

1 月金股组合

股票代码	股票名称
600036.SH	招商银行
300059.SZ	东方财富
600801.SH	华新水泥
601233.SH	桐昆股份
002709.SZ	天赐材料
300450.SZ	先导智能
002594.SZ	比亚迪
000869.SZ	张裕 A
603801.SH	志邦家居
688111.SH	金山办公

市场指数

指数名称	收盘价	涨跌%
上证综指	3596.22	0.84
深证成指	15269.27	1.58
沪深 300	5518.52	1.11
中小板指	10296.46	1.85
创业板指	3149.20	1.92

行业表现（申万一级）

指数名称	涨跌%	指数名称	涨跌%
电子	3.60	休闲服务	(1.64)
化工	3.09	建筑材料	(0.69)
计算机	2.54	钢铁	(0.27)
银行	2.22	汽车	0.03
传媒	2.16	建筑装饰	0.22

资料来源：万得，中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

产品组

证券分析师：王军
(8621)20328310
jun.wang_sh@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511070001

证券分析师：兰晓飞
(8610)66229085
Xiaofei.Lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

晨会聚焦-20210119

■重点关注

【宏观】12 月和四季度经济数据点评：生产无忧，消费有虑*张晓娇，朱启兵。工业增加值超预期；社零低于预期；四季度 GDP 增速超预期。

【银行】银行业周报：业绩快报表现亮眼，行业景气度上行*熊颖，林颖颖上周招行和兴业银行公布 2020 年业绩快报，表现超出市场预期，营收和净利润增速均实现正增，使得市场对银行业年报改善表现有了更多期待，板块关注度回升，跑赢大市。上周 12 月金融数据显示社融增速环比下行，再次印证了货币政策正逐步回归常态的政策趋势，利好银行利差保持稳定。展望明年我们仍看好银行板块表现，一是经济数据显示实体经济稳步复苏态势不改，利好银行资产质量改善；二是伴随经济复苏货币政策的边际收敛有助于缓释息差压力；三是银行经过前期调整，目前板块估值对应 2021 年为 0.80xPB，具备低估值、低仓位的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续配置意愿有望提升。个股方面建议关注特色优质个股（如招商银行、宁波银行、平安银行等），以及基本面改善个股（如兴业银行等）。

【非银】非银金融行业周报：集中修订证券期货规章，进一步完善债委会制度*王军。证监会对证券期货规章制度体系进行又一次阶段性清理，提升规章完备性和监管效率，进一步落实“放管服”要求，有利于行业长期高质量发展；四部委共同完善债委会制度，范围扩展至非银行业，保护金融机构合法权益，有效防范化解金融风险。

【社服】社会服务行业周报：国内疫情抬头，旅游餐饮复苏短期承压；海南免税再添新主体，聚焦岛内居民免税需求*孙昭杨。上周（2021.01.11-2021.01.15），上证指数下跌 0.10%，基本收平，报收 3566.38。沪深 300 下跌 0.68%，报收 5458.08。创业板指数下跌 1.93%，报收 3089.94。休闲服务行业上周表现不佳，整体下跌 3.99%，跑输沪深 300 指数 3.31pct。在申万一级 28 个行业中排名第 23。子板块涨跌幅由高到低分别为：餐饮（-1.84%），旅游综合（-3.69%），景点（-4.12%），酒店（-6.19%），其他休闲服务（-8.46%）。

【汽车】汽车行业周报：12 月销量稳步增长，比亚迪上汽发布混动技术*朱朋。12 月汽车销售 283.1 万辆，同比增长 6.4%，其中乘用车 237.5 万辆，同比增长 7.2%；商用车 45.6 万辆，同比增长 2.4%。随着经济复苏需求回暖，各地利好政策延续，后续有望迎来持续 2-3 年的上行周期，建议增配汽车行业。12 月新能源汽车产销分别完成 23.5 万辆和 24.8 万辆，同比分别增长 55.7%和 49.5%，销量再创当月记录。

【食品饮料】山西汾酒：开启十四五征程，汾酒有望维持较快增速*汤玮亮。青花品牌势能很好，形成了价格和品牌的良性循环，复兴版争夺千元价格带，符合汾酒的形象定位。2020 年领先行业，高管和员工都充分享受到了快速发展的成果，信心持续增强，十四五有望维持较快增速。

【食品饮料】贵州茅台：加大拆箱促开瓶消费，十四五成长确定性高，值得长期坚守*汤玮亮，邓天娇。加大茅台拆箱力度，降低长期经营风险。茅台春节销售值得期待。2020 年稳字当头，正好实现既定的年度规划，渠道体系健康，2021 年留有余力。未来 3-5 年业绩增长的确定性高，值得长期坚守。

重点关注

【宏观】12 月和四季度经济数据点评：生产无忧，消费有虑。

张晓娇，朱启兵

工业增加值超预期；社零低于预期；四季度 GDP 增速超预期。

四季度实际 GDP 同比增长 6.5%，超出市场预期。2020 年我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，名义 GDP 突破 100 万亿元。

12 月工业增加值同比增速 7.3%，环比增长 1.1%。1-12 月采矿业增速 0.5%，制造业增速 3.4%，公用事业增速 2%，高技术产业增速 7.1%。

12 月社零同比增速 4.6%，剔除汽车的影响，社零同比增速 4.4%。12 月限额以上企业商品零售总额同比增速 6.6%，与 11 月相比增幅显著的是房地产后周期行业，包括石油制品、家电、建筑装潢、家具等。

1-12 月固定资产投资增速为 2.9%，民间固定资产投资增速 1%。分类别看，制造业投资增长-2.2%，基建投资增长 0.9%，地产投资增长 7%。从月度数据来看，房地产固定资产投资连续两个月出现下行，基建投资增速快速下降，是导致固投增速低于预期的重要原因。

从房地产分类来看，住宅投资增速 7.6%，土地购置面积和土地成交价款累计同比增长-1.1%和 17.4%，12 月房地产行业购地增速快速上行、新开工增速持续改善、竣工增速持续上行。2020 年商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 8.7%。

2020 年全国居民人均可支配收入增长 4.7%，人均消费支出增速-4%。相较 2019 年，2020 年期间居民消费依然向食品烟酒和居住集中，但四季度当中服务性消费的占比边际大幅提升。

四季度经济数据好于预期。2020 年经济数据收官，我国 GDP 首次突破 100 万亿元，四季度 GDP 实际同比增速 6.5%明显超出市场预期，显示出经济恢复动力强劲。从 12 月数据来看，生产和消费出现了明显的分化，工业增加值同比增速继续上行，好于市场预期，但社零增速较 11 月出现下降，低于市场预期，固定资产投资增速方面，房地产投资增速依然强劲，制造业投资增速也维持了快速上升的趋势，但基建投资增速成为拖累固投的重要因素。

2021 年政策求变。2020 年顺利收官，我国成为全球唯一实现正增长的主要经济体，展望 2021 年国内政策面的工作重点则在于稳定复苏趋势兼顾经济转型升级，以及应对海外的政策外溢性、经济复苏不稳定性和资本市场波动性的三方面冲击。目前来看 2021 年我国经济增速仍将领先全球，考虑到释放内需将成为未来一段时间内的政策重点，不排除我国可能在经济发展的过程当中改革部分存量问题，如居住消费对居民其他消费的挤出效应。宏观政策方面，为平衡中短期发展和中长期改革之间的矛盾，财政政策和货币政策或仍将维持总量适度宽松，并且在落实上更侧重结构性调整。

风险提示：全球秋冬季疫情反复；全球新冠疫苗接种速度偏慢。

【银行】银行业周报：业绩快报表现亮眼，行业景气度上行。

熊颖，林颖颖

上周招行和兴业银行公布 2020 年业绩快报，表现超出市场预期，营收和净利润增速均实现正增，使得市场对银行业年报改善表现有了更多期待，板块关注度回升，跑赢大市。上周 12 月金融数据显示社融增速环比下行，再次印证了货币政策正逐步回归常态的政策趋势，利好银行利差保持稳定。展望明年我们仍看好银行板块表现，一是经济数据显示实体经济稳步复苏态势不改，利好银行资产质量改善；二是伴随经济复苏货币政策的边际收敛有助于缓释息差压力；三是银行经过前期调整，目前板块估值对应 2021 年为 0.80xPB，具备低估值、低仓位的特点，我们认为随着国内经济形势的逐步转好，板块后续配置意愿有望提升。个股方面建议关注特色优质个股（如招商银行、宁波银行、平安银行等），以及基本面改善个股（如兴业银行等）。

银行：过去一周 A 股银行板块上涨 5.31%，同期沪深 300 指数下跌 0.68%，A 股银行板块跑赢沪深 300 指数 5.99 个百分点。按中信一级行业分类标准，银行板块涨跌幅排名 1/29。不考虑次新股，16 家 A 股上市银行涨幅靠前的是兴业银行（11.76%）、招商银行(9.74%)；涨幅靠后的是民生银行 (0.58%)、华夏银行 (-0.32%)。次新股里涨幅靠前的是邮储银行（13.57%）、杭州银行（8.36 %）。14 家 H 股上市银行涨幅靠前的是招商银行(13.94%)、重庆农村商业银行(7.69%)。**信托：**安信信托、经纬纺机分别上涨 6.8%/1.86%，陕国投 A、爱建集团、中航资本分别下跌 2.22%/4.00%/5.31%。

行业新闻回顾：（1）12 月社会融资规模增量 1.72 万亿元，同比增长 13.3%；2020 年人民币贷款增加 19.63 万亿元，同比增长 16.8%；12 月末，M2 同比增长 10.1%，增速比上月末低 0.6 个百分点。（央行）（2）银保监会、央行印发《关于规范商业银行通过互联网开展个人存款业务有关事项的通知》，规定商业银行不得通过非自营网络平台开展定期存款和定活两便存款业务。（银保监会）（3）最高法院批复：小贷公司、典当行、商业保理等七类机构不适用 LPR 利率 4 倍上限。(财联社)（4）银保监会发布《关于开展不良贷款转让试点工作的通知》，正式批准单户对公不良贷款转让和个人不良贷款批量转让。（21 财经）（5）银保监会印发《消费金融公司监管评级办法（试行）》，实施 1 至 5 级评级分类监管，评级为 5 级的消费金融公司符合条件可依法实施接管或市场退出。（银保监会）（6）截至 2020 年 12 月末，全国普惠型小微企业贷款余额超过 15 万亿元，同比增速超过 30%。（新华社）（7）稳妥实施好房地产贷款集中度管理要求，合理控制房地产贷款规模。（央行上海总部）（8）2020 年 12 月份 CPI 同比上涨 0.2%；2020 年全年 CPI 比上年上涨 2.5%。（国家统计局官网）（9）多家银行 1 月信贷投放额度已基本告罄。受房地产融资新规影响，涉房贷款额度出现大缩水。（上证报）（10）2020 年我国货物贸易进出口总值 32.16 万亿元人民币，比 2019 年增长 1.9%。（财联社）（11）农业银行公告：股东会选举谷澍为执行董事。（12）招商银行公告：2020 年净利润同比增长 4.82%。（13）兴业银行公告：2020 年净利润同比增长 1.15%。

资金价格：过去一周，央行净投放资金 1610 亿，其中逆回购投放 160 亿，MLF 投放 5000 亿，逆回购到期 550 亿，MLF 到期 3000 亿。下周逆回购到期 160 亿。银行间拆借利率走势向下，7 天/1 月/6 月期 Shibor 利率分别下降 2bp/8bp/4bp 至 2.12%/2.39%/2.69%。国债收益率走势向上，1 年期国债收益率上升 3bp 至 2.38%，10 年期国债收益率上升 1bp 至 3.15%。

理财价格：理财产品平均年收益率(万得)为 3.68%，较上周下降 1bp。

信托市场回顾：1 月截至上周，集合信托共成立 600 只，成立规模 404.96 亿元，平均期限 2.86 年，平均预期收益率为 6.75%，较 12 月下降 0.02%。

同业存单：1 月 AAA+级同业存单利率下降 1bp 至 1.87%，3 月/6 月 AAA+级同业存单利率分别上涨 9bp/2bp 至 2.25%/2.46%。12 月末同业存单余额为 11.11 万亿元，较 11 月末增加 842.2 亿元。

债券融资市场回顾：据万得统计，1 月非金融企业债券净融资规模-3176 亿元，其中发行规模 6189 亿元，偿还规模 9364 亿元。

风险提示：经济下行导致资产质量恶化超预期。

【非银】非银金融行业周报：集中修订证券期货规章，进一步完善债委会制度。

王军

证监会对证券期货规章制度体系进行又一次阶段性清理，提升规章完备性和监管效率，进一步落实“放管服”要求，有利于行业长期高质量发展；四部委共同完善债委会制度，范围扩展至非银行业，保护金融机构合法权益，有效防范化解金融风险。

增强证券期货监管规章系统性，落实新证券法“放管服”要求。证监会于 2021 年 1 月 15 日发布《关于修改、废止部分证券期货规章的决定》《关于修改、废止部分证券期货制度文件的决定》，对 5 件规章、12 件规范性文件、21 件其他制度文件进行集中“打包”修改、废止：1）对 10 件规章、规范性文件的部分条款予以修改，按照新证券法及“放管服”改革的要求对相关法规的内容进行调整，清理整合与上位法不一致、与资本市场发展和对外开放实践需要不适应的制度文件，包括将证券公司在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的管理方式由行政许可改为备案管理，完善期货公司保证金封闭管理制度等；2）针对监管实践发生变化、与上位法不一致、所规范的事项已不存在或已由新的规则予以规范等情形，对《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》等 28 件制度文件予以废止。2020 年以来已进行三批“打包”修改，本次“打包”是对证券期货规章制度体系又一次阶段性清理更新，有助于防止规章制度“前清后乱”，强化证券期货规章制度体系的系统性和科学性，不断提高证券期货监管水平；“打包”修改也是落实新《证券法》的“放管服”改革要求，利好行业长期高质量发展。

进一步完善债委会制度，有效防范化解金融风险。银保监会会同发展改革委、人民银行、证监会制定了《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》：1）明确债委会职责定位；2）扩大债委会成员的覆盖范围，明确引入商业银行外的保险公司、证券期货基金经营机构等更多债权人；3）区分债委会层级；4）做好与联合授信制度的衔接；5）对债委会参加机构、主席单位、副主席单位、债权人协议、重大事项决策机制等债委会基本事项作出原则性规定；6）规定对债委会运作的约束机制；7）支持债委会在破产程序中积极发挥作用，；8）支持金融机构联合打击逃废金融债务，充分发挥行业自律与失信惩戒机制作用。这一规定的出台旨在提高金融服务实体经济质效。将运行良好的银行业债委会制度扩展到其他金融机构领域，有利于更好保护其他非银机构的权益。同时，对于经营遭遇暂时性困难，有改善可能的企业，债委会合力帮扶有助于这类企业渡过难关，防范金融风险。

投资建议

券商板块：短期来看市场流动性较为宽松、投资者情绪较好，有望带来板块的“春季行情”。长期来看，行业持续享有资本市场改革与开放背景下的政策面利好，龙头券商将重点受益。建议重点关注综合实力强劲、资金优势显著的龙头券商**中信证券**、估值处于低位的龙头券商**华泰证券**。基于短期“春季行情”预期，建议关注高弹性、高韧性的**东方财富**。

投资建议

政策出台、国际环境、疫情发展以及市场波动对行业的影响超预期。

【社服】社会服务行业周报：国内疫情抬头，旅游餐饮复苏短期承压；海南免税再添新主体，聚焦岛内居民免税需求。孙昭杨。

上周（2021.01.11-2021.01.15），上证指数下跌 0.10%，基本收平，报收 3566.38。沪深 300 下跌 0.68%，报收 5458.08。创业板指数下跌 1.93%，报收 3089.94。休闲服务行业上周表现不佳，整体下跌 3.99%，跑输沪深 300 指数 3.31pct。在申万一级 28 个行业中排名第 23。子板块涨跌幅由高到低分别为：餐饮（-1.84%），旅游综合（-3.69%），景点（-4.12%），酒店（-6.19%），其他休闲服务（-8.46%）。

核心要点：

国内疫情抬头，拖累行业复苏：根据国家政务平台，截止 2020 年 1 月 15 日 15 时，我国共有 84 个中高风险区。我国疫情以局部散发为主，但整体情况依旧可控。疫情抬头带来的出行减少短期内对酒店，餐饮，旅行社、景区、免税的复苏带来一定扰动。近期多地文旅部门从严实施疫情防控措施，其中海南暂不接待中高风险地区游客，从严控制旅游团队，或对社服板块相关公司 21Q1 业绩带来一定压力。长期看，随着疫苗接种，复苏方向较为确定。目前全球疫情依旧不明朗，形势仍然严峻，预计出境游相关产业恢复节奏仍面对较大不确定性。

酒店行业“二八”分化，行业集中度提升，中高端化成为行业未来发展方向：2020 年超 10 万家中小单体酒店倒闭，酒店相关企业新增注册量同比降 15.7%。同时酒店龙头正加速布局，随着中小酒店的出清，疫情加快行业变革，市场逐步向龙头集中。2017-2019 年之间，中高端连锁酒店始终保持高速增长，而经济型连锁酒店 2019 年客房数同比增长仅为 1.89%，预计中高端、连锁化将逐渐演变为酒店行业发展大趋势。

王府井免税项目落子海南，“剑走偏锋”聚焦岛内居民：据公司公告，王府井与海南橡胶签署投资合作协议，分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司、海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司。王府井避开离岛免税激烈的市场竞争，联手海南本土企业并聚焦岛内居民的日用品免税业务，有望依托其品牌和百货经营经验实现错位竞争。后续仍需关注具体政策、政府批准、市场规模等影响因素。

离岛免税邮寄送达，购物体验将获提升：海南省商务工作会议召开，今年起海南将加快推动离岛免税“邮寄送达”“本岛居民返岛提取”等措施，离岛免税购物体验度将有望获较大提升。

投资建议：

推荐免税龙头中国中免，建议关注酒店及景区龙头企业。

风险提示：

境内外新冠疫情加剧的风险、春节假期春运及旅游出行减少风险、免税行业价格战风险。

【汽车】汽车行业周报：12 月销量稳步增长，比亚迪上汽发布混动技术。

朱朋。

12 月汽车销售 283.1 万辆，同比增长 6.4%，其中乘用车 237.5 万辆，同比增长 7.2%；商用车 45.6 万辆，同比增长 2.4%。随着经济复苏需求回暖，各地利好政策延续，后续有望迎来持续 2-3 年的上行周期，建议增配汽车行业。12 月新能源汽车产销分别完成 23.5 万辆和 24.8 万辆，同比分别增长 55.7%和 49.5%，销量再创当月记录。随着下半年快速回暖，2020 年新能源销售 136.7 万辆增长 10.9%，2021 年有望恢复高增长，建议持续关注新能源产业链。考虑成本、充电等基础设施等实际情况，混动将是未来长时间的重要过渡技术，比亚迪、上汽、长城等纷纷发力，在性能及成本上均有良好表现，有望加速对于传统燃油车的替代，发展前景看好。

主要观点

12 月汽车销量稳步增长，产业周期持续向上。根据中汽协数据，12 月汽车销售 283.1 万辆，同比增长 6.4%，其中乘用车 237.5 万辆（+7.2%）；商用车 45.6 万辆（+2.4%）。乘用车方面，销量实现自 5 月以来第八个月度正增长，主要是宏观经济复苏和需求回暖，年末各地刺激政策延续等利好因素推动。豪华车延续良好表现，零售增速达 26%；合资及自主品牌零售销量分别增长 5%、4%，其中长安、本田等表现较强，相关车企及供应链有望受益。商用车方面，卡车销量小幅增长 3.1%，其中重卡销售 11.0 万辆（+18.8%），继续刷新月度记录，2021 年有望保持高景气度，建议关注潍柴动力、中国重汽、威孚高科等。随着春节旺季来临，多地利好政策延续，基建带动工程车等需求回升，预计 2021 年 1 月汽车销量持续向好，并有望迎来持续 2-3 年的上行周期，建议增配汽车行业。

12 月新能源销量再创记录，2021 年有望恢复高增长。根据中汽协数据，12 月新能源汽车产销分别完成 23.5 万辆（+55.7%）和 24.8 万辆（+49.5%），产销第 6 次刷新了当月历史记录。新能源乘用车销售 22.6 万辆，同比增长 76.9%，其中五菱宏光 MiniEV、特斯拉 Model 3、比亚迪汉等车型热销，相关车企及产业链有望受益。新能源商用车销售 2.2 万辆，同比减少 41.4%，其中 6 米以上新能源客车销量同比下降 24.2%，补贴降幅较低年末冲量动力较小，宇通客车、中车电动、比亚迪销量位居前三。随着下半年快速回暖，2020 年新能源销售 136.7 万辆增长 10.9%，2021 年有望恢复高增长，建议持续关注新能源产业链。

比亚迪发布超级混动技术 DMi，上汽发布 3.0T 绿色澎湃动力。1 月 11 日比亚迪正式发布 DMi 超级混动技术，同时启动秦 Plus、宋 Plus、唐等三款 DM-i 车型预售。DMi 车型的油耗、动力、成本等综合性能突出，售价和同类型合资品牌燃油车相当，上市后有望热销。1 月 13 日上汽荣威发布“3.0T 绿色澎湃动力，‘平价策略’燃油替代行业解决方案”，拟通过插电混动技术的升级迭代，做到更好的动力、续航及排放等性能，以及和传统燃油车一样的价格，以期实现对同级别燃油车的平价替换，2021 年动力总成成本将下降至约 3 万元。考虑成本、充电等基础设施等实际情况，混动将是汽车动力未来长时间的重要过渡技术，比亚迪、上汽、长城等纷纷发布混动技术解决方案，在性能及成本上均有良好表现，有望加速对于传统燃油车的替代，发展前景看好，建议关注相关车企及供应链。

重点推荐

整车：乘用车销量回暖但车企分化加剧，推荐上汽集团、长城汽车、长安汽车，关注广汽集团。商用车重卡、轻卡有望维持高景气，客车销量有望回升，关注中国重汽、福田汽车、江淮汽车等。

零部件：随着销量回暖，业绩有望恢复并与估值形成双击，建议布局产品升级、客户拓展以及低估值修复的个股，推荐银轮股份、宁波华翔、凯众股份，关注威孚高科、广东鸿图、松芝股份等。

新能源：新能源汽车销量 2021 年有望爆发，后续高增长确定性强。推荐国内龙头比亚迪，以及受益特斯拉及大众 MEB 国产的均胜电子、拓普集团，关注旭升股份、富奥股份等。

智能网联：ADAS 及智能座舱快速渗透，5G 推动车联网发展，推荐伯特利、均胜电子，建议关注德赛西威、华阳集团、保隆科技。

评级面临的主要风险

1）汽车销量不及预期；2）原材料短缺及涨价；3）产品大幅降价。

【食品饮料】山西汾酒：开启十四五征程，汾酒有望维持较快增速。

汤玮亮。

青花品牌势能很好，形成了价格和品牌的良性循环，复兴版争夺千元价格带，符合汾酒的形象定位。2020 年领先行业，高管和员工都充分享受到了快速发展的成果，信心持续增强，十四五有望维持较快增速。

支撑评级的要点

青花品牌势能很好，形成了价格和品牌的良性循环，复兴版争夺千元价格带，符合汾酒的形象定位。（1）青花 30 价格 2020 年初至今，终端价持续上涨。最近一次提价是 20 年 10 月份，根据微酒新闻，2020 年 10 月 15 日汾酒青花汾系列产品即日起同步上调开票价和团购价，青花 30 开票价上调 101 元/瓶，出货价也同步上调。（2）根据糖酒快讯，经销商大会上，汾酒表示 2020 年实现青花汾酒同比增速达 30%以上，显示青花品牌势能很好，形成了价格和品牌的良性循环。（3）9 月 9 日，汾酒发布了高端化战略大单品青花 30 复兴版，定价 1059 元/瓶。争夺千元价格带符合汾酒自身的形象定位，我们判断成功的概率较大，有望成为该价格带的主力玩家。

2020 年领先行业，高管和员工都充分享受到了快速发展的成果，信心持续增强。根据汾酒的业绩预告，2020 年营业收入同比增 16.1%-18.6%，净利同比增加 41.6%-55.5%，业绩增速领先行业。改革释放制度红利，高管和员工积极性高，信心持续增强。2020 年 3 月，李秋喜就表示，汾酒有信心完成全年任务，2020 年整体经营指标不作调整。根据搜狐网新闻，截至 2020 年底，汾酒可掌控终端数量已突破 85 万家，汾酒市场管理科目达 84 个，市场管理水平大幅提升，亿元市场 17 个，长江以南市场平均增速超过 50%，全国化品牌发展进程加大提速。根据汾酒公众号消息，11 月 6 日，汾酒整体升格，列入省管重要骨干企业，高管和员工都充分享受到了快速发展的成果。

十四五有望维持较快增速。（1）根据汾酒经销商大会的信息，汾酒对十四五已有明确的规划，在营销改革时间点上将分为三个阶段。到了第三阶段，2024-2025 年是汾酒营销加速发展期，实现青花汾酒营收规模历史性的突破，将汾酒打造成行业内最具竞争力第一历史品牌。（2）改革继续推进，释放制度红利，青花放量产品结构重拾升级态势，全国化深入推进，汾酒仍有较大的成长空间，我们判断十四五有望维持较快增速，继续大幅超越行业。

估值

根据公司最新的发展态势，我们小幅上调盈利预测，预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.31、4.24、5.26 元，同比增 49%、28%、24%。汾酒是我们持续重点推荐的品种，虽然短期估值不低，但成长空间巨大，可用时间换空间，维持***买入***评级。

评级面临的主要风险

渠道库存超预期，市场风格切换。

【食品饮料】贵州茅台：加大拆箱促开瓶消费，十四五成长确定性高，值得长期坚守。

汤玮亮，邓天娇。

加大茅台拆箱力度，降低长期经营风险。茅台春节销售值得期待。2020 年稳字当头，正好实现既定的年度规划，渠道体系健康，2021 年留有余力。未来 3-5 年业绩增长的确定性高，值得长期坚守。

支撑评级的要点

加大茅台拆箱力度，降低长期经营风险。根据微酒新闻，从 1 月 1 日起，茅台专卖店系统每月将 80%的茅台酒按照 1499 的价格拆箱售卖，厂家会不定期到店里检查拆箱售卖的情况以及箱子数量，1 月 14 日调整为 100%开箱销售，100%纸箱保留，继续加大力度。强制要求经销商拆箱销售，虽然短期可能抑制春节礼赠需求，但可以促进真实的开瓶消费增加，并减少投资和收藏需求占比，降低长期经营风险。由于茅台渠道利润较高，拆箱销售并不会影响渠道信心。

茅台春节销售值得期待。根据微酒新闻，疫情防控的同时，茅台酒供应不仅正常进行，还会有所增加，茅台 2021 年春节供应量将超去年同期，多地茅台酒经销商已陆续收到 2021 年 1 月的计划用酒，同时 2 月的计划已经下单。另外，根据 2020 年 12 月 31 日贵州茅台酒销售公司自营系统“关于加强 2021 年元旦春节期间销售的工作会议”上透露的消息, 2021 元旦春节加大茅台酒投放量。根据贵州日报新闻，茅台集团力争打造成省内首家世界 500 强企业，2021 年是十四五开局之年，我们判断 21 年春节有动力实现开门红。我们认为，在全国各地疫情出现反复的背景下，茅台春节销售值得期待，可能成为白酒行业 2021 年春节的一大亮点。

2020 年稳字当头，正好实现既定规划，渠道体系健康，2021 年留有余力。2020 年营业总收入 977 亿，同比增 10%左右，符合既定规划，其中 4Q20 增 11%，净利 455 亿，同比增 10%左右，其中 4Q20 同比增 8.6%。受疫情影响，2020 年白酒行业普遍做了一些库存调节来确保年度目标，但茅台完成目标则相对轻松，2021 年留有余力。由于优化经销商结构，系列酒 2020 年营收 94 亿左右，收入同比小幅下降，考虑到渠道调整接近尾声，我们判断 2021 年系列酒可恢复增长。

未来 3-5 年业绩增长的确定性高，值得长期坚守。巨大的渠道价差，确保了短期业绩的稳定性，而提价可能带来业绩超预期。消费跳跃式升级的行业背景、高端酒的消费者特点、成熟的老酒市场，这三点决定茅台未来 3-5 年需求增长的确定性较高。

估值

根据前期的业绩公告，我们小幅下调 2020 年盈利预测，预计 20-22 年 EPS 为 36.10、42.34、49.24 元，同比 10%、17%、16%。茅台是中国消费升级和集中度提升最大的受益者，若因市场风格变化导致回调，可迎来长期布局机会，维持***买入***的评级。

评级面临的主要风险

渠道库存超预期，市场风格切换。

中银证券研究部

首席经济学家

徐高	S1300519050002	gao.xu@bocichina.com

全球首席经济学家

管涛	S1300120030020	tao.guan@bocichina.com

宏观研究团队

朱启兵	S1300516090001	qibing.zhu@bocichina.com
张晓娇	S1300514010002	xiaojiao.zhang@bocichina.com
刘立品	S1300119080013	lipin.liu@bocichina.com
谭浩弘	S1300120080062	haohong.tan@bocichina.com

固收研究团队

肖成哲	S1300520060005	chengzhe.xiao@bocichina.com
王开	S1300119100023	kai.wang@bocichina.com
张鹏	S1300520090001	peng.zhang_bj@bocichina.com

策略研究团队

王君	S1300519060003	jun.wang@bocichina.com
徐沛东	S1300518020001	peidong.xu@bocichina.com
郭晓希	S1300119040001	xiaoxi.guo@bocichina.com
王永健	S1300520060006	yongjian.wang@bocichina.com

金融工程

郭军	S1300519070001	jun.guo@bocichina.com
郭杰磊	S1300120030014	jielei.guo@bocichina.com
李腾	S1300120090039	tengli@bocichina.com

银行研究团队

林颖颖	S1300519080004	yinyin.lin@bocichina.com
熊颖	S1300118080005	yin.xiong@bocichina.com

非银金融研究团队

王军	S1300511070001	jun.wang_sh@bocichina.com
娄文青	S1300119070025	wenqing.lou@bocichina.com
张天愉	S1300119080020	tianyu.zhang@bocichina.com

建筑建材研究团队

陈浩武	S1300520090006	haowu.chen@bocichina.com
余斯杰	S1300520060001	sijie.yu@bocichina.com

煤炭研究团队

唐倩	S1300510120036	qian.tang@bocichina.com

汽车研究团队

朱朋	S1300517060001	peng.zhu@bocichina.com

电新研究团队

沈成	S1300517030001	cheng.shen@bocichina.com
李可伦	S1300518070001	kelun.li@bocichina.com
张咪	S1300519090001	mi.zhang@bocichina.cim

机械研究团队

杨绍辉	S1300514080001	shaohui.yang@bocichina.com
陶波	S1300520060002	bo.tao@bocichina.com
朱祖跃	S1300120080005	zuyue.zhu@bocichina.com

化工研究团队

余嫄嫄	S1300517050002	yuanyuan.yu@bocichina.com
王海涛	S1300518020002	haitao.wang@bocichina.com
曹擎	S1300120120046	qing.cao_sh@bocichina.com

医药研究团队

邓周宇	S1300517050001	zhouyu.deng@bocichina.com

食品饮料研究团队

汤玮亮	S1300517040002	weiliang.tang@bocichina.com
邓天娇	S1300519080002	tianjiao.deng@bocichina.com
毕翘楚	S1300520040001	qiaochu.bi@bocichina.com
董广达	S1300120070024	guangda.dong@bocichina.com

家电研究团队

孙谦	S1300520070001	qian.sun@bocichina.com
杨振艺	S1300520090002	zhenyi.yang@bocichina.com
张译文	S1300520090004	yiwen.zhang@bocichina.com

社会服务团队

林琳	S1300513090005	lin.lin@bocichina.com
李小民	S1300120090024	xiaomin.li@bocichina.com

轻工研究团队

杨志威	S1300515060001	zhiwei1.yang@bocichina.com
刘凯娜	S1300519050001	kaina.liu@bocichina.com

计算机研究团队

杨思睿	S1300518090001	sirui.yang@bocichina.com
孙业亮	S1300519080001	yeliang.sun@bocichina.com

通信研究团队

庄宇	S1300520060004	yu.zhuang@bocichina.com

电子研究团队

赵琦	S1300518080001	qi.zhao@bocichina.com
王达婷	S1300519060001	dating.wang@bocichina.com

披露声明

本报告节选自正式发布的证券研究报告，完整内容及观点以相关报告发布当日的证券研究报告为准。撰写相关报告的的证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1）基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2）中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称"中银国际集团"）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话：（8621）68604866
传真：（8621）58883554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
致电香港免费电话：
中国网通 10 省市客户请拨打：108008521065
中国电信 21 省市客户请拨打：108001521065
新加坡客户请拨打：8008523392
传真：（852）21479513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话：（852）39886333
传真：（852）21479513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编：100032
电话：（8610）83262000
传真：（8610）83262291

中银国际（英国）有限公司
2/F，1Lothbury
LondonEC2R7DB
UnitedKingdom
电话：（4420）36518888
传真：（4420）36518877

中银国际（美国）有限公司
美国纽约市美国大道1045号
7BryantPark15楼
NY10018
电话：（1）2122590888
传真：（1）2122590889

中银国际（新加坡）有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼（049908）
电话：（65）66926829/65345587
传真：（65）65343996/65323371