机构的备付金（即用户暂存于支付宝、财付通等支付账户中的余额），其实早在 2017 年起就被纳入监管。2017 年以前，支付机构自主将客户备付金存入商业银行账户，沉淀资金获取高额利息，这曾经一度是支付机构的核心收入来源。但 2017 年以后，监管要求备付金逐步上缴央行，且前期不提供任何利息，2020 年起按年化利率 0.35%计息，但利率仍远低于 2017 年前。2019 年 1 月，备付金完成全面上缴，而本次出台的备付金存管办法只是完善制度，去年已经征求过意见，增量信息有限。

支付新规中市场最关注的反垄断条例如何影响支付格局？

支付新规首次具体提出了预警和认定“市场支配地位”（即垄断）的情形（表 2）。在预警情形下，央行可以与国务院反垄断执法机构商议对相关机构采取约谈等措施，而如果被认定为具备“市场支配地位”，央行可以向国务院反垄断执法机构建议采取停止滥用市场支配地位行为、停止实施集中、按照支付业务类型拆分该机构等措施。

不过，表 2 中列示的认定规则，相关市场份额的计算标准目前并不明确，例如，市场份额计算基于交易笔数还是金额？认定情形中的分母“电子支付”是否包含银行电子支付？但无论具体测算标准如何，考虑当前第三方电子支付市场的强垄断格局，支付宝与腾讯财付通显然是唯二的监管目标。根据易观数据统计，目前支付宝与财付通在第三方支付市场的交易金额份额分别达到 49.16%、33.74%，处于预警情形。

但是，我们认为反垄断政策最终的执行力度存在不确定性，一方面政策中明确提到需要与国务院反垄断执法机构商议、建议，另一方面也要充分考虑是否“滥用市场支配地位、严重影响支付市场健康发展”，由此判断大概率不会出现拆分支付宝、财付通等极端情形。本质上，此次政策的预警和提示意义更明显，未来实际执行中，央行及监管机构有很大的调节空间。

由支付衍生的互联网金融正在被全面监管，未来还有哪些政策落地？

我们此前强调，支付是互联网巨头最核心的商业环节。从去年蚂蚁集团的财务报表可以看出，虽然支付业务本身盈利有限，但其作为核心流量入口，蕴含着高含金量的场景与数据。发展互联网金融离不开支付入口。

不过，2020 年四季度以来，对互联网金融的全面监管涉及到贷款、存款、理财、保险、征信等业务（表 3），所有政策的核心围绕“同类业务、同类监管”，对互联网金融形成确定性冲击，利好传统商业银行等持牌金融机构。我们认为这是七年以来，竞争格局的天平首次向传统金融机构倾斜。本次支付新规中，强调支付机构不得从事授信类业务，这也呼应了此前央行提出部分平台以“支付嵌套信贷产品诱导消费”的不合理性，预计未来诸如花呗等互联网信贷产品在用户端，与支付环节的挂钩程度会降低，一定程度上影响推广效果。

此外，我们判断互联网贷款后续仍有政策出台，包括：①11 月 2 日征求意见的网络小贷新规（造成蚂蚁 IPO 搁浅）将正式落地；②针对 2020 年发布的《商业银行互联网贷款管理办法》，配套政策也可能出台，预计内容涉及对银行与互联网合作助贷业务的集中度管控、银行联合贷额度管控、异地放款额度管控等方面，互联网信贷监管仍在收紧；③针对互联网生态大数据在信贷业务中的使用合理性问题，数据确权可能有相关政

请务必阅读正文之后的免责声明部分

策落实。

投资建议：银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，坚定推荐。互联网金融的全面监管升级显然从竞争格局角度利好传统银行等持牌金融机构。当前时点：①银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，招商银行等头部银行上涨行情将持续，近期业绩快报及年报构成催化，重点推荐招商银行、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 0.57x2021PB、较 A 股折价 23%的港股。

风险提示：1）对金融科技的监管力度超预期；2）商业银行资产质量信用风险超预期；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

商业贸易行业周报（2021 年第 4 期）：12 月社零同比+4.6%，线下增速环比提升

行业观点：

12 月我国社零总额同比+4.6%，线下社零增速环比继续提升。2020 年 12 月，社会消费品零售总额 4.06 万亿元，同比+4.6%。其中，网上商品零售额 9798 亿元，同比+6.4%；推算线下社会消费品零售额 3.08 万亿元，同比+4.1%。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿，同比-4.8%，较 2019 年同比-12.8pct。网上商品零售 9.76 万亿，同比+14.8%，增速有所放缓；网上占比为 24.9%，相较 2019 年的占比 20.7%同比+4.2%，线上渗透率持续提升。推算线下社零总额为 29.44 万亿，同比-9.81%，主要系新冠肺炎疫情影响居民线下消费所致。

分品类看：年末化妆品、金银珠宝等消费升级类商品零售表现亮眼。①12 月限额以上服装鞋帽纺织品类同比+3.8%，冬装销售增速相对稳健；②化妆品类同比+9.0%，主要系双十一消费前置影响，11-12 月化妆品同比+22.2%；③金银珠宝类同比+11.6%，反弹持续；④通讯器材同比+21.0%，部分系 iPhone12 发售时间推迟推动；⑤其他品类：粮油食品同比+8.2%；饮料类同比 17.1%；烟酒类同比+20.9%；日用品类同比+8.0%；家电和音像器材同比+11.2%；办公用品同比+9.6%；汽车类同比+6.4%；家具类同比+0.4%。必选消费表现稳健。

从消费类型来看：商品零售增长持续，向常态增长恢复。12 月商品零售额为 3.56 万亿元，同比+5.2%；餐饮业收入 4950 亿元，同比+0.4%。2020 年，商品零售 35.25 万亿元，同比-2.3%；餐饮业收入 3.95 亿元，同比-16.6%。

近期报告：

《国联股份系列深度一：快速前进的工业品电商踏浪者》：公司现阶段主要业务和主要增长驱动为工业品拼购平台；未来计划通过交易切入产业变身产业互联网枢纽。公司近期披露近 12 个月累计投资事项，积极推进其他行业的布局，同时加深与产业的合作夯实壁垒。

投资建议：

2020 年 11-12 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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

教育行业周报（2021 年第 4 期）：季报面面观：好未来鏖战线上，新东方稳健推进

本周观点

本周新东方和好未来均公布了上个季度的业绩，2020 年疫情均对两家公司带来一定影响，但从秋季学期的数据来看，国内 K12 培训业务持续恢复中。两家公司网点和学生人数均保持了高速扩张，下沉加速。

好未来线上课程持续发力，短期获客激战仍将保持：好未来线上程度越来越高，线上收入占比大幅提升至 28%，但线上教育的激战所带来的大额营销支出也令公司业绩面临一定压力，未来公司仍将通过双师大班课不断提高线上业务的渗透率，短期 2-3 年激战仍将保持。线下则以稳定扩张为主，估值体系或将面临一定切换。

好未来单季收入创新高，表现优于公司业绩指引，销售费用大幅增长令利润承压：公司 Q3 收入 11.2 亿美元，同比增速 35%，Non-GAAP 营业亏损为 7343 万美元，Non-GAAP 归母净亏损为 1043 万美元，主要因 Q3 单季销售费用 4.3 亿美元，同比增速 120.3%。

新东方主要拉动业务仍为 K12 课外培训，网点扩张稳健推进：公司主营已全面切换到以 K12 全科培训作为主战场，截止 20 年 11 月末，公司已有网点 1518 家，同比增加了 214 网点，单季环比净增加 46 家网点。未来低线城市的下沉是大趋势，我们预计新东方主要仍以线下培训为主，通过品牌力和多网点以及标准化运营将帮助在下沉市场的布局，线上业务则主要通过新东方在线来开展。

新东方收入端 Q2 同比+13%，整体符合公司预期，成本费用支出相对刚性：公司 Q2 实现收入 8.9 亿美元，同比+13.1%，营业成本 4.5 亿美元，同比+26.4%，销售费用和管理费用分别为 1.3 亿/3.3 亿美元，同比+23.9%/13.5%，Non-GAAP 营业损失 0.14 亿美元，Non-GAAP 归母净利润 0.69 亿美元，同比+21.3%。

近期研究汇总：《高校行业深度报告》：2020.1.19

本周我们发布了高等教育行业深度，认为行业中短期内仍是整合并购红利期，长期量价齐升是大趋势，叠加独立学院转设加速，高教行业发展确定性强。其中规模大，品牌能力强，整合并购能力强，管理能力强，融资能力强的学校优势更突出。且目前高教行业平均估值仅 20 倍 PE，性价比较高。建议持续关注高教公司等。

建议关注标的：中教控股，希望教育，中国科培，华夏视听教育，中汇集团，中国东方教育等。

风险提示：疫情反复，政策风险，收并购整合风险，市场竞争风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫　证券分析师：张家璇）

智慧水务行业深度报告：千亿市场！战略性看好智慧水务行业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

进入 2021 年，智慧水务行业或进入订单爆发期，重点关注智慧水务龙头企业威派格，智慧水表龙头企业宁水集团：智慧水表和供水设备作为“水务物联网”的基础载体和传感器，是水务系统智能化改造的第一步，重点智慧水表公司如宁水集团在 2019 年、2020 年都取得了较好的业绩。进入 2021 年，针对水司水质、漏损、排水等核心需求，提供核心解决方案的智慧水务企业将进入业绩兑现期，值得重点关注。伴随着智慧水务的推广，与智慧水务相关的设备，包括智慧水厂设备、二次供水设备都需要升级换代，因此与智慧水务相关的设备市场空间广阔。建议关注智慧水务行业龙头威派格、和达科技。

智慧水务软平台推动管网及水厂产品升级,行业市场空间在 3000 亿以上，目前市占率极低：我们所说的智慧水务行业不仅包括智慧水务平台，也包括搭载水务平台的硬件产品升级（智慧水厂设备、二次供水设备、智能水表等）。我国智慧水务行业的发展尚处在探索阶段，行业保持稳定增长势头，而目前行业的集中度非常低，未来行业高增速的同时龙头企业市场提升逻辑也非常清晰。根据我们测算，智慧水务平台+智慧水厂（装配式水厂）设备+管网改造设备（包括二次供水设备、智慧水表等）行业空间在 3000 亿以上，而目前行业上市公司的市占率极低。

国家政策要求+物联网等技术成熟+统建统管+农村饮用水提标改造驱动行业进入高景气度时代：（1）我国饮用水水质落后美国 50 年，落后日本 100 年，国家政策对水质标准、管网漏损、智慧水务等提出了系统化、标准化的要求；（2）5G、物联网、云计算等为智慧水务发展提供了技术基础，智慧水务是智慧城市在垂直领域的应用，国家建设智慧城市的大背景下，物联网、5G、云计算等科学技术为政府管理提供了管理手段。物联网等技术出现后，提高城市水务效率，降低管网漏损率，提高饮用水质量标准便有了实施方向；（3）统建统管、城镇饮用水一体化加速了智慧水务平台的建设；（4）预计十四五期间会有农村饮用水建设的政策落地，农村饮用水提标改造+智慧水厂项目进入业绩爆发期。

公司层面，建议关注智慧水务龙头企业威派格、和达科技；智慧水表行业龙头宁水集团。（1）威派格：公司深耕水务全产业链布局，通过近年的收购重组，力争水领域细分赛道全布局；（2）和达科技：公司目前正在申请科创板上市，公司是集设计、软硬件、生产、销售、实施、服务于一体的解决方案提供商和集成商。（3）宁水集团：公司是拥有 62 年悠久历史的智慧水表行业龙头，拥有超强的品牌+技术+渠道的核心优势。

风险提示：宏观经济风险；十四五关于农村饮用水和城镇饮用水建设低于预期；疫情影响下导致施工延迟的风险

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

银行行业点评：银行业：2 万亿利润与 3 万亿不良处置

事件：1 月 22 日，银保监会国新办新闻发布会公布 2020 年银行业运行情况，年末银行业金融机构总资产 319.7 万亿元，同比增长 10.1%；总负债 293.1 万亿元，同比增长 10.2%；全年银行业共处置不良资产 3.02 万亿元，年末不良贷款率 1.92%，较年初下降 0.06 个百分点，拨备覆盖率 182.3%；初步统计商业银行全年实现净利润 2 万亿元，同比下降 1.8%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

业绩“花开”：四季度银行利润反弹，估算国有大行全年利润-2.86%。

根据新闻发布会披露，初步统计商业银行全年净利润同比下降 1.8%，根据 2019 年 1.9932 万亿元净利润推算，2020 年净利润约 1.9573 万亿元。由于去年已披露前三季度商业银行净利润合计 1.5142 万亿元，同比下滑 8.3%，由此测算四季度单季净利润增速达到+29%。

近期，已经有 10 家上市中小银行披露了业绩快报，其中 9 家盈利增速相比三季报转正或加速增长，四季度单季增速区间在 5.2%~66.1%，平均增速 28.2%。参考已披露信息，如果假设 12 家股份行全年合计盈利增速 2.0%、其他中小商业银行增速-2%（考虑很多非上市中小银行可能负增长），可以预测六大国有银行合计盈利增速-3.2%（前三季度-8.7%）。我们预计，邮储银行及我们重点推荐的建设银行盈利增速相对较高。

资产质量“春暖”：3 万亿不良处置优于预期，资产负债表充分夯实。

我们强调，银行股四季度业绩“花开”，本质上反映资产质量“春暖”，去年下半年以来商业银行实际上已经走出经营泥潭，真实资产质量优于预期，得益于经济复苏超预期。根据发布会披露，2020 年银行业共处置不良资产 3.02 万亿元，明显高于 2019 年的 2.3 万亿元，创历史新高，但仍然低于银保监会 2020 年 8 月谨慎预测的“全年处置不良资产 3.4 万亿元”。

由于上半年监管层及商业银行审慎、前瞻性高额计提拨备，拖累盈利下滑，但同时也保证了不良贷款“应提尽提、应核尽核”，反而借助疫情充分夯实了银行资产负债表，所以四季度盈利大幅反弹，确立基本面拐点。我们预计，2021 年商业银行可能不良新生成率下降，同时拨备覆盖率小幅提升至 182.5%，不良率基本维持在 1.83%，进而盈利增速回升至 7.57%。

展望：贷款利率短期企稳、中期上行，把握二季度国有大行上涨行情。

我们认为，四季度利润增速反弹、资产质量回暖的逻辑，已经在年初至今银行股大幅上涨的行情中有所反应，而后续要重点关注的是信贷投放量、贷款利率、负债成本等指标。近期调研反馈，短期经济复苏仍然强劲，实体融资需求旺盛，预计 1 月信贷投放量非常可观。

不过，企业贷款利率现阶段仍处于企稳状态，从央行数据可以看到，12 月新发放企业贷款加权平均利率仍然环比下行 2BP 至 4.61%，一季度预计也基本持平。考虑按揭等存量贷款的重定价因素，预判一季度商业银行的净息差仍可能小幅下行。但考虑全年信用收紧，预计二季度后企业贷款利率可能开始边际向上，银行利差将重新开始扩张。

落实到投资角度，贷款利率上行将成为催化国有大行上涨的核心逻辑。因为 2020 年最积极投放对公信贷、支持实体的国有大行深受贷款利率下行冲击，而一旦贷款利率拐点确立，国有大行的估值修复逻辑最通顺。

投资建议：核心推荐招商银行、平安银行、建设银行（H 股）。①银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，招商银行等头部银行上涨行情将持续，近期业绩快报及年报构成催化，重点推荐招商银行、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 0.57x2021PB、较 A 股折价 23%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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

有色金属行业点评：稀土：需求推动，政策为辅，景气新周期

投资要点

稀土价格迎来新一波上涨。2021 年 1 月，重稀土价格，金属铽、氧化铽较谷底（2020 年 4 月）涨幅分别为 112.8%、117.8%，年度涨幅分别为 140.3%、142.9%；金属钕、氧化钕价格较谷底（2020 年 4 月）涨幅分别为 85.2%、96.6%，年度涨幅分别为 86.3%、89.9%。

政策端：立法护航，维持总量指标控制。2021 年 1 月 15 日，为依法规范稀土开采、冶炼分离等生产经营秩序，有序开发利用稀土资源，推动稀土行业高质量发展，工业和信息化部起草了《稀土管理条例（征求意见稿）》。条例明确稀土开采、冶炼分离投资项目核准制度；建立稀土开采和冶炼分离总量指标管理制度；加强稀土行业全产业链管理；并明确处罚措施。

需求端：稀土永磁先行，新能源汽车、空调和风电多点驱动。根据产值来看，我国稀土行业的产值主要集中在永磁材料行业，占比高达 75%；按消费量来看，永磁、储氢、催化、抛光材料行业下游消费占比为 42%、7%、5%、5%。钕铁硼是目前应用最广泛的稀土永磁材料。2018 年全球高性能钕铁硼需求主要集中在汽车（50%）、风电（10%）和变频空调（8.4%）；汽车领域中，传统汽车占比 38%，新能源汽车占比 12%。2020 年，我国汽车产量 2463 万辆，同比-1.4%；新能源车产量 145.6 万辆，累计同比 17.3%。2020 年 8/9/10/11 月我国变频空调产量同比增速分别为 57.9%/56.4%/65.8%/54.5%。我国风电装机量 2010-2019 年复合增速分别为 14%、20%。我们预计 2025 年氧化镨钕需求为 13.73 万吨，2020-2025 年复合增速高达 16.3%

供给端：我国具备全球竞争优势，供给刚性。2019 年我国储量高达 4400 万吨，全球占比 37%；我国产量高达 13.2 万吨，全球占比 63%。2006-2020 年我国稀土开采控制总量年复合增速仅为 3.5%，轻、中重稀土增速分别为 3.2%、6.0%。

投资建议及相关标的。考虑到考虑到新能源汽车渗透率不断上升，风电、节能变频空调产量高增长，需求驱动拉升稀土行业景气度政策端上升至立法高度来规范稀土行业的发展，长效机制建立，明确立法打击非法生产稀土行为，稀土行业基本面将持续向好。1）六大稀土集团将受益行业基本面向好，关注盛和资源、北方稀土、广晟有色和五矿稀土；2）新能源增长高确定性，磁材优质厂商充分受益，关注金力永磁。

风险提示：下游需求不及预期；稀土开采总量控制不及预期。

（证券分析师：杨件）

推荐个股及其他点评

中兴通讯（000063）：经营质量显著提升，内外扰动消除，持续高增长可期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

事件：1 月 23 日，中兴通讯发布业绩快报，2020 年实现业绩收入 1013.79 亿元，同比增长 11.73%，实现归母净利润 43.67 亿元，同比减少 15.18%。

战略发展期聚焦主业，业绩逐步实现有质量的发展：当前中兴通讯处于战略发展阶段，聚焦运营网络业务，同时加快推进政企业务及消费者业务，实现有质量的发展，因此 20 年三大业务营业收入均实现同比增长，由于 2019Q3 受到资产处置带来一次性税前收益的影响，20 年归母净利润较 19 年同期下滑 15.18%（剔除 26.62 亿元一次性收益影响，全年归母净利润同比增长 76%），从单季度数据来看，Q4 实现营业收入 272.5 亿元，同比增长 2.8%，实现归母净利润 16.55 亿元，同比增长 62.21%，环比增长 93.57%；其次从现金流及负债的角度来看，经营质量持续向好：20 年进一步加强现金流及销售收款管理，实现经营活动产生的现金流量净额 102.30 亿元，同比增长 37.38%；同时持续优化资产和负债结构，资产负债率由 19 年末的 73.12%下降至 20 年末的 69.52%。最后从股东权益角度来看，20 年归属于普通股股东的所有者权益同比增长 49.73%，EPS 同比增长 27.24%。

夯实核心竞争力，ICT+5G 协同推进业务稳步向前：中兴通讯坚持技术创新为本，近 5 年的研发支出占收比均超过 10%，核心专利及行业话语权不断提升。2020 年，也紧抓国内 5G 建设浪潮，在国内市场实现市场格局以及份额双提升，我们预计 5G 份额较 4G 份额将有显著提升。其次国际市场方面，坚持健康经营，专注亚洲等价值市场，盈利能力稳步提升。2020 年中兴通讯对中兴微电子也实现 100%控股，进一步夯实中兴通讯核心竞争力，提升盈利能力。最后，从业绩驱动角度来讲，传统核心业务受益国内 5G 建设，在未来 2-3 年内将实现高速增长，同时 ICT 综合解决方案全面，随着人力及物力资源的不断加强投入，未来将为中兴通讯的又一核心增长点。

产业催化即将密集释放，外部扰动逐步减少，当前时点建议重点关注：随着 5G3 期招标、运营商资本开支规划的即将推出，5G 将进入产业催化的密集释放期，同时随着美国大选以及科技摩擦的影响的逐步减少，我们认为，板块估值压力逐步释放，随着产业节奏的持续推进，板块或已进入景气上行周期。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 43.67 亿元、60.72 亿元、74.96 亿元，EPS 分别为 0.95/1.32/1.62 元，对应的 PE 估值分别为 36/26/21X，维持“买入”评级。

风险提示：5G 产业进度不及预期，科技摩擦加剧。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

华友钴业（603799）业绩预告：同比高增，打造锂电材料综合平台

投资要点

公司预告 20 年归母净利润 10.77-12.68 亿元，同比增长 801%-961%，略超预期。公司发布业绩预增公告，预计 20 年实现归母净利润 10.77-12.68 亿元，同比增长 801%-961%，扣非归母净利润 10.65-12.64 亿元，同比增长 1462%-1755%，盈利能力大幅回升，我们预计略超预期。Q4 持续向好，业绩拐点明显。公司 Q4 归母净利润预计达 3.90-5.81 亿元，同比增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1356%-2072%，环比增长 16%-73%，扣非后归母净利润达 4.36-6.36 亿元，同比增长 1677%-2489%，环比增长 31%-91%，业绩持续向上。

金属钴供需结构改善，价格震荡上行。Q4 公司钴产品预计出货 9 千吨以上，环比增长 20%以上，全年预计累计生产 3 万吨以上（含代工），同比增长 10%左右。价格方面，20Q1-2 长江有色钴价均价约 27.3，25.1 万/吨，同比降幅 10-15%，Q4 起钴价反弹趋势明显，目前已突破 30 万/吨，底部涨幅 15%左右。21 年我们预计全球金属钴需求 17 万吨，同比增 16%，供给端看全球的产量估计为 19 万吨，供需仅平衡，嘉能可旗下 Mutanda 矿（年产能约 2.7 万吨，占全球总产能约 20%）进入维护性停产，预计 22 年及之后才会复产，手抓矿产量收缩非常明显，新增供给减少，国内金属钴库存逐步消化完毕，我们认为金属钴 21 年供需格局改善，价格在底部震荡上行至 30 万/吨以上。我们预计 21 年公司钴产品生产 3 万吨以上，同比微增，钴价回升带来盈利能力回升，价格弹性较大。

Mikas 电积铜价格回暖，带动业绩大增：Q4 公司预计生产铜产品 3 万吨以上，环比上升 20%左右，20 年全年铜产品出货超过 10 万吨，同比增长 50%，维持高增长态势。？20 年 Q4 铜期货官方价接近 8000 美元/吨，从底部起上涨 60%以上，上半年铜产品毛利率达 42.41%，随着铜价上升，下半年毛利率预计接近 50%，盈利能力大幅增长。19 年底 PE527 矿权鲁库尼矿年产 3 万吨电积铜项目建成投产，合计产能达到 11 万吨，21 年预计铜产品出货 11 万吨左右，铜价上升至 8000 美元/吨以上，预计毛利率维持 40%以上，贡献 20 亿元以上毛利。

氢氧化镍项目顺利，加强一体化布局。公司 2018 年公司启动与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司持股 57%，预计 21 年年底建成，在保守价格假设下，达产后预计可实现 8 亿元以上归母净利；公司还计划投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司持股 70%，募集资金到位后开始建设，预计 22 年底建成，在保守价格假设下，达产后预计可实现 4 亿元以上归母净利。公司坚定打造由钴镍资源到三元前驱体的一体化布局，为公司向新能源锂电材料龙头转型升级奠定基础。公司现有一万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能在建，新建产能预计 21 年年底投产，22 年实现出货，为公司贡献利润。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年归母净利润 12/21/29 亿，同比增长 901%/73%/40%，EPS 为 1.05/1.81/2.54 元，对应 PE 为 92x/53x/38x，给 21 年 60xPE，对应目标价 108.6 元，维持"买入"评级。

风险提示：政策及销量不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

好未来（TAL）：FY21Q3：K12 线上激战至少还需 2-3 年， 线上营收持续高增估值体系或已切换

业绩简评

单季收入创新高，表现优于公司业绩指引，全年预计收入 43 亿美元左右，增幅+32%：公司于 1 月 21 日晚公布 2021 财年 Q3 业绩，单季公司收入 11.2 亿美元，同比增速 35%，优于公司 Q2 时公布的指引 10.6-10.9 亿美元，前三季度公司实现收入 31.3 亿美元，同比+130%。预计 2021 年 Q4 收入在 11.75 亿美元-12 亿美元之间，同比增速约 37%-40%，对应 2021 财年全年收入约 43.1-43.3 亿美元之间，同比增速约 32%左右。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在线课程增长迅速，收入贡献大幅提升：1）在线课程：Q3 公司在线课程实现收入约 3.1 亿美元，同比增速超过 90%，占比从去年同期的 19%大幅增至 28%，长期正价课程注册人数同比增长 92%达到 107 万人,线上课程 ASP 则同比略有下降 5%。2）小班课程：小班课程主要包括培优课堂（占收入比重 57%）、摩比、题拍拍及其他业务，该板块同样保持了高速增长，Q3 实现收入 7.4 亿美元，同比增速 14.2%。正常价格长期课程 ASP（以 RMB 计）同比减少 5%，主要因为下沉市场的进一步渗透和线上线下占比的结构性变化。3）一对一课程：一对一课程 0.56 亿美元，同比下降 19%，正价课程同比增速 7%。

在线教育竞争持续，销售费用大幅增长：公司 Non-GAAP 营业亏损为 7343 万美元，Non-GAAP 归母净亏损为 1043 万美元，出现亏损主要因销售费用的大幅增长，Q3 单季销售费用 4.3 亿美元，同比增速 120.3%，前三季度销售费用 10.2 亿美元，同比增速 67.3%。2020 年在线教育头部各家机构的竞争愈发激烈，高频广告，高额补贴等成为各家机构获客的直接方式，且头部机构在 20 年的多轮融资保证了之后的营销支出支持，我们预计短期 2-3 年内，高营销费用支出仍将是行业普遍情况。

学生人数保持高增长，线下或重新进入扩张周期：Q3 新增布局 11 座城市，报告期末公司覆盖了 102 座城市，前五大城市收入占比 56%，有 990 家网点，较去年同期增加了 196 家，季度环比新增了 54 家，长期正价课注册人数 340 万人，YOY+46.5%。

盈利预测与投资评级：疫情后公司经营持续恢复，收入表现优于预期，网点和学生人数保持高速扩张，线上课程比例持续提升。公司战略仍将以大力发展线上课程为主，收入预计主要通过线上课程拉动，目前在线教育仍处于激战状态，短期 2-3 年内高营销支出仍将持续，公司有可能出现短期的战略性亏损，因此利润预计并非公司的主要考核方式，公司的估值体系或已发生变化，线上将会以收入规模的高速扩张作为重要参考，而线下则依旧以利润作为主要考核方向。我们预计 2021-23 财年公司归母净利润为 0.36/2.3/6.8 亿美元，22 日收盘价对应 22-23 年 PE 分别为 197/67 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下沉网点扩张不如预期，市场竞争激励令公司业绩承压等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

新东方（09901）：FY21Q2:收入同比+13%，疫情后持续恢复，后疫情时代强品牌优势凸显，下沉仍是主要关注点

业绩简评

收入端 Q2 同比+13%，整体符合公司预期：公司于 1 月 22 日晚公布 2021 财年 Q2 业绩，Q2 实现收入 8.9 亿美元，同比+13.1%，整体符合公司预期，主要因 K12 课外培训的学生人数有所增长，报告期内学生总人次达到 418.3 万人，同比+10.4%。FY21H1 实现收入 18.7 亿美元，同比+0.9%，公司预计 Q3 将实现收入 11-11.4 亿美元，同比+19%至+24%。

国内 K12 培训疫情后恢复迅速，海外相关备考留学业务受疫情影响较大：K12 培训同比+26%，其中优能中学同比+27%，泡泡少儿英语同比+24%，海外相关的业务受疫情影响仍然较大，出国备考同比-29%，留学咨询+6%。就平均价格而言，优能中学 ASP 同比+8%，优能 VIPASP 同比+5%，泡泡少儿英语 ASP 同比+0.3%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

成本费用支出相对刚性，营业利润承压：Q2 公司营业成本 4.5 亿美元，同比+26.4%，毛利率 49%，同比下降 5.4pct，部分因为教师有所提薪，销售费用和管理费用分别为 1.3 亿/3.3 亿美元，同比+23.9%/13.5%，销售费用率和管理费用率分别 15%和 37.5%。因为成本和费用支出相对比较刚性，公司营业利润受影响较大，Q2 公司 Non-GAAP 营业损失 0.14 亿美元，归母净利润 0.54 亿美元，同比+0.9%，Non-GAAP 归母净利润 0.69 亿美元，同比+21.3%。

线下网点扩张持续推进，疫情后新开网点恢复较快：网点下沉依旧为公司的主要战略，21 财年 H1 末公司学校网点（学习中心）达 1518 所，同比增加了 241 所，季度环比增加了 46 所。学校 117 所，本季度新开了 5 所新的学校。Q2 公司入学人次达 418 万人，同比 10.4%，其中 K12 学生人次同比+15%。疫情期间许多中小培训机构面临出清，给行业龙头带来更多发展机遇，未来公司还将加大三四线城市的网点扩张力度。

盈利预测与投资评级：虽然疫情令公司的出国业务面临较大压力，但公司主营业务已经转移到 K12 培训为主，该板块疫情后持续恢复。目前网点下沉依旧为公司的主要战略，未来三四线城市的网点扩张将加大力度。此外新东方作为我国 K12 培训的头部企业，有较强的品牌优势和拓展能力，疫情期间许多中小培训机构面临出清，给行业龙头带来更多发展机遇。我们预测 2021-23 财年公司归母净利润为 4.04/5.2/6.8 亿美元，同比增速为-2.4%/29.8%/29.4%，22 日收盘价对应 PE 分别为 75/58/45 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：网点下沉推广不及预期，疫情反复影响开班等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

东方财富（300059）：权益市场黄金发展，东财业绩将保持高增长

事件：东方财富 2021 年 1 月 22 日晚间发布公告称，预计 2020 年度归属于上市公司股东的净利润为 45 亿元-49 亿元，同比增长 145.73%-167.57%，业绩符合预期。

投资要点

权益市场快速发展下，东财各项业绩实现大幅增长：1）截至 2021 年 1 月 22 日，新发基金发行份额达到 3092 亿份，同比+192.54%，其中权益基金占比 94.24%，权益基金市场进入黄金发展时期。2）东财电子商务业务收入来自基金代销的尾佣及销售服务费，截至 2020 年 6 月，东财基金代销规模达 5684 亿元，预计 2020 年东财基金代销业绩将维持在 16.96 亿元~20.06 亿元，预计同比大增 328.28%~406.57%。未来随着权益基金市场的快速发展，东财基金代销业绩将实现进一步增长。3）2020 年全年股基日均成交额同比+61.5%至 9036 亿元，公司证券业务整体市场交易活跃+互联网模式的特色经营模式下，东财证券业绩大幅增长，实现 2020 年净利润同比+104%至 28.94 亿元。

高占有率+可转债发行，证券经纪、两融收入实现双向上：1）经纪业务市占率不断提高促进佣金收入实现持续高增。截至 2020 年 9 月末，公司经纪业务市场份额达到了 3.22%（2019 年 6 月为 3%）。2020 年公司手续费及佣金收入同比+76%至 29.93 亿。2）两融市占率稳定提升，资本业务持续发力。2020 年东财证券实现利息净收入 12.6 亿元，同比+88%，融出资金较年初+87%至 297 亿元（显著高于沪深市场两融余额增速 58%），

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年两融业务市占率为 1.83%（2019：1.56%），截至 Q3 利息收入排名行业前 20。2）可转债助力两融经纪业务进一步扩张。公司拟于近期发行 158 亿元可转债，用于补充东方财富证券的营运资金，其中不超过 140 亿元将用于扩大两融业务规模、提升市场份额，我们判断随资本金的补充，公司两融业务和经纪业务有望继续保持高速增长。

权益基金迎来发展黄金发展周期，看好财富管理新时代：1）当前资本市场进入黄金发展时期，权益类基金的规模和资本市场体量有望持续增长。2）东财代销基金规模收入双向上，专业服务巩固流量转化。2020 年，东财基金代销规模超越大部分传统银行渠道，成功打破壁垒。在互联网平台高客户粘性的背景下，多样化基金品种和基金数据使东财作为零售财富管理龙头增长较为确定。3）随着东财基金代销市占率不断提升，公司正式切入财富管理市场，看好公司在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有大幅提升。

盈利预测与投资评级：公司可转债发行在即，资本实力增强后证券业务进一步扩张，叠加权益市场进入黄金发展周期，坚定看好零售财富管理业务发展前景。预计公司 2020、2021 年归母净利润分别为 48.33、60.78 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：1）基金代销市场竞争激烈；2）东财证券市占率提升不及预期。3）宏观经济不及预期。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

长电科技（600584）：内外兼修，拨云见日

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 12.3 亿元左右，同比增长 1287.27%左右，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 4.66 亿元左右，同比增长 72.17%左右。预计扣非归母净利润为 9.2 亿元左右，同比去年将增加 17.13 亿元左右。

投资要点

订单需求强劲，公司治理和业务协同不断强化，业绩实现高速增长：公司预计 2020 年归母净利润同比增长 1287.27%左右，其中 2020Q4 归母净利润同比增长 72.17%左右，业绩实现高速增长，主要得益于公司封测业务的市场拓展稳步推进，海内外重点客户订单需求强劲，公司营收同比大幅提升；公司各工厂持续加大成本管控与营运费用管控，调整产品结构，推动盈利能力提升；公司不断优化公司治理、改善财务结构、强化集团下各公司间的协同效应、技术能力和产能布局等，更加匹配市场和客户需求，有效提升了公司整体盈利能力。

产能布局完善，聚焦高成长应用市场，龙头地位稳固：公司是全球领先的封测服务商，可为客户提供从设计仿真到中后道封测、系统级封测的全流程技术解决方案，已成为中国第一大和全球第三大封测企业。公司目前在全球拥有多个生产基地，各产区的配套产能完善，随着产能利用率的持续提升，公司生产规模优势有望进一步凸显，同时，各产区互为补充，各具技术特色和竞争优势，完整覆盖了低、中、高端封装测试领域，能够提供包括通孔插装、表面贴装、面积阵列封装和高密度封装在内的全系列封装技术服务。公司聚焦关键应用领域，在 5G 通信、消费类、汽车类等领域拥有行业领先的先进封装技术以及混合信号/射频集成电路

请务必阅读正文之后的免责声明部分

测试和资源优势，并实现规模量产，市场龙头地位稳固。

公司治理持续优化，业绩增长动能充足：公司协同各工厂推进精益生产，优化成本管控，加强星科金朋等工厂的持续盈利能力，同时积极推进重点客户长期合作和先进封测研发。目前，公司国内工厂的封测服务能力持续提升，车载涉安全等产品陆续量产，同时，韩国厂的汽车电子、5G 等业务规模不断扩大，新加坡厂管理效率和产能利用率持续提升，盈利能力稳步改善。随着公司各项业务和产线资源整合的推进，公司盈利能力有望持续提升，未来业绩增长动能充足。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入为 264.83/307.35/358.31 亿元，YoY+12.6%/16.1%/16.6%，归母净利润为 12.3/16.88/20.82 亿元，YoY+1287.3%/37.2%/23.4%，实现 EPS 为 0.77/1.05/1.30 元，对应 PE 为 58/42/34 倍。长电科技未来业绩增长动能充足，给予公司 2021 年 50 倍目标 PE，目标价 52.5 元，给予“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）

亿纬锂能（300014）：圆柱电池扩产提速，思摩尔业绩符合预期

投资要点

21 年思摩尔调整后净利同比增 70%+，符合预期。20 年公司调整后净利 38.5-39.6 亿元（加回上市费用、公允价值变动等），同比增长 70%-75%；若扣除可转换优先股/可转债公允价值变动 10.58 亿、上市费用 0.72 亿、股权激励费用 3.35 亿，合计扣除 14.65 亿，实际报表业绩预计 24-25 亿元，同比增长 10-15%，符合预期。其中 Q4 报表业绩 12.7-13.7 亿元，同比增长近 200%，环比增 21%-31%，单季度为亿纬贡献投资收益 4.1-4.5 亿，全年贡献 8 亿左右，基本持平。21 年我们预计思摩尔有望维持近 50%的增长，对应利润 62 亿，为亿纬贡献 20 亿以上利润，同比翻番以上。

亿纬圆柱电池扩产加速，21 年预计翻倍增长。公司荆门圆柱电池产线扩建投产，年产能规模从 2.5GWh 提升至 5GWh。我们预计 20 年该业务收入 18 亿，21 年收入有望接近 40 亿。此外，我们预计 TWS 耳机纽扣电池未来三年复合高达 80%，公司提前 5 年布局突破专利封锁，已进入三星供应链，另苹果、华为验证中，21 年出货量有望翻倍以上增长，达到 1 亿颗。

最具潜力的二线动力电池企业，积极拓展新客户。公司软包三元、铁锂方形、三元方形并行，我们预计 21 年公司动力电池收入近 80 亿，同比翻番，利润贡献 5 亿左右。其中，软包产能从 3gwh 增至 10gwh，由于戴姆勒、现代订单需求旺盛，21 年出货量翻番至 7gwh+。方形铁锂后来者居上，除了在商用车、储能上大幅增长外，也将在乘用车领域实现突破。方形三元已获得华晨宝马定点和德国宝马 48V 项目定点，并新增建设 5gwh，21 年底将开始起量。

盈利预测与投资评级：预计 20-22 年净利 16.81/35.41/50.78 亿，同比增 10%/111%/43%，对应 PE 为 124x/59x/41x，维持“买入”评级。

风险提示：政策及销量不及预期

（证券分析师：曾朵红　研究助理：岳斯瑶　证券分析师：阮巧燕）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

柏楚电子（688188）：激光行业需求旺盛，Q4 业绩加速提升

事件：公司发布 2020 年业绩预告。

Q4 业绩加速提升，2020 年公司业绩略超预期。

①2020 年公司实现归母净利润 3.7 亿元左右（略高于我们先前 3.6 亿的盈利预测），与上年同期(法定披露数据)相比，将增加 1.24 亿元左右，同比增加 50.21%左右。扣非后归母净利润为 3.07 亿元左右，与上年同期(法定披露数据)相比，将增加 8346.22 万元左右，同比增加 37.26%左右。

②分季度看，公司 2020Q4 实现归母净利润 0.94 亿元，同比增速 70.79%；Q4 扣非归母净利润 0.91 亿元，同比 111.6%，实现翻倍增长，单季度经营业绩表现十分出色。

制造业持续复苏背景下，公司激光加工控制系统订单量持续快速增长

①2020 年 3 月份以来，从宏观到微观数据均表明制造业持续复苏，激光行业需求旺盛，2020 年公司主营业务中功率激光加工控制系统业务订单量持续增长，此外公司高功率总线系统，进入快速放量阶段，报告期内相关订单量增长幅度较大，驱动公司业绩快速增长。

②2020 年公司利用闲置资金购买理财产品取得投资收益约 5600 万元，对本期的财务报表产生一定的积极影响，但是先前 89 万股股权激励费用 2020 年摊销了 6032.29 万元（2019 年 12 月公告披露测算数据），对冲了银行理财收益对财务报表的正向影响。

激光控制系统市场将保持快速增长，拓品类打开公司成长空间

①不少投资者担心激光加工控制系统市场偏小，但我们认为激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场在较长时间内将保持持续增长态势，是一个成长性赛道，激光加工控制系统不存在激烈的价格战，成长性优于激光行业整体，另外激光控制系统行业的盈利水平更加出色。

②公司在巩固中低功率激光切割控制系统行业龙头地位同时，布局高功率和超快控制系统，向高端市场寻求突破，并推出智能激光切割头，我们认为不断的品类拓展，公司成长空间将进一步打开。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022EPS 分别为 3.70、4.96、6.46 元，当前股价对应动态 PE 分别为 78.90 倍、58.82 倍、45.19 倍。考虑到公司出色的盈利能力，以及具有较好的成长性，维持“买入”评级。

风险提示：下游制造业投资不及预期；激光切割控制系统大幅降价；高功率与超快控制系统增长不及预期；FPGA 和 ARM 核心芯片进口风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连）

富满电子（300671）：优质模拟芯片龙头，业绩创历史新高

公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 1.02-1.08 亿元，同比增长 177%-193%，其中 2020 年 Q4 归母净利润为 4047-4647 万元，同比增长 224%-272%。

投资要点

快充、小间距&MiniLED 芯片快速放量，业绩实现高速增长：公司预计

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年归母净利润同比增长 177%-193%，其中 2020Q4 归母净利润同比增长 224%-272%，业绩实现高速增长，主要得益于公司 PD 协议芯片和小间距&MiniLED 驱动芯片快速放量，各类新品布局使公司产品结构持续优化，并带动市场份额和毛利率稳步增长。

快充芯片布局完善，产品加速放量，市场优势地位持续巩固：快充正逐步成为各大品牌智能手机的主要卖点和核心产品竞争力，叠加苹果、安卓新机不再附送充电器，有望刺激第三方快充加速普及。公司拥有完整的快充 IC 平台解决方案，产品覆盖 18W-65WGaN 等规格，具有 PD 协议芯片、AC/DC、DC/DC 等丰富品类，部分 PD 协议芯片同时集成了整流芯片的功能，PD 协议芯片的毛利率达 40%-60%。目前，公司在手订单充裕，相关产品在紫米、公牛等知名客户端快速放量，细分应用市场也由周边市场拓展至标准电源市场，市场优势地位持续巩固。

率先卡位小间距&MiniLED 驱动芯片优质赛道，市场份额稳步提升：公司在 1~0.3mm 点间距的小间距&MiniLED 显示驱动芯片领域先发优势逐步显现，在小间距&MiniLED 直显领域开拓出性能行业领先的系列芯片产品，依托较好的性价比迅速占领相关市场，积累了洲明、木林森等优质客户资源，市场份额稳步提升。

产品线不断丰富，射频 IC 成长空间广阔：公司目前具备各类 IC 产品 1100 余种，并持续丰富产品线，保证高毛利产品的持续性。在射频 IC 领域，公司通过内生外延加速布局，开发和切入了射频开关、tuner、滤波器、WiFiFEM 芯片等 5G 射频芯片领域，随着 5G 射频市场的加速扩容，射频 IC 产品有望成为公司业绩的全新增长点。同时，在晶圆缺货、涨价的背景下，公司晶圆代工厂多地分布，产能分配优先级高，部分产品提价亦有望增厚公司利润。

盈利预测与投资评级：富满电子快充芯片、小间距&MiniLED 芯片等新品出货放量增长，产品竞争力行业领先。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 10.32/14.25/18.20 亿元，YoY+72.5%/38.1%/27.7%；2020-2022 年归母净利润分别为 1.05/2.73/4.01 亿元，YoY+185.2%/159.6%/46.9%，实现 EPS 为 0.67/1.73/2.54 元，对应 PE 为 68/26/18 倍。富满电子未来业绩增长动能充足，给予公司 2021 年 55 倍目标 PE，目标价 95.15 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）

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