东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 19 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：6.5%的 GDP 增长靠什么？

2020 年四季度 GDP 增速 6.5%，不仅超过 2019 年同期（6.0%），而且创下两年来的新高。从主要分项来看，出口增速的跳升应该是四季度 GDP 增速超预期的最主要来源，投资方面房地产投资、制造业投资和基建投资均高于 2019 年同期，而消费增速则显著低于 2019 年同期。四季度出口交货值的跳升是工业增加值超预期的主要因素，亦使得四季度全国工业产能利用率升至 2013 年以来的最高点。

固收金工

金工定期报告：正则化基金评价 21Q1 季报：拥抱科技成长

根据 2020 年 12 月 31 日基金评价结果排序，我们选取选股能力+择时能力最好的 10%基金作为 2021 年 Q1 季度持仓。其中前 15 只基金更偏好电子、计算机等行业，风格集中于科技成长，重仓股分散比较均匀，15 只基金重仓 89 只股票，占比较多的为兆易创新、长电科技、北方华创、韦尔股份。

行业

环保工程及服务行业周报：政策推进打开污水资源化市场空间，商务部促进家电消费支持废旧物资回收体系建设

发改委发布《关于推进污水资源化利用的指导意见》，有力支撑污水资源化利用市场空间促进商业模式理顺。《指导意见》明确，1）总体目标：到 2025 年，全国污水收集效能显著提升；全国地级及以上缺水城市再生水利用率达 25%以上，京津冀地区达 35%以上。2）关注重点领域：推动城镇生活污水资源化利用；积极推动工业废水资源化利用；稳妥推进农业农村污水资源化利用。3）实施重点工程：实施污水收集及资源化利用设施建设、区域再生水循环利用、工业废水循环利用、农业农村污水以用促治等重点工程。4）健全体制：形成污水资源化利用“1+N”政策体系，研究制定“十四五”规划；建立使用者付费制度，放开再生水政府定价等。

推荐个股及其他点评

信捷电气（603416）年报预告点评：制造业景气向上，业绩略超预期

投资要点

公司 2020 年归母净利润预增 110%，略超预期。公司发布 2020 年业绩预告，报告期内实现营业收入为 11.35 亿元，同增 74.65%；归母净利润为 3.44 亿元，同增 110%。其中，Q4 预计营业收入为 3.24 亿元，同增 74.91%，Q4 归母净利润同增 103.52%。全年业绩略超此前预期的 3.3-3.4 亿。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

宏观点评：6.5%的 GDP 增长靠什么？

事件

国家统计局公布 12 月经济数据，四季度 GDP（实际值）同比 6.5%，前值 4.9%；12 月工业增加值同比 7.3%，前值 7%；固定资产投资同比 5.9%，前值 9.7%；社会消费品零售名义增速 4.6%，前值 5%。2020 全年 GDP（不变价）同比 2.3%，前值 6%；固定资产投资累计同比 2.9%，前值 5.4%；社会消费品零售名义增速-3.9%，前值 8%。

观点

四季度 GDP 超预期主要靠出口和投资。2020 年四季度 GDP 增速 6.5%，不仅超过 2019 年同期（6.0%），而且创下两年来的新高。从主要分项来看，出口增速的跳升应该是四季度 GDP 增速超预期的最主要来源（图 1），投资方面房地产投资、制造业投资和基建投资均高于 2019 年同期，而消费增速则显著低于 2019 年同期。四季度出口交货值的跳升是工业增加值超预期的主要因素，亦使得四季度全国工业产能利用率升至 2013 年以来的最高点。

但 12 月数据则表明经济增长改善仍显著依赖外需。对比 11 月增速，我们发现仅有工业增加值同比继续回升，而固定资产投资中的房地产、制造业、基建，以及社会零售销售均较 11 月有所回落。而 12 月工业增加值的超预期回升一方面受工作日的影响：由于元旦假期并未错位，2020 年 12 月的工作日比 2019 年多了两天；另一方面也受到外需的提振：12 月工业企业的出口交货值同比 9.7%，较 11 月（9.1%）进一步提升。

除外需之外，往后地产和基建对增长的拉动将出现分化。我们预计短期内地产投资的韧性仍将延续，从 12 月的数据来看，房地产销售增速依然保持在全年的高位，新开工增速和预售资金增速的反弹则表明地产商依然通过预售回笼资金，而施工面积的跳升则表明后续开发商也在推进前期已开工项目的完工进度，从而加大安装工程类的地产投资。基建投资回升的前景则不那么乐观，一方面 2020 年专项债存在一定的结余，反映出项目储备的不足，另一方面 2021 年的专项债额度并未提前下达，因此在 2021 年一季度的空窗期，基建投资可能乏善可陈。

制造业投资有望持续回升，但集中在少数行业。从 2020 年全年的情况来看，在制造业 32 个类别中，投资增速高于整体平均水平的行业仅有 11 个；投资增速靠前的行业如医药制造业，黑色金属冶炼及压延加工业主要受益于出口和房地产的复苏；并且制造业投资的回升一直受到民间制造业投资疲软的拖累（图 5）。鉴于 2020 年制造业在国内经济占比的大幅下滑，我们此前的分析表明，2021 年制造业投资能否超预期回升，主要取决于制造业增加值在 GDP 中的占比能否稳住（图 6）。

受国内局部地区疫情影响，社零今年以来逐月改善的趋势止于 12 月。结构上，商品零售同比较 11 月回落，或因 11 月购物节促销活动透支居民商品消费需求；餐饮收入同比转正，但较疫前仍有较大差距（图 7）。从产品来看，汽车仍是对 12 月限额以上消费拉动最大（2pct，下同）的产品，其次为粮油（0.8pct）、家电（0.7pct）、通讯器材（0.7pct）（图 9）。往后看，居民消费意愿的恢复依赖于疫苗有效接种后疫情消散。疫情加大了居民可支配收入差距，这一状况仍有待改善（图 10）；同时居民消费倾向

请务必阅读正文之后的免责声明部分

距正常水平还有不小的差距（图 11）。1 月以来北方城市疫情形势严峻，这对居民消费意愿的影响可能是全国性的。我们预计消费端的全面复苏依赖于疫苗有效接种后，各类消费场景均恢复至常态。

风险提示：疫苗接种意愿低于预期，疫情扩散超预期

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

固收金工

金工定期报告：正则化基金评价 21Q1 季报：拥抱科技成长

事件

2020 年 4 季度市场回顾：从主要宽基指数来看，季度收益表现较好的为沪深 300 和创业板指，分别上涨 13.6%、15.2%，中证 500 表现一般，仅上涨 2.8%。各宽基指数波动率较上季度继续下降。分行业来看，2020 年 Q4 季度上涨行业占比 75%，等权平均收益 6.94%。其中 10 月份行情分化；11 月份普涨，82%行业获得正收益；12 月份行情继续分化，靠 43%的上涨行业拉动，全行业获得了 1.78%的收益（等权）。

2021 年 1 季度基金组合：

综合能力 TOP15：根据 2020 年 12 月 31 日基金评价结果排序，我们选取选股能力+择时能力最好的 10%基金作为 2021 年 Q1 季度持仓。其中前 15 只基金更偏好电子、计算机等行业，风格集中于科技成长，重仓股分散比较均匀，15 只基金重仓 89 只股票，占比较多的为兆易创新、长电科技、北方华创、韦尔股份。

择时能力 TOP15：共计 9 只基金规模小于 1 亿。重仓行业分布在电子、医药、银行、非银、计算机等行业。入选基金主要分为两类，一类为科技成长风格，重仓电子、计算机行业。另一类持仓与外资重仓一致，精选各板块龙头，如贵州茅台、中国平安、招商银行、恒瑞医药、中信证券，持仓较为分散。

选股能力 TOP15：选股能力强的基金主要配置新能源、汽车行业。入选多为主题型基金，通过淡化择时，获取了本期完整 alpha 收益。15 只基金共重仓 67 只基金，持股较为集中，宁德时代、当升科技、赣锋锂业、恩杰股份、比亚迪分别被 10 只、8 只、7 只、6 只、5 只基金持有。

正则化 FOF 组合：正则化基金评价模型，十分组回测单调性明显。基于综合得分构造的多空组合各季度收益收益均值为 1.5%，胜率为 59.1%，在最近几年胜率很高，并且有着较好的净值收益。

本期“小贴士”：择时选股能力的可持续性：基金投资能力可以简单分解为选股能力和择时能力，二者在季度频率上具有一定的持续性，上一季度择时或选股能力突出的基金在下一季度很大可能维持领先优势。然而基金的净值涨跌幅并不具有持续性，这进一步表明基金的择时、选股能力主要体现基金经理的个人能力，相比于看涨跌幅择基，我们更加看重基金的择时、选股能力。此外，基金的择时和选股能力之间也不具有显著相关性。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大变化；因子的收益可能存在较大波动，实际应用需结合资金管理、风险控制等方法。

（证券分析师：高子剑）

行业

环保工程及服务行业周报：政策推进打开污水资源化市场空间，商务部促进家电消费支持废旧物资回收体系建设

建议关注：盈峰环境，ST 宏盛，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

发改委发布《关于推进污水资源化利用的指导意见》，有力支撑污水资源化利用市场空间促进商业模式理顺。《指导意见》明确，1）总体目标：到 2025 年，全国污水收集效能显著提升；全国地级及以上缺水城市再生水利用率达 25%以上，京津冀地区达 35%以上。2）关注重点领域：推动城镇生活污水资源化利用；积极推动工业废水资源化利用；稳妥推进农业农村污水资源化利用。3）实施重点工程：实施污水收集及资源化利用设施建设、区域再生水循环利用、工业废水循环利用、农业农村污水以用促治等重点工程。4）健全体制：形成污水资源化利用“1+N”政策体系，研究制定“十四五”规划；建立使用者付费制度，放开再生水政府定价；加大中央财政资金和地方专项债投入等。政策推进打开污水资源化利用市场空间，价格机制改善推动商业模式理顺。

商务部等 12 部门要求促进家电家具家装消费，支持废旧物资回收体系建设。近日，商务部印发《关于提振大宗消费重点消费促进释放农村消费潜力若干措施的通知》，要求 1）激活家电家具市场：鼓励有条件的地区对淘汰旧家电并购买绿色智能家电给予补贴。2）支持废旧物资回收体系建设：合理设置废旧大宗商品回收处理中心、回收运输中转站。鼓励“互联网+废旧物资回收”、家电家具租赁等新模式。政策鼓励家电消费健全回收体系，利于提高废旧家电回收处理效率。

持续推荐环卫电动化，渗透率 25 年后爆发 10 年 20 倍成长空间。1）政策&经济性推动,渗透率有望从 19 年 3.42%提升至 30 年 80%: a)碳排放有望纳入环保督察，公共领域车辆电动化政策加码；b)环卫车低速运行排放大，减排效果显著;c)续航技术成熟；d)全生命周期已平价油车，随成本下降 25 年经济性优势较公交车接近。预计 19-25 年渗透率从 3.42%提升至 15%，市场空间年化增速 32%，25-30 年渗透率加速升至 80%，年化增速 48%。2）长周期、市场化的需求释放，有利于制造、服务、市场化能力强的头部企业享受成长红利。3）建议关注环卫电动装备龙头：盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫。

十四五政策强化聚焦碳减排，关注付费方式、业务模式、技术驱动积极转变。a)付费模式：加速转变 C 端/B 端收费，解决付费痛点；b)业务模式：运营占比提升，优质现金流&稳定发展；c)技术驱动：技术权重增加，技术壁垒提升。建议关注优质细分赛道：1）大行业小公司轻资产，物业化、电动化促环卫边界扩张壁垒提升：关注盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫：电动装备利润释放&环服盈利份额双升的装备龙头；玉禾田、北控城

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市资源：具备差异化管理优势的环服龙头；碧桂园服务：股东背景加持、环服份额提升的物管龙头。2）垃圾焚烧行业刚性需求持续扩张，关注瀚蓝环境：具备强整合能力、成长确定性的稀缺优质资产。3）新政扶持强化再生资源行业壁垒，关注中再资环：废电拆解龙头规模&份额双升。4）聚焦精准治理，环境咨询市场空间广阔：关注南大环境：具备资质、技术、跨区域发展核心竞争力。

最新研究：龙马环卫点评：龙马环卫发布回购股份方案，彰显长期发展信心，激发活力；行业事件点评：供销总社发布废电回收处理行动方案，再生资源龙头产能有望扩张 50%份额升至 35%；ST 宏盛深度研究：制造+服务优势铸就 20 倍环卫电动化率蓝海中的宇通。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

推荐个股及其他点评

信捷电气（603416）年报预告点评：制造业景气向上，业绩略超预期

投资要点

公司 2020 年归母净利润预增 110%，略超预期。公司发布 2020 年业绩预告，报告期内实现营业收入为 11.35 亿元，同增 74.65%；归母净利润为 3.44 亿元，同增 110%。其中，Q4 预计营业收入为 3.24 亿元，同增 74.91%，Q4 归母净利润同增 103.52%。全年业绩略超此前预期的 3.3-3.4 亿。

Q3 行业全面复苏，Q4 延续 Q3 高景气，先进制造需求仍旺盛、基建持续回暖。Q3 下游半导体等先进制造行业高增长，冶金等传统行业持续回暖；Q4 不改周期向上趋势，10-12 月宏观 PMI 为 51.4/52.1/51.9，11 月创新高，维持在高景气区间；制造业固投持续收窄，中观工业机器人、机床销售延续高增，微观国内外工控企业订单持续向好。

PLC 全年高增长，解决方案能力扩张、延伸中型 PLC 产品、口罩机有所贡献。公司为国内小型 PLC 龙头，受益先进制造高增、进口替代加速和口罩机贡献，我们预计 PLC 业务全年营收近 60%的增长。1）公司打造多行业解决方案能力，除口罩机外，覆盖纺织印染、包装等多个细分行业。随下半年出口恢复，纺织行业呈增长态势；先进制造物流包装、3C 景气好，传统木工、机械均增长较好，环保等新开发行业贡献增量。2）信捷储备的中型 PLC 产品持续发力，目前营收基数尚且不大，预计未来 1-2 年随着中型 PLC 产品放量，产品结构将持续优化，贡献显著业绩增量。3）口罩机方面，2020 年受疫情影响，其优势口罩机业务三、四月份迎来爆发，业务占比大、毛利高达 70%左右。随疫情蔓延受到控制，口罩机对业绩的贡献逐季下降，但目前仍有部分出口需求，全年收入贡献预计在 15-20%、利润贡献占比更高。

PLC 带动伺服战略落地，高歌猛进。公司伺服产品通过搭配 PLC 产品推向优势细分市场，18 年底推出的高性能伺服拳头产品 DS5 系列市场认可度高，20 年前三季度超翻倍增长。我们预计全年伺服业务同比增长近 130%，业务占比接近 39%，直追 PLC 体量，未来有望成为核心成长驱动力之一。20Q4 公司伺服产品矩阵再添新品 DS5C1 系列 EtherCAT 伺服驱

请务必阅读正文之后的免责声明部分

动器及 DP3C 系列总线型步进驱动器，可广泛应用于印刷、激光、光伏、机械手等多轴控制场合，拥抱高景气的先进制造板块。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.44 亿、4.25 亿、5.31 亿，同比分别+110.2%、+23.6%、+25.1%，对应现价（2021 年 1 月 15 日）PE 分别为 33 倍、27 倍、21 倍，给予目标价 105.7 元，对应 21 年 35 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行，投资不及预期。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：柴嘉辉）

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