# 东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 18 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：一文读懂拜登财政刺激内容、前景及影响**

新财政刺激法案实施对美国经济的影响？短期影响有限，但长期来看有利于稳固经济内生动能。根据美联储的最新研究，在《关怀法案》，即第一轮财政刺激下，美国家庭所获得的转移支付中，有相当大的一部分用来储蓄和还债，而用于消费支出的占比约为 1/4；而对于即将到来的第二轮财政刺激，其预期用于储蓄和还债的比例将进一步提升，而消费支出的占比则降至 20%（表 2）。由此可见，新的财政刺激法案短期内对于美国家庭消费的提振是明显减弱的，我们计算其通过刺激消费对 2021 年美国 GDP 的额外拉动在 1 个百分点左右。

**策略周评：东吴策略·策略周聚焦——应对潜在风险的投资策略**

①市场新高下重仓股大幅回调，有必要冷静排雷：一致预期下的春季躁动，有哪些可能被忽略的风险点？②显现担忧：支撑近期股市上行的流动性边际收紧。③全球资产定价之锚：美债拐头向上。3 年期美债利率领先 A 股核心资产定价 3 个月，此外 A 股 Killthewinner 效应显著，热门板块估值承压。④基本面未排查到显著风险，但有隐忧：PMI 景气向下、钢厂生产、汽车销量放缓，疫情是最大灰犀牛，密切跟踪基本面冲击。⑤排雷结论：躁动行情进入冷静期，流动性环境趋紧，动能减弱，基本面隐忧需跟踪确认，关注两大风险：美债收益率上行、疫情冲击基本面。⑥关注前期估值消化，近期景气向上行业：银行、保险、半导体、医疗器械&零售、建筑。

**策略周评：东吴策略·行业风火轮——历年行业前三甲，难迎次年开门红**

历年行业前三甲次年 1Q 表现如何？——历史经验看难迎开门红。回顾 2010-2019 年涨幅前三行业在次年一季度表现，收益率平均为 2.6%，在 28 个申万一级行业排名的均值为 16 名，较上证综指相对收益平均为 0.3%，难迎开门红行情。

2020 年领涨行业近期表现如何？——收益排名 15、6、14 名。2020 年休闲服务、电气设备、食品饮料涨幅位居前三，分别为 99.4%、94.7%、85%，2021 年初至今（01/15）三个板块涨幅排名分别为 15、6、14 名，较上证综指相对收益率分别为-1.8%、1.3%、-1.3%，整体表现并不突出。

当前时点如何配置？——通胀主题、可选消费、金融。

## 固收金工

**固收周报：利率债周报：央行小幅缩量续作，货币政策“稳”字当头（2021 年第 3 期）**

本周（1.11-1.17）央行公开市场净投放 1610 亿元。展望后期：本周人民银行开展一年期 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，是对本月到期的 MLF 和 TMLF 的一次性续作。基于市场资金面较为宽松的背景下，央行进行小幅缩量续作，充分满足金融机构的资金需求，保持中长期市场流动性较为充裕，坚持货币政策“稳”字当头，保证正常货币政策的可持续性，符合合理适

度的稳健性货币政策要求。从基本面来看，当前我国防疫态势良好，经济恢复符合预期，但考虑到当前全球经济复苏相对缓慢，对实体经济的压力传导和金融体系的内在脆弱性叠加在一起，外部的风险需要警惕，应更加严密防控外部金融风险。

**固收周报：联储仍然谨慎，美债回调抑制美元上冲**

我们认为短期内宽松政策和财政刺激预期为权益市场提供支撑，但价值股或跑赢成长股，美债收益率存在回调压力，前期“再通胀”交易存在一定回调需求，但趋势上我们仍认为 2021 年底名义收益率达到 1.5%是大概率事件。

日本：短期来看，日本单日新增确诊数量有所缓和，此次紧急事态宣言有效控制疫情发展趋势，但同时为内需带来一定压力，进口额减少或使贸易顺差进一步增加；

黄金：短期来看宽松货币政策，新冠病例的飙升带来的封锁政策利好黄金，但美元指数走高和国债收益率上升削弱黄金的吸引力，更多投资者看跌黄金；

**固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体下降，信用利差收窄**

本周（1 月 9 日-1 月 15 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 286 支，总发行量 2857.05 亿元，较上周增加了 832.81 亿元，总偿还量 2500.72 亿元，较上周增加了 1486.72 亿元，净融资额 356.33 亿元，较上周减少了 653.91 亿元。

**固收点评：2020 年 12 月进出口数据点评—出口超预期进口增长强劲，国内经济形势向好**

1 月 14 日，海关总署公布 12 月进出口数据。按美元计，我国 12 月进口同比增长 6.5%；12 月出口同比增长 18.1%；12 月贸易顺差 781.7 亿美元。按人民币计，我国 12 月进口同比下降 0.2%，出口同比增长 10.9%，贸易顺差 5168.1 亿元。全球疫情恢复持续向好，各国复工复产持续推进造成内外经济增长延续向好趋势，推动进出口景气持续，同时由于 2020 年一季度疫情冲击造成的低基数，预计 2021 年进出口高速增长的趋势仍将持续。但由于其他国家产能逐步恢复，中国的出口面临在全球需求继续上升的同时出现下降的可能，预计 2021 年贸易顺差将有所回落。未来贸易走向还应密切关注海内外疫情走势和内外需变化。

**固收周报：防守为主，静待花开**

2021 年开年，一方面是短期信用事件发酵，估值回落，一定程度上扩大了相对的可操作空间，另一方面 2021 年全年正股行情或以窄幅震荡为主，那么打好底仓就变得尤为重要；同时，想收获正阿尔法，正股分析仍很重要，要寻找波段，要寻找结构性机会。仍以“双低”为出发点，“双低策略”是防守和进攻兼得的“性价比”很高的策略。

注重正股资质，谨防“踩雷”。重视行业与个券挖掘，重视正股基本面考察。在进行个券挖掘时，正股的基本面指标、技术指标可以对双低策略起到补充作用，应当重视对正股的基本面考察和行业分析。“双低策略”的合理补充：坚守巧攻，灵活配置。

**固收周报：风险信息周报（2021.01.11 -2021.01.17）**

本周（01 月 11 日-01 月 17 日）负面信息共 7 条。重点关注：海南航空控股股份有限公司发行的“19 海南航空 SCP002” 本

息展期；同益实业集团有限公司发行的“16 同益债” 兑付风险警示；东旭集团有限公司发行的“16 东旭 01”兑付风险警示；紫光集团有限公司发行的“16 紫光 01”兑付风险警示；晋中开发区农村商业银行股份有限公司、延安必康制药股份有限公司、鸿达兴业集团有限公司评级下调。本周共有 14 只债券取消发行，6 只债券召开持有人会议。其他信息需关注交易商协会对永煤控股相关 11 家机构作出处分决定；天津市房地产信托集团收到天津证监局行政监管措施决定书；部分发行人涉及重大诉讼、仲裁。

**固收点评：MLF 小幅缩量续作，符合“稳”字基本预期**

1 月 8 日，央行行长易纲谈 2021 年金融热点问题时表示：2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。历年春节前后受春节取现等因素扰动，银行间市场流动性将出现波动。本次 MLF 续作并未贡献对这一现象的预防，结合政策导向，预计短期内央行将采用小额逆回购精准投放+CRA（临时准备金安排）的组合，既保持流动性总量稳定，减少市场波动，又避免了“大水漫灌”，维持稳健的货币政策。从中长期来看，当前我国经济保持稳中向好的恢复态势，中央多次强调“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，据此预计 2021 年内央行将采用定向降准+MLF 投放的组合维护货币供应量的基本增速。

**固收点评：央行公开市场操作的“稳”**

“稳”字当头，短期维护流动性合理充裕，中长期保持货币供应量同名义经济增速基本匹配。当前市场资金面仍较充裕，从短期来看，央行采用无论是维护基础货币的大额 MLF 操作还是影响货币乘数的全面降准的概率都较小，预计央行仍将采用小额精准投放的逆回购+等额或略超量的 MLF 续作相结合的方式，维护流动性合理充裕。从中长期来看，中央多次提到“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。结合当前我国经济稳中向好的恢复态势，预计 2021 年内央行将采用“定向降准+MLF 投放”的操作组合维护货币供应量的基本增速。在结构上，将进一步发挥货币政策工具的精准滴灌作用，重点支持科技创新、小微企业和绿色发展等领域。

## 行业

**有色金属行业跟踪周报：持续看好锂钴、铜箔**

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 0.68%，有色金属（申万）指数下跌 5.30%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-8.28%、-9.02%、-7.90%、-6.68%、-3.13%和-4.36%。个股涨幅前五的公司为横店东磁、东睦股份、天齐锂业、盛和资源和正海磁材。

**电子：台积电业绩凸显半导体高景气，设备环节有望充分受益**

随着全球半导体设备市场的不断发展和国内半导体设备产业在自主可控进程中的突破，本土半导体设备产业链相关标的有望充分受益。

**金融供给侧改革追踪：金融机构债委会制度：抱团抵御信用风险，强调打击逃废债！**

事件：1 月 15 日，银保监会、发改委、央行及证监会联合发布《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》，总结了前期风险企业债务问题特点及债委会运行过程中的成功经验，

根据新形势、新任务的要求，对现有债委会制度进行进一步完善。

**社服新消费行业周报：首部化妆品注册备案办法亮相，王府井布局岛民免税**

本周专题：首部化妆品注册备案管理规章亮相。本周观点。本周动态：珀莱雅高管拟减持，王府井布局海南岛民免税。

**电子行业周报：三星 Galaxy S21 系列手机正式发布，开启 2021 手机争锋序曲**

北京时间 2020 年 1 月 14 日晚，三星召开了新品发布会，正式推出了 Galaxy S21 系列手机。在外观方面，Galaxy S21 系列加入撞色拼接设计；在屏幕方面，S21 采用一块 6.2 英寸居中打孔直屏；在核心配置方面，Galaxy S21/S21+/S21 UItra 均搭载了骁龙 888 处理器；在相机方面，S21/S21+采用后置三摄方案，S21 UItra 后置配备 4 枚镜头。除 Galaxy S21 系列外，三星更新了 Galaxy Buds 产品线，推出了 Pro 版本。

风险提示：汇率波动风险；疫情使全球经济下滑；行业变化较快及市场竞争加剧。

**化工行业 2021 年 1 月第 3 周周报：本周个股分化显著，可降解塑料供不应求**

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：分布式云促进云边协同，超级自动化助力企业数字化转型，持续关注相关赛道优质标的**

分布式云将成为云计算未来趋势，助力行业转型升级；政策持续推进，超级自动化助力企业数字化转型；工信部发布工业互联网创新发展行动计划，支持建设 5G 全连接工厂，建议持续关注云计算、行业数字化转型和工业互联网等赛道优质标的。

**钢铁行业跟踪周报：国内淡季 vs 海外需求增长**

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。

**汽车行业周报：12 月批发销量同比+6.8%，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）

**商业贸易行业周报（2021 年第 3 期）：微信加大对第三方外链的整治力度，未来微信内部或将崛起新的内容及电商平台**

微信 1 月 13 日公告，对多个第三方平台的违规外链进行封禁，截至 1 月 16 日其中大部分已整改并解封。此次封禁或表明，微信团队正在持续加强执行《外链管理规范》整治违规外联的力

度，未来外部平台从微信中获得的流量或将越来越有限，微信内部有望崛起新的内容平台及电商平台。随着微信生态圈内的内容平台、购物微商城的不断崛起，相关服务商有望直接受益。建议持续关注帮助商家开设微信小程序微商城，并提供一站式运营服务的 SaaS 服务商中国有赞、微盟集团等。

**医药生物行业：CXO 景气度持续高涨，重点推荐药明康德、凯莱英等！**

基于上述判断，2021 年重点推荐十支个股：恒瑞医药、信达生物、长春高新、智飞生物、康泰生物、迈瑞医疗、药明康德、爱美客、爱尔眼科、益丰药房。

**教育行业周报（2021 年第 3 期）：教育行业解析：独立学院转设是个啥？**

公司旗下独立学院四川外国语大学重庆南方翻译学院获教育部批准转设。公司于 1 月 12 日公告，旗下独立学院四川外国语大学重庆南方翻译学院近日已经获得教育部批准，转设为民办普通本科学校，转设完成后学校将更名为重庆外语外事学院。

**机械设备行业跟踪周报：半导体设备板块基本面明显改善，油气行业回暖看好设备龙头价值重估**

【半导体设备】关注受益台积电 CAPEX 加速的设备公司+基本面明显变化的设备板块

【油气设备】看好行业回暖，全球油气设备龙头【杰瑞股份】价值将重估

**电气设备行业点评：电动车 12 月销量点评：12 月创新高，全年销量再超预期**

中汽协数据，12 月电动车销量 24.8 万辆，同环比+49.5%/+22.0%，全年电动车销量 136.7 万辆，同比增长 10.9%，再超预期。根据中汽协数据，12 月新能源汽车产量为 23.5 万辆，同比增加 55.7%，环比增加 17.3%；销量为 24.8 万辆，同比上升 49.5%，环比上升 22%，再创新高。12 月新能源乘用车销量为 22.6 万辆，同比上升 76.9%，环比提升 19.4%；产量为 21.4 万辆，同比上升 88.3%。

**汽车行业月报：12 月产批零超预期增长**

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）。

## 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。

**拓普集团（601689）：Q4 业绩靓丽，2021 年更值期待**

预计公司 2020-2022 年营业收入为 62.48/100.79/132.26 亿元，同比+16.6%/+61.3%/+31.2%；归母净利润为 6.27/11.09/15.13 亿元，同比+37.5%/+76.8%/+36.4%；对应 EPS 为 0.59/1.05/1.43 元，对

应 PE 为 72.72/41.13/30.16 倍。维持“买入”评级。

**超华科技（002288）：全产业链布局的铜箔潜在龙头**

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 13.63 亿元、17.37 亿元、20.75 亿元，同比增速分别为 3.2%、27.4%、19.4%；实现归属母公司股东净利润分别为 0.49 亿元、2.25 亿元、3.10 亿元，同比增速分别为 163.3%、361.2%、38.1%，对应 PE 分别为 179.74、38.98、28.22 倍，考虑到铜箔行业高景气，公司产量迎来增长，以及估值处于公司历史较低水平，首次覆盖给予“买入”评级。

**湖南海利（600731）：业绩指引超预期，质地变化值得注意**

盈利预测与投资评级：预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 22.85 亿元、24.60 亿元和 30.23 亿元，归母净利润分别为 2.81 亿元、3.26 亿元和 4.20 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.92 元和 1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 11X、10X、8X。考虑到 2021 年公司丁硫产品的放量，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：贵溪基地扩建进度不及预期的风险；产品及原料价格大幅波动的风险。

**龙蟠科技（603906）：业绩预告高增长，短中长期版图布局明晰**

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 2.08 亿元、2.94 亿元和 4.02 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.85 元和 1.17 元，当前股价对应 PE 分别为 45X、32X 和 23X。维持“买入”评级。

风险提示：国六实施力度低于预期，新能源车增长低于预期，新增项目进展低于预期。

**德赛西威（002920）：产品+客户双重放量，Q4 业绩超预期**

我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.12/7.12/10.07 亿元，同比增长 75.2%/39.2%/41.3%，对应 EPS 为 0.93/1.30/1.83 元，对应 PE 为 105.43/75.72/53.60 倍。考虑到智能网联高景气度+卡位稀缺性+未来业绩高增长，德赛有望享受更高估值溢价，维持“买入”评级。

**国联股份（603613）：发布业绩预告，归母净利润同比增长约 90%超预期**

2021 年 1 月 14 日公司发布 2020 年年度业绩预增公告，预计 2020 年度实现收入 170 亿元至 172 亿元，同比+136.19%~138.97%；归母净利润 3.00 亿元至 3.05 亿元，同比+88.75%-91.89%；实现扣非归母净利润 2.75 亿元至 2.83 亿元，同比+78.00%~83.18%。调盈利预测，维持“买入”评级：Q4 及全年业绩超预期，近期定增顺利落地有利于未来战略的顺利推进，以及拼购电商业务的顺利增长。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/5.21/8.89 亿元，同比增速分别为 89.3%/73.3%/70.6%，当前市值对应 PE 分别为 96x/55x/33x。

**杰瑞股份（002353）：看好行业回暖，全球油气设备龙头价值将重估**

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.5/20.3/27.8 亿元，当前股价对应 PE 为 24 倍、20 倍、15 倍，目前估值较低，行业迎来拐点叠加公司受油价波动影响弱化，有望迎接戴维斯双击。给予 2021 年目标估值 30 倍 PE，对应市值 609 亿，目标价为 63.6 元，维持“买入”评级。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：油价走势不及预期、中美贸易战对原油市场影响、国内三桶油资本开支力度不及预期。

## 宏观策略

**宏观点评：一文读懂拜登财政刺激内容、前景及影响**

事件

美东时间 1 月 14 日晚，拜登总统公布了包含 1.9 万亿美元经济刺激规模的“美国拯救计划”。

“拯救计划”与“关怀法案”有何异同？总量上，1.9 万亿美元规模略低于 2.2 万亿美元的关怀法案，占 2019 年 GDP（下同）的 9.1%（表 1）。分布上，本轮财政刺激计划显著增加了对居民部门的直接救济，拜登将兑现竞选承诺“将针对个人的直接打款从 600 美元增至 2000 美元、将最低工资增至每小时 15 美元”等，合计超过 1 万亿美元用于直接救济，占 GDP 的 4.8%，高于关怀法案的 3.9%。救助社区和企业的款项 4400 亿美元，占 GDP 的 2.05%，低于关怀法案的 5.1%。用于地方政府、疫苗检测规模分别为 3500 亿、1600 亿美元，均高于关怀法案。

后特朗普时期美国政府财政刺激规模将创历史之最（图 1）。1 月 14 日美国候任总统拜登公布新一轮 1.9 万亿美元疫情救助方案的细节，加上去年 12 月 20 日签署生效的 9000 亿刺激法案，总计规模占 2020 年 GDP（估计）比例超过 13%，考虑到今年 2 月拜登政府将推出立足于长期规划（主要用于创造就业、改善基础设施、应对气候变化和种族等问题）的财政支出方案，这一比例将继续刷新历史新高。

新财政刺激法案将以什么方式出台？出台程序存在两种可能，一是通过“和解”程序，即在参议院获得简单多数的 51 票而非 60 票，这种方式下该法案通过门槛将显著降低；第二种是“和解”程序，即两党支持、参议院获得 60 票，这种方式下该法案在短期内在国会通过的难度将增加，但这对拜登总统推动后续基础设施等长期目标的立法有更有利。

从拜登上台后的政治议程来看（图 2），鉴于 3 月底《关怀法案》的到期，国会必须在此之前避免经济陷入断崖，因此也就给该法案的通过设定了最晚期限。我们认为，拜登很可能坚持以两党合作的方式通过该法案，即实际规模可能低于 1 万亿，但达成协议的时间有望提前；不过，如果拜登转而寻求“和解”程序，则实际的规模更接近当前的 1.9 万亿，但达成协议的时间将拖到 3 月底。

新财政刺激法案实施对美国经济的影响？短期影响有限，但长期来看有利于稳固经济内生动能。根据美联储的最新研究，在《关怀法案》，即第一轮财政刺激下，美国家庭所获得的转移支付中，有相当大的一部分用来储蓄和还债，而用于消费支出的占比约为 1/4；而对于即将到来的第二轮财政刺激，其预期用于储蓄和还债的比例将进一步提升，而消费支出的占比则降至 20%（表 2）。由此可见，新的财政刺激法案短期内对于美国家庭消费的提振是明显减弱的，我们计算其通过刺激消费对 2021 年美国 GDP 的额外拉动在 1 个百分点左右。

尽管如此，几轮财政刺激下来，美国家庭资产负债表正在持续修复中，因此一旦美国经济在疫苗普及后走出疫情，其内生的经济增长动能将持续显现。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：疫苗效果不及预期，疫苗接种意愿不高

（证券分析师：陶川　研究助理：赵艺原）

**策略周评：东吴策略·策略周聚焦——应对潜在风险的投资策略**

报告要点：

①热市为何冷思考？市场新高下重仓股大幅回调，有必要冷静排雷：一致预期下的春季躁动，有哪些可能被忽略的潜在风险？②显现担忧：支撑近期股市上行的流动性边际收紧，央行回笼货币、社融结构恶化、信用利差走阔、债市交易行情近尾声。③全球资产定价之锚：美债拐头向上。3年期美债利率领先A股核心资产定价3个月，此外A股Killthewinner效应显著，热门板块估值承压。④基本面未排查到显著风险，但有隐忧：PMI景气向下、钢厂生产、汽车销量放缓，疫情是最大灰犀牛，密切跟踪基本面冲击。⑤排雷结论：躁动行情进入冷静期，流动性环境趋紧，动能减弱，基本面隐忧需跟踪确认，关注两大风险：美债收益率上行、疫情冲击基本面。⑥配置策略：低估值&景气向上行业：银行、保险、半导体、医疗器械&零售、建筑。

正文摘要

显性担忧：流动性边际趋紧、央行回笼货币、社融结构恶化、债市交易行情近尾声。①资金面量价趋紧，上旬央行净回笼5040亿元，MLF停止超额续作，货币市场利率上行。②社融结构恶化，11-12月信托贷款、未贴现汇票、企业债分别同比少增4223亿、4363亿、5619亿，永煤事件后信用利差已走阔50个BP。③十年期国债收益率已从20/11的3.3%高位，下行20个BP至目前3.1%，与20/8持平，交易性行情接近尾声。

全球资产定价之锚——美债拐头向上，A股核心资产估值承压。①1月10年期美债收益率上行突破1%关键点位至1.15%。②2016年以来A股核心资产溢价的重要推手是外资，定价根基是美债中期（3-7年）利率，美债利率变动领先核心资产定价3个月。③2019-20年估值贡献核心资产涨幅的57%、118%，高位估值对流动性更敏感，若未来两个月美债收益率持续上行，将对目前高位估值的A股核心资产造成较大的压制

基本面的隐忧：PMI短期向下，部分行业生产放缓。①12月制造业PMI51.9%，环比回落0.2pct。PMI生产指数54.2%，环比回落0.5pct，原材料购进价格超过出厂价格涨幅，压缩利润率。②生产端，唐山钢厂产能利用率本周下降1.72pct至78.84%。③需求端，12月乘联会乘用车销量同比增速7.32%，环比下降4.39pct。④多地出台隔离政策，消费需求可能再次萎靡，就地过年使得生产明显强于往年。

A股Killthewinner效应显著，流动性趋紧，热门板块估值承压。①回顾2010-19年涨幅前三行业在次年1Q表现，收益率平均2.6%，行业排名均值16名（/28），较上证相对收益平均0.3%，难迎开门红行情。②即便看全年，前三甲次年收益率均值6%，行业排名平均15名，相对收均值1.1%。③2020年休闲服务、电气设备、食品饮料涨幅前三，年初至今涨幅排名15、6、14名，相对收益-1.8%、1.3%、-1.3%，并不突出。

关注前期估值消化，近期景气向上行业：银行、保险、半导体、医疗器械&零售、建筑。①银行，三家银行利润正增长超市场预期。②保险，通胀预期下利率上行有望增厚利差。③半导体，需求旺盛，有望迎来量价齐升。④医疗器械，集采影响消退，疫情扩散提升需求；医药零售，疫



请务必阅读正文之后的免责声明部分

情二次集中爆发，家庭药品储备需求提升。⑤建筑，各地推出就地过年政策，多地基建项目有望继续开工，传统春节过节停工效应趋缓。

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；预测与实际存在偏差。

（证券分析师：姚佩）

**策略周评：东吴策略·行业风火轮——历年行业前三甲，难迎次年开门红**

历年行业前三甲次年 1Q 表现如何？——历史经验看难迎开门红。回顾 2010-2019 年涨幅前三行业在次年一季度表现，收益率平均为 2.6%，在 28 个申万一级行业排名的均值为 16 名，较上证综指相对收益平均为 0.3%，难迎开门红行情。

2020 年领涨行业近期表现如何？——收益排名 15、6、14 名。2020 年休闲服务、电气设备、食品饮料涨幅位居前三，分别为 99.4%、94.7%、85%，2021 年初至今（01/15）三个板块涨幅排名分别为 15、6、14 名，较上证综指相对收益率分别为-1.8%、1.3%、-1.3%，整体表现并不突出。

当前时点如何配置？——通胀主题、可选消费、金融。建议着眼中期 PPI 陡峭负转正，关注顺周期通胀主题及可选消费，详见年度策略《通胀喜与忧》，PPI 上行周期，通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、汽车、家电）、金融（银行、保险）均有不错表现。

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：利率债周报：央行小幅缩量续作，货币政策“稳”字当头（2021 年第 3 期）**

观点

本周债市点评及债市策略：本周（1.11-1.17）央行公开市场净投放 1610 亿元，周一进行 50 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿逆回购 7D 到期，周二进行 50 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 20 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 20 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 20 亿元逆回购 7D 操作以及投放 5000 亿元 MLF365D，并有 50 亿元逆回购 7D 到期以及 3000 亿元 MLF365D 回笼。下周（1.18--1.24）央行公开市场 160 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：本周人民银行开展一年期 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作，是对本月到期的 MLF 和 TMLF 的一次性续作。基于市场资金面较为宽松的背景下，央行进行小幅缩量续作，充分满足金融机构的资金需求，保持中长期市场流动性较为充裕，坚持货币政策“稳”字当头，保证正常货币政策的可持续性，符合合理适度的稳健性货币政策要求。从基本面来看，当前我国防疫态势良好，经济恢复符合预期，但考虑到当前全球经济复苏相对缓慢，对实体经济的压力传导和金融体系的内在脆弱性叠加在一起，外部的风险需要警惕，应更加严密



请务必阅读正文之后的免责声明部分

防控外部金融风险。

二级市场回顾：本周 R 利率较上周表现分化。隔夜 R 利率上行 79.33BP，7 天 R 利率上行 7.46BP，14 天 R 利率下行 26.79BP，1 月 R 利率下行 20.95BP。DR 利率较上周表现一致上行。DR001 上行 83.84BP，DR007 上行 3.14BP，DR014 上行 10.09BP，DR1M 上行 3.97BP。SHIBOR 利率较上周表现分化。SHIBOR 隔夜利率为 1.7380%，较上周上行 77.30BP；SHIBOR1 周为 2.1240%，较上周下行 1.70BP；SHIBOR2 周为 1.9900%，较上周上行 19.70BP；SHIBOR3 月为 2.5810%，较上周下行 6.40BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所上涨，截至 1 月 10 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 429.19 万平方米，较上周增加 25.07 万平方米。其中一线城市成交 81.75 万平方米，二线城市成交 208.27 万平方米，三线城市成交 139.17 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所下降。截至 1 月 10 日，市场日均零售 4.72 万台，同比增速为-7.00%。整体来看，车市行情继续维持下跌趋势。本周主要钢材价格表现一致下行，Myspic 综合钢价指数与螺纹钢指数均下跌。截至 1 月 15 日，螺纹钢价格较上周由 4432 元/吨下跌至 4357 元/吨，圆钢较上周由 4538 元/吨下跌至 4479 元/吨，热轧板卷价格较上周由 4702 元/吨下跌至 4601 元/吨，中板价格上周由 4889 元/吨下跌至 4840 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数下跌 1.76%，螺纹钢指数下跌 1.91%。本周较上周焦煤价格与动力煤价格表现分化。焦煤期货结算价 1716.00 元，比上周价格下跌 2.72%；动力煤期货结算价 720.80 元，较上周价上涨 1.55%。截至 1 月 14 日，有色金属各品种价格表现分化。分品种来看，相比上周，锌价下跌 4.42%，铅价上涨 0.54%，铜价下跌 0.40%，铝价下跌 0.57%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上涨，截至 1 月 15 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 142.17，较上周上涨 3.23%，山东蔬菜批发价格指数收于 186.63，较上周上涨 0.80%。RJ/CRB 商品价格指数较上周表现上行，南华工业品价格指数较上周表现下行，原油价格表现分化。1 月 15 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 173.25 点，较上周上涨 1.10%；南华工业品指数收于 2641.58 点，较上周下跌 1.81%。截至 1 月 15 日，布伦特原油期货结算价为 55.10 美元，较上周下跌 1.59%，WTI 期货结算价为 52.36 美元，较上周上涨 0.23%。

风险提示：货币政策超预期收紧；国内外疫情反复。

（证券分析师：李勇）

**固收周报：联储仍然谨慎，美债回调抑制美元上冲**

观点

本周数据观点：上周公布的美国 12 月非农就业人数远低于市场预期，为 2020 年 4 月来首次出现负值，主要损失来自于弹性较大的服务业，受疫情恶化及寒冷天气影响调动；而制造业就业受产业链调整影响，短期内就业恐难以缓和，随着新一轮财政刺激继续补贴，迫使低薪工作吸引力一定程度下降，或导致劳动参与率受到长久损失。另一方面，民主党以温和优势拿下国会参众两院，保障拜登政策落地，上一轮与共和党财政刺激谈判的分歧点有望在新一轮方案中实现，预计加码补贴等力度和推动基建，叠加疫苗利好，预计将拉动 2021 年二、三季度需求端，推动通胀中枢上行。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

本周美国国会预算办公室公布 2021 年一季度财政赤字将达到 5720 亿美元，在联邦政府债务水平持续上升的背景下，拜登新一轮财政刺激或将进一步拉大联邦赤字水平，而提高企业税收的主导政策预期将延迟至 2021 年年底或 2022 年。我们认为短期内宽松政策和财政刺激预期为权益市场提供支撑，但价值股或跑赢成长股，美债收益率存在回调压力，前期“再通胀”交易存在一定回调需求，但趋势上我们仍认为 2021 年底名义收益率达到 1.5%是大概率事件。

大类资产表现：英镑走高、欧元走低；美利率债收益率走低、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：日＞美＞英；债市：信用债>利率债；汇市：美元>英镑>日元>加元>法郎>欧元；大宗：天然气>原油>黄金>铜>白银。

策略分析

美国：短期来看，冬季疫情反扑，纾困计划落地及疫苗发放需要时间，经济恢复暂时受阻。美联储官员释放信号较为含糊，货币政策不确定性引发公众担忧。对特朗普的二次弹劾为历史首次，政治清算一定程度上增加公众避险心理。因此，短期美元震荡预计持续。美股或有回落趋势，待暂时的不确定性消失后将有回升。美债收益率预计暂时回落；中长期来看，经济复苏叠加宽松政策持续，预计引起通胀抬头。美债收益率曲线进一步趋陡，收益率曲线总体上移，蓝色浪潮或加速这一进程。另一方面，联储边际宽松水平趋缓，美元方面存在较强支撑。新一轮财政援助及后续大规模基建计划呵护经济复苏，疫情对经济制约将消失，进入“微笑曲线”翘起端可期。美股整体将由流动性支撑转向盈利支撑，结构预计出现调整，因疫情出现的板块估值结构性变动将面临回调。

日本：短期来看，日本单日新增确诊数量有所缓和，此次紧急事态宣言有效控制疫情发展趋势，但同时为内需带来一定压力，进口额减少或使贸易顺差进一步增加；另一方面，日本 11 月核心机械订单额持续上升，工业产出呈现向好态势；综合判断，维持日元短期内存在一定支撑的基线判断；中长期来看，伴随美元中枢恢复正常化，且多数发达经济体当前均保持超低利率环境在一定程度上会逐渐削弱日元避险货币地位，日元的短期波动或让位于长期趋势，日元未来趋升和趋贬的空间分别判断为 10%、15%，从当前点位出发易贬难升。

黄金：短期来看，本周黄金价格震荡，美元走强和拜登宣布的 1.9 万亿美元刺激计划相互博弈，宽松货币政策，新冠病例的飙升带来的封锁政策利好黄金，但美元指数走高和国债收益率上升削弱黄金的吸引力，短期内疲软的经济态势并不会引发通胀失控，更多投资者看跌黄金；中长期来看，我们认为名义收益率抬升速度仍将大概率慢于通胀预期的抬升速度，实际利率仍有 30-50bp 的下探空间，另外黄金仍是对包括美国民主党在内的全球执政党雄心勃勃的宽财政的“系统性避险”资产，黄金仍或有望破位上行。

风险提示：（1）市场超调超预期；（2）疫情管控失策超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

**固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体下降，信用利差收窄**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

本周（1 月 9 日-1 月 15 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 286 支，总发行量 2857.05 亿元，较上周增加了 832.81 亿元，总偿还量 2500.72 亿元，较上周增加了 1486.72 亿元，净融资额 356.33 亿元，较上周减少了 653.91 亿元。

从本周发行短融、中票、企业债和公司债的加权平均利率来看，短融、中票和公司债的发行利率较上周均小幅下降，企业债的发行利率较上周大幅上升。短融的发行利率的下降幅度为 13.07BP，中票的发行利率的下降幅度为 48.59BP，企业债的发行利率的上升幅度为 95.00BP，公司债的发行利率的下降幅度为 60.43BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4863.02 亿元，总成交量较上周 4231.34 亿元增加了 631.68 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 2107.02 亿元、2283.12 亿元、334.33 亿元、138.57 亿元。

国债收益率：本周各期限国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至 1 月 8 日，1 年期国债收益率为 2.3843%，较上周 2.3568%上升了 2.75BP。3 年期国债收益率为 2.7875%，较上周 2.7768%上升 1.07BP。5 年期国债收益率为 2.9634%，较上周 2.9471%上升了 1.43BP。7 年期国债收益率为 3.1478%，较上周 3.1525%下降了 0.47BP。10 年期国债收益率为 3.1508%，较上周 3.1456%上升了 0.52BP。

各类信用债收益率呈现：本周大多数期限和种类信用债收益率呈下降趋势。截至 1 月 15 日，大多数期限和种类信用债的信用利差呈缩窄趋势。截至 1 月 15 日，除 5 年期和 7 年期城投债外，大多数期限和种类信用债的等级利差呈收窄趋势。

本周 AAA 主体级别的债券中，短期融资券、中期票据和企业债的周交易量相对高于公司债。本周 AA 主体级别债券中，短期融资券、中期票据、企业债、公司债的周交易量均低于 AAA 主体级别短期融资券、中期票据、企业债、公司债。本周 AA 级别企业债活跃度相对较高。

本周工业行业债券周交易量最大，达 2408.65 亿元。其次为公用事业、材料、金融、能源、房地产和医疗保健，周交易量分别为 596.88 亿元、365.11 亿元、343.95 亿元、304.52 亿元、203.30 亿元和 64.32 亿元。其他行业债券交易量相对来说规模较小。

本周债市点评：本周一级市场的总发行量和总偿还量较上周均大幅上升，净融资额则有所减少。其中，总发行量的主要上升动力来自短期融资券、中期票据和公司债，企业债的总发行量均则小幅下降。总偿还量的主要上升动力自短期融资券、中期票据和公司债，企业债的总偿还量上升幅度有限。净融资额的主要下降动力来自短期融资券、企业债和公司债，中期票据的净融资额有所上升。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，交易量的主要上升动力来自短期融资券和中期票据。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率不一致，主要呈下降趋势。本周信用利差主要呈缩窄趋势，但是和上周的情况类似，由于企业债本周只发行了一只，其数据不具有代表性。分行业看，主要行业中，工业行业仍然是对本周交易量贡献最大的行业，在主要行业中成交量上升幅度也最大，达 25.37%；上涨幅度第二为金融行业，涨幅达 20.05%；其次为材料行业，涨幅达 19.82%。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：经济政策超预期，信用违约风险超预期。

（证券分析师：李勇　研究助理：周璐）

**固收点评：2020 年 12 月进出口数据点评—出口超预期进口增长强劲，国内经济形势向好**

事件

数据公布：2021 年 1 月 14 日，海关总署公布了 12 月进出口数据。按美元计，我国 12 月进口同比增长 6.5%；12 月出口同比增长 18.1%；12 月贸易顺差 781.7 亿美元。按人民币计，我国 12 月进口同比下降 0.2%，1-12 月同比下降 0.7%；12 月出口同比增长 10.9%，1-12 月同比增长 4.0%，12 月贸易顺差 5168.1 亿元。国内经济体生产经营活动持续修复，拉动中国进出口贸易持续增长，但值得注意的是，当前欧美国家疫情存在二次爆发迹象，警惕海外订单存在的不确定性。

观点

出口方面：出口超预期增长，增速较上月有所回落。12 月以美元口径计量的出口增速收于 18.1%，增速较上月小幅回落，下降约 3 个百分点，但仍高于市场一致预期的 15.2%，总体呈现超预期增长。12 月出口增速有所下行的原因主要有三：第一、国外需求旺季退去，消费品进口需求有所下降。12 月我国对美国和欧盟的出口增速分别为 34.5%、4.3%，较上月分别回落了 11.6 和 4.3 个百分点。由于前期美欧节日临近带动消费品需求持续高增，需求旺季过后的 12 月需求则呈现自然回落。从主要商品出口来看，消费需求相关的服装、家具、节日用品等出口增速均呈现下降，此外由于海外疫情反复，医疗物资商品出口增速也呈现一定的波动，12 月较上月增长有所下滑。第二、我国产业链优势带来的机电和高新技术产品出口同比高增是出口增速较高的重要原因。12 月机电产品出口以及高新技术产品出口增速分别为 23.1%，26.6%。第三、疫情后由于中国经济受益于其他发达和新兴市场国家的产能不能有效回升以及部分国家经济复苏带动的生产需求超预期增长的叠加因素影响，从而进一步推高了 12 月中国出口的超预期增长。后续我们应持续关注海外疫情走势和各国经济恢复情况对出口的影响。

进口方面：进口增长强劲，大宗商品价格支撑进口。12 月以美元计算的进口增速由 11 月的 4.5%上涨 2 个百分点至 6.5%，进口增速小幅上行，国内经济需求呈现强劲增长趋势。进口增速有所上行的原因主要有二：第一、国内疫情防控形势向好，制造业对进口形成支撑。复工复产的良好态势推动了原材料的需求增加，大宗商品价格增长对进口总额起支撑作用。12 月我国铁矿砂及其精矿进口量减价增，进口数量同比下降 4.5%，进口金额同比增长 32%；铜矿砂及其精矿进口数量同比下降 2.2%，进口金额同比增长 21.8%。第二、我国在当前形势下的电子产业链优势也增加了进口需求。12 月份我国进口集成电路同比上涨 26.5%，进口汽车（包括底盘）同比上涨 56.3%，两项商品对于 12 月进口支撑作用明显。

展望后期：内外经济增长延续向好趋势，进出口态势乐观。12 月出口增速超预期增长，较上月有所回落，进口增速表现强劲，较上月小幅上行。整体来看，贸易顺差降低，进出口呈现较为平衡态势。展望后期，全球疫情恢复持续向好，各国复工复产持续推进造成内外经济增长延续向好趋势，推动进出口景气持续，另一方面，由于 2020 年一季度疫情冲击造成的低基数，预计 2021 年进出口高速增长的趋势仍将持续。但由于其他



请务必阅读正文之后的免责声明部分

国家产能逐步恢复，中国的出口则面临着在全球需求继续上升的同时出现下降的可能性，预计 2021 年贸易顺差可能将有所回落。未来我国贸易如何走向，还应密切关注海内外疫情走势和内外需变化。

风险提示：生产需求恢复进度超预期，国内外疫情二次爆发

（证券分析师：李勇）

**固收周报：防守为主，静待花开**

2021 年开年，一方面是短期信用事件发酵，估值回落，一定程度上扩大了相对的可操作空间，另一方面 2021 年全年正股行情或以窄幅震荡为主，那么打好底仓就变得尤为重要；同时，想收获正阿尔法，正股分析仍很重要，要寻找波段，要寻找结构性机会。仍以“双低”为出发点。

“双低策略”是指投资于低价低转股溢价率的可转债的策略，低价保证了我们的投资成本较低，基本不会出现价格大幅下跌导致大规模亏损的情况，低转股溢价率又体现了可转债的股性较强，当正股上涨时转债能够很快跟涨获得收益，而且低溢价率不仅保证了进攻性，而且起到一定的筛选正股的作用，可以和低价策略形成互补。因此“双低策略”是防守和进攻兼得的“性价比”很高的策略。

注重正股资质，谨防“踩雷”。在近期信用违约事件的影响下，正股资质差的股票估值进一步压低，中低评级价格均值有明显下行，纯债溢价率一度出现分化。虽然这为“双低策略”提供了更大的可操作空间，我们不建议投资者完全按照低价位标准选择转债，容易“踩雷”。建议关注信用评级和纯债溢价率指标。当纯债溢价率较低时，转债价格接近债底，若主体偿付能力较强，则存在投资机会；但应警惕纯债溢价率远小于零的转债，容易发生“爆雷”。

重视行业与个券挖掘，重视正股基本面考察。对于今年转债市场可能不会出现大范围的利好局面，但是个别行业发展前景可观，应该着重在这些行业中进行个券挖掘。在进行个券挖掘时，正股的基本面指标、技术指标可以对双低策略起到补充作用，应当重视对正股的基本面考察和行业分析。结合我们对于行业发展的看法,结合发债主体的营业收入、归母净利润、市盈率、市净率、净资产收益率、成交额等正股指标进行进一步筛选，在高性价比转债中进一步筛选出正股质地优良的个券。

个券推荐：基于双低策略以及行业、个券分析筛选出的部分优质个券有：中天转债、盈峰转债、鹰 19 转债、中金转债、川投转债、齐翔转 2、金诚转债。不在双低策略范围内，但正股行情较强，资质较好，不应错过的个券有：隆 20 转债、立讯转债、龙大转债。

“双低策略”的合理补充：坚守巧攻，灵活配置。（1）利用波动率抓住短期行情，把握低价券投资机会。对于低价低溢价率的转债而言，其本身投资成本低，并且有跟随正股表现的趋势，但是如果波动率不大弹性较差，那么短时间内也很难获得超额收益，因此我们应该关注波动率指标，在稳固“防守”的同时巧妙地选择“进攻”个券和时机。（2）用价格和溢价率的加权和指标综合考察“双低策略”，动态调整“双低”标准。“双低策略”也不是一成不变的，可以考虑构建一个综合指标来构建“双低策略”,指标值为价格和溢价率的加权和。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：疫情防控失策超预期，信用事件频发超预期，地缘政治紧张超预期。

（证券分析师：李勇）

**固收周报：风险信息周报（2021.01.11 -2021.01.17）**

事件

负面信息：本周（01 月 11 日-01 月 17 日）负面信息共 7 条。重点关注：海南航空控股股份有限公司发行的“19 海南航空 SCP002” 本息展期；同益实业集团有限公司发行的“16 同益债” 兑付风险警示；东旭集团有限公司发行的“16 东旭 01”兑付风险警示；紫光集团有限公司发行的“16 紫光 01”兑付风险警示；晋中开发区农村商业银行股份有限公司主体评级下调；延安必康制药股份有限公司主体及债项评级下调；鸿达兴业集团有限公司主体及债项评级下调。

取消发行：安徽省宁国经济技术开发区建设投资有限公司取消发行 5 亿元；淮安市交通控股有限公司取消发行 4 亿元；娄底市城市发展集团有限公司取消发行 5 亿元；潍坊滨海投资发展有限公司取消发行 10 亿元；甘肃金融控股集团有限公司取消发行 5 亿元；江西省龙虎山旅游文化发展(集团)有限公司取消发行 2 亿元；南昌工业控股集团有限公司取消发行 4 亿元；福建省国有资产管理有限公司取消发行 5 亿元；北京京能电力股份有限公司取消发行 10 亿元；浙江滨海新区开发投资有限公司取消发行 5 亿元；嘉善经济技术开发区实业有限公司取消发行 7 亿元；景德镇市城市建设投资集团有限责任公司取消发行 1 亿元；银川通联资本投资运营有限公司取消发行 5 亿元;沛县国有资产经营有限公司取消发行 10 亿元。

持有人会议：重庆市迪马实业股份有限公司于 2021 年 1 月 11 日召开“19 迪马实业 MTN001”债券持有人会议；大连市普兰店区建设投资有限公司于 2021 年 1 月 11 日召开“16 普兰店债”债券持有人会议；福建安井食品股份有限公司于 2021 年 1 月 11 日召开“安 20 转债”债券持有人会议；鸿达兴业集团有限公司于 2021 年 1 月 12 日召开“18 鸿达兴业 MTN001” 债券持有人会议；珠海港股份有限公司于 2021 年 1 月 13 日召开“16 珠海债”债券持有人会议；瓦房店沿海项目开发有限公司于 2021 年 1 月 14 日召开“16 瓦沿海债/ PR 瓦沿海” 债券持有人会议。

其他关注信息：交易商协会对永煤控股相关 11 家机构作出处分决定；天津市房地产信托集团收到天津证监局行政监管措施决定书；首创证券股份有限公司、山西路桥建设集团有限公司子公司、太原钢铁(集团)有限公司、广州开发区控股集团有限公司、广州富力地产股份有限公司及控股子公司涉及重大诉讼、仲裁。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

（证券分析师：李勇）

**固收点评：MLF 小幅缩量续作，符合“稳”字基本预期**

事件

2021 年 1 月 15 日，人民银行开展一年期 5000 亿元中期借贷便利（MLF）操作。中标利率 2.95%，与上次持平。此次 MLF 操作是对本月到期的 MLF 和 TMLF 一次性续作，充分满足了金融机构需求。同时，15 日央行



请务必阅读正文之后的免责声明部分

还开展了 20 亿元 7 天期逆回购操作，中标利率为 2.20%。

观点

MLF 小幅缩量续作，维护流动性合理充裕。1 月共有 5405 亿元 MLF 和 TMLF 到期，其中 1 月 15 日到期 3000 亿元 MLF，1 月 25 日到期 2405 亿元 TMLF。央行今日续作 5000 亿元 MLF，相对净回笼 405 亿元，改变了过去五个月 MLF 超量续作的趋势。我们分析央行采用小幅缩量续作 MLF 的原因如下：第一，为维护年末流动性，央行于 2020 年 11 月 30 日开展 2000 亿元 MLF 操作，并于 12 月 15 日开展 9500 亿元 MLF 超量续作。在央行较大额度投放之下，中长期市场流动性较充裕。2020 年末财政财政存款投放加大，进一步补充了市场流动性。因此，在市场资金面较宽松的背景下，央行不再有动力继续大额超量续作 MLF。第二，2021 年 1 月 8 日，央行行长易纲谈 2021 年金融热点问题时表示：2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。此次央行小幅缩量续作，既没有“大水漫灌”过度增加市场流动性，也没有大幅缩量给市场以紧缩预期，符合合理适度的稳健性货币政策要求，也符合“稳”字当头下维护市场流动性总量稳定的要求。

MLF 操作利率继续保持不变，小幅缩量引导市场利率回调。今日央行续作 MLF 维持 2.95%利率不变，我们分析利率持平的原因如下：第一，当前我国经济仍保持稳中向好的恢复态势，供需关系进一步改善。在积极的经济预期背景下，央行降息的动力不足。第二，近期央行公开市场操作逆回购利率均维持在 2.2%不变。从央行历史操作来看，逆回购、MLF 利率调整具有联动性，因此 MLF 下调动力不足。1 月 13 日，央行货币政策司司长孙国锋在《健全现代货币政策框架》一文中表示，要完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系，有效实现操作目标。受 2020 年末央行大额投放中长期流动性影响，当前同业存单利率显著低于作为中期政策利率的 MLF 利率。因此，本次小幅缩量续作 MLF 有利于引导市场利率回调，实现市场利率围绕央行政策利率中枢波动的目标，进一步深化利率市场化改革。

展望后期：2021 年 1 月 8 日，央行行长易纲谈 2021 年金融热点问题时表示：2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。同时 1 月 6 日央行定调 2021 年十大重点工作时也表示，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。历史数据显示，历年春节前后受春节取现等因素扰动，银行间市场流动性将出现波动。考虑到本次 MLF 续作并未贡献对这一现象的预防，结合政策导向，我们预计短期内至春节前，央行将采用小额逆回购精准投放+CRA（临时准备金安排）的组合，既保持流动性总量稳定，减少市场波动，又避免了“大水漫灌”，保持稳健的货币政策灵活适度。从中长期来看，当前我国经济仍保持稳中向好的恢复态势，中央多次强调“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”，在此背景下，我们预计 2021 年内央行将采用“定向降准+MLF 投放”的操作组合维护货币供应量的基本增速。

风险提示：货币政策超预期收紧，国内经济恢复超预期，国内外疫情反复。

（证券分析师：李勇）

**固收点评：央行公开市场操作的“稳”**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

2021 年 1 月 4 日，人民银行开展 200 亿元 7 天期逆回购操作。1 月 5 日—1 月 7 日，人民银行分别开展 100 亿元 7 天期逆回购操作。1 月 8 日、1 月 11 日和 1 月 12 日，人民银行分别开展 50 亿元 7 天期逆回购操作。1 月 13 日和 1 月 14 日，人民银行分别开展 20 亿元 7 天期逆回购操作。以上公开市场操作均采用利率招标方式，中标利率均保持 2.2%。

观点

小额投放“稳”总量，发挥货币政策工具精准滴灌作用。2021 年 1 月 8 日，央行行长易纲谈 2021 年金融热点问题时表示：2021 年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。2020 年中央经济工作会议也表示：疫情变化和外部环境还存在诸多不确定性，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性；要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。2021 年 1 月以来央行逆回购操作量呈现逐步缩减的态势，1 月 13 日央行开展 20 亿元 7 天期逆回购操作，单日逆回购操作量创自 2010 年以来新低。Wind 数据显示，2010.01.01-2021.01.14，央行单日逆回购操作量低于 100 亿元仅有 13 次，其中 5 次发生在本月。2021 年 1 月 1 日—1 月 14 日，央行累计逆回购 690 亿元，期间逆回购到期 6100 亿元，累计净回笼资金 5410 亿元。虽然央行公开市场操作呈现净回笼状态，但我们认为当前央行并没有完全停止逆回购操作给市场以明确紧缩的信号，也没有采用常规投放量从而扩大市场资金面充裕局面，而是选择采用“少量多次”的操作手段，符合“稳”字当头下稳定市场货币总量的要求，也有利于维护市场流动性合理充裕，充分发挥货币政策工具精准滴灌作用。

小幅回笼“稳”利率，深化利率市场化改革。1 月 13 日，央行货币政策司司长孙国锋在《健全现代货币政策框架》一文中表示，要完善以公开市场操作利率为短期政策利率和以中期借贷便利（MLF）利率为中期政策利率的央行政策利率体系，有效实现操作目标。日前易纲行长在《人民日报》撰文也表示，要健全利率走廊机制，引导市场利率围绕央行政策利率为中枢波动，深化贷款市场报价利率改革，带动存款利率逐步走向市场化，使央行政策利率通过市场利率向贷款利率和存款利率顺畅传导。2021 年 1 月以来，受 2020 年末央行为维护跨年资金合理充裕进行多次大额投放以及财政存款投放影响，市场资金面较为宽松，DR007 显著低于短期政策利率 2.2%。对此央行采用“少量多次”小幅回笼的方式，引导市场利率缓慢上行，向短期政策利率逐步靠拢。因此当前央行操作符合“稳”字当头下稳定市场利率的要求，有利于引导市场利率围绕政策利率中枢波动。

展望后期：“稳”字当头，短期维护流动性合理充裕，中长期保持货币供应量同名义经济增速基本匹配。当前市场资金面仍较充裕，我们认为从短期来看，央行采用无论是维护基础货币的大额 MLF 操作还是影响货币乘数的全面降准的概率都较小。预计短期内央行仍将采用小额精准投放的逆回购+等额或略超量的 MLF 续作相结合的方式，维护流动性合理充裕。从中长期来看，中央多次提到“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”。1 月 13 日，央行货币政策司司长孙国锋在《健全现代货币政策框架》一文中表示：“基本匹配”并不意味着完全相等，要综合考虑名义经济增速、潜在产出和经济增速目标，基本匹配是



请务必阅读正文之后的免责声明部分

中长期概念。结合当前我国经济稳中向好的恢复态势，我们预计 2021 年内央行将采用“定向降准+MLF 投放”的操作组合维护货币供应量的基本增速。同时在结构上，将进一步发挥货币政策工具的精准滴灌作用，重点支持科技创新、小微企业和绿色发展等领域。

风险提示：货币政策超预期收紧，经济恢复超预期，国内疫情再次爆发。

（证券分析师：李勇）

## 行业

**有色金属行业跟踪周报：持续看好锂钴、铜箔**

投资要点

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 0.68%，有色金属（申万）指数下跌 5.30%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-8.28%、-9.02%、-7.90%、-6.68%、-3.13%和-4.36%。个股涨幅前五的公司为横店东磁、东睦股份、天齐锂业、盛和资源和正海磁材。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价铜价偏弱运行，铜价下跌后下游集中补库，上海库存止增转降；铝价铝价大幅下跌，市场成交惨淡，持货商观望不出货，回收商备货意愿不强；铅价维持区间震荡，铅锭库存或继续去库；本周锌价大幅下挫，接连跌破多个支撑位，预计短期内锌价有下行压力；本周锡价下跌，锡价仍将在强预期与弱现实之间博弈。

贵金属：本周黄金价格震荡运行，美元走强，这使持有无利率黄金的机会成本增加，黄金承压。本周美国将爆发大规模武装抗议，对于美国可能再度爆发冲突的担忧引发市场避险买盘，黄金价格上行。

稀土：本周镨钕市场价格上扬，氧化物现货紧张，持货商捂货惜售，金属厂维持生产适量采购，金属价格随氧化物调整，高位承压，成交有待观望；中重稀土整体偏强，镝铽带涨，涨速较快。

小金属新材料：本周镁锭市场先强后弱；锰矿表现较为疲软，下游采购较为清淡；电解锰市场上涨明显；钒市偏强运行，市场信心尚可，挺价情绪较浓；6、8μm 铜箔价格分别为 10、8.4 万元/吨，较 2020 年 4 月涨价 9.24%、17.41%

锂钴：本周电池级碳酸锂、氢氧化锂价格上涨;本周电解钴现货价格上涨;四氧化三钴价格上涨，预期库存偏紧。

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。美财刺激政提升通胀预期，地缘政治风险持续、中东局势动荡凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。标的关注云南铜业、云铝股份；3）长期看好新能源板块。新能源汽车产销持续走强，拉动锂电上游材料需求，关注超华科技、嘉元科技、诺德股份；锂钴需求高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现。关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

**电子：台积电业绩凸显半导体高景气，设备环节有望充分受益**

投资要点

智能手机和 HPC 需求强劲，带动台积电业绩实现快速增长。2021 年 1 月 14 日台积电公布 2020 年第四季度财报，公司 Q4 营业收入为 126.76 亿美元，接近此前业绩预告上限（127 亿美元），YoY+22%，QoQ+4.4%，主要得益于智能手机和 HPC 市场对 5nm 的强劲需求。公司 Q4 毛利率为 54%，超出此前业绩预告上限（53.5%），YoY+3.8pcts，QoQ+0.6pct，公司营业成本有所改善，但同时也受到了 5nm 爬坡和汇率波动的影响。2020 年，公司营业收入为 45.51 亿美元，YoY+31.4%，毛利率为 53.1%，YoY+7.1pcts，主要得益于较高的产能利用率和成本的优化。

先进制程的营收贡献度进一步提升，5G 智能手机和 HPC 贡献主要营收，Q4 汽车电子开始复苏：从技术节点来看，2020 年第四季度，5nm 制程的营收占比达 20%，QoQ+12pcts，7nm 制程的营收占比为 29%，YoY-6pcts，QoQ-6pcts，16nm 制程的营收占比为 13%，YoY-7pcts，QoQ-5pcts，先进制程（16nm 及更先进制程）的合计营收占比为 62%，YoY+6pcts，QoQ+1pct。从应用领域来看，2020 年第四季度，智能手机的营收占比为 51%，YoY-2pcts，QoQ+5pcts，HPC 的营收占比为 31%，YoY+2pcts，QoQ-6pcts，IoT 的营收占比为 7%，YoY-1pct，QoQ-2pcts，汽车电子的营收占比为 3%，YoY-1pct，QoQ+1pct。

展望 2021，公司资本支出大幅增长，HPC、汽车电子、智能手机提供成长动能：展望 2021 年第一季度，在 HPC 相关需求、汽车电子复苏和智能手机市场季节性波动趋缓的带动下，台积电预计将实现营业收入 127-130 亿美元，毛利率预计为 50.5%-52.5%。展望 2021 年，台积电预计全球半导体市场（不含存储器市场）将增长 8%左右，其中晶圆代工市场有望增长 10%左右，公司预计将以高于晶圆代工市场的增速实现增长。在资本支出方面，2020 年第四季度台积电资本支出为 31.9 亿美元，2020 年资本支出为 172.4 亿美元，预计 2021 年的资本支出将达到 250-280 亿美元，其中 80%用于先进制程，包括 3nm、5nm 和 7nm 制程，10%用于先进封装和掩膜制造，10%用于特殊工艺。

半导体设备市场整体呈现稳步增长，半导体设备市场集中度较高，国产替代空间广阔：受到半导体工艺制程的升级、半导体器件结构的复杂化以及下游晶圆制造产能扩张的推动，半导体设备市场有望保持稳步增长。目前，全球半导体设备市场目前主要由国外厂商主导，行业呈现高度垄断的竞争格局。2018 年全球半导体设备市场中，应用材料、阿斯麦、东京电子、泛林半导体、科天半导体的市占率分别为 17.27%、14.74%、13.45%、13.40%、5.19%。目前我国半导体设备市场的自给率较低，2018 年国产半导体设备销售额约为 109 亿元，自给率约为 13%，国产替代的空间广阔。

投资建议：随着全球半导体设备市场的不断发展和国内半导体设备产业在自主可控进程中的突破，本土半导体设备产业链相关标的有望充分受益，建议关注：北方华创、中微公司、华峰测控、芯源微、万业企业、至纯科技、华海清科、长川科技、晶盛机电等标的。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

**金融供给侧改革追踪：金融机构债委会制度：抱团抵御信用风险，强调打击逃废债！**

事件：1 月 15 日，银保监会、发改委、央行及证监会联合发布《关于印发金融机构债权人委员会工作规程的通知》，总结了前期风险企业债务问题特点及债委会运行过程中的成功经验，根据新形势、新任务的要求，对现有债委会制度进行进一步完善。

投资要点

债委会制度完善，显著有利于金融机构抵御信用违约风险，稳定预期。

2020 年四季度，华晨汽车、永煤控股等多家企业发生债券违约，一度引发市场震动，投资者普遍担心银行、保险、券商等金融机构的表内外资产信用风险，担心落后产能的超预期、集中式出清会冲击金融机构财务指标。更重要的是，违约主体中的国企数量明显增加，且评级良好，这冲击了长期以来的国企信仰，而且市场同时也担忧企业逃废债行为带来的深远影响。

其实，2016 年 7 月银监会已经发布过《关于做好银行业金融机构债权人委员会有关工作的通知》，部署了债委会相关工作。本次新的工作规程对制度进一步完善：1）扩大债委会成员范围，保险、证券期货基金机构均被纳入，包括通过资管产品持有债券的受托管理人，不过目前实操层面，各类债权人金融机构本来也能够参加债委会，只是通常银行持有金额最高，往往是主要参与方。2）新制度强调“分类施策”，特别提出对于扭亏无望、失去生存发展前景的“僵尸企业”或有逃废债行为的企业，原则上不应当作为债务重组对象，这意味着不再无条件救助落后产能，延续了供给侧改革思路。3）针对目前新形势，特别加强了对逃废债的打击和遏制，这是旧制度中所没有提及的内容，能够有力缓解市场投资者对逃废债的担忧。

总体上，金融机构债委会机制的修订将进一步缓释市场对于银行及非银金融机构资产质量的担忧。部分情形下，企业由于短期资金层面或经营层面的原因造成违约，而金融机构抽贷、断贷、抛售债券等行为则可能引发连锁反应，反而造成不可逆的风险升级。所以，债委会制度特别强调协调金融机构整体利益的重要性，不仅能够帮助困难企业提升融资便利性，从长远角度也更有助于金融机构防范信用违约风险。

商业银行表内信用债占金融资产比例约 8%，表外理财中占比超 50%。

存量角度，我们统计了上市银行表内发行主体为企业或公司的债券规模。2019 年末和 2020 年 6 月末上市银行表内合计持有此类债券规模分别为 4.16 万亿和 4.79 万亿，占金融投资资产的比例分别为 7.62%和 8.21%，占总资产的比例分别为 2.21%和 2.36%。总体上，银行表内持有信用债体量较小，主要仍以政府类和各类金融机构债券为主。

不过，商业银行主要在表外理财中持有信用债。根据 2019 年《银行业理财市场报告》披露，非保本理财穿透各类资管产品后，共持有资产余额 26.24 万亿，其中投向信用债及其他债券的资产占比为 51.67%，对应测算规模约 13.56 万亿。不过，该统计口径中还包含商业性金融债、资产支持



请务必阅读正文之后的免责声明部分

证券、外国债券等，因此实际信用债规模可能略低于该数据。

银行出清“落后产能”是长期渐进过程，无需担心其约束银行股估值。

长期以来，市场担忧商业银行（尤其是国有大行）在落后产能及“僵尸企业”出清过程中资产质量隐患暴露，对财务指标形成冲击，这本质上是对银行贷款及资产结构的担忧。但我们认为，这种担忧虽然存在合理性，却不会对银行股估值形成超预期制约：①落后产能出清势必是长期、渐进过程，在此过程中，商业银行的资产结构本身在优化改善，银行的经营特征允许其不断通过新的优质贷款盈利，弥补过去次级贷款的包袱；②落后产能出清本质上让投资者能够更清晰评估资产质量，而本次金融机构债委会制度也明确不会再无条件扶持失去前景的“僵尸企业”，这从长期角度更利好银行的资产负债表修复和估值回升。

供给侧改革以来，商业银行投放的“两高一剩”企业信用风险已经逐步暴露，制造业贷款不良率 2015 年以来上行，但实际上银行一直都在逐步清退落后产能信贷，以四大国有银行为例，2019 年以来制造业贷款不良率已经开始企稳下行。我们判断，2021 年货币环境总体上边际收紧后，银行表内仍将缓慢出清落后产能，但考虑宏观经济修复、新经济融资需求旺盛，判断 2021 年并不会出现集中式、大规模的资产质量压力。

投资建议：银行股资产质量“春暖”，业绩“花开”，坚定推荐银行板块。

近期银行股持续上涨，以招商银行为代表的头部银行领涨，当前位置我们继续坚定推荐银行股：①四季度优质银行业绩增速大幅转正，近期部分银行业绩快报催化板块行情；②调研反馈 2021 年对公信贷需求旺盛，贷款利率企稳，预计银行利差也将企稳；③充分计提减值后，优质银行的资产质量压力大幅缓解。

当前我们重点推荐：①三大核心零售银行招商银行、平安银行、宁波银行；②国有大行中基本面优质的建设银行、估值性价比最高的农业银行；③此前短期经营承压、三季报后超跌的常熟银行。此外，建议关注低估值的上海银行、南京银行、浦发银行。

风险提示：1）宏观经济走势不及预期造成银行资产质量承压；2）银行贷款利率持续下行，利差再度收窄；3）银行利润持续下滑。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

**社服新消费行业周报：首部化妆品注册备案办法亮相，王府井布局岛民免税**

投资要点

本周专题：首部化妆品注册备案管理规章亮相

21 年 1 月 12 日国家市场监督管理总局颁布总局令，称《化妆品注册备案管理办法》已审议通过，自 2021 年 5 月 1 日起施行。《办法》共六章 63 条，对化妆品新原料注册和备案管理、化妆品注册和备案管理、监督管理、法律责任等各方面均作出明确规定。正式通过的《办法》与征求意见稿相比有不小变化。

修订后的《条例》建立了以注册人、备案人为质量安全责任主体的注册备案管理制度，明确了化妆品、化妆品新原料注册备案程序和要求，确定了一系列新理念、新制度、新机制，需要制定配套规章进一步细化注



请务必阅读正文之后的免责声明部分

册备案管理工作规定。

投资建议：化妆品新规章陆续出台，行业逐步趋向于规范化，对产品、渠道等多方面均提出更高要求，行业的技术壁垒也相应加强。具有强研发实力的优质企业有望受益于行业的成长。我们长期看好国货美妆景气和国产替代大趋势，继续推荐珀莱雅、爱美客、华熙生物、青松股份、丸美股份、上海家化等，关注已过会的拟上市企业贝泰妮、创尔生物。

本周观点：多地相继发生聚集性疫情，各地防控力度相应加强，短期冲击餐饮文旅等板块。但龙头逆势成长能力已验证，长期竞争优势仍然显著。中长期而言，疫后顺周期和服务消费成长仍是 2021 主旋律，叠加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、行业高景气叠加国产替代的美妆和免税、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。

本周动态：珀莱雅高管拟减持，王府井布局海南岛民免税

珀莱雅：管理层拟集中减持，无碍中长期向上，渠道产品齐发力

公司发布减持计划公告，实际控制人侯军呈先生、方爱琴女士以及董事兼副总经理曹良国先生等 6 位因自身资金需求，拟通过集中竞价的方式，合计共将减持约 2.07%。减持系管理层自身资金诉求，对经营基本面无重大影响。据淘数据统计，珀莱雅猫旗 12 月 GMV 同比+30.7%，全年 GMV13.8 亿（+26.44%）。同时年末上新红宝石面霜，实现产品成分与功效的再升级，奠定中高端化趋势，有望成为公司下一个明星单品。坚定看好公司在行业高景气红利下的多品牌矩阵建设，继续推荐。

王府井：携手海南橡胶，进军海南岛民免税

王府井拟与海南橡胶签署投资合作协议，合资成立海南王府井海垦免税品公司及海南海垦王府井日用免税品经营公司，以运营海南省岛内免税和岛内日用免税品。这是王府井首个免税项目，而岛内免税是自贸港建设方案下的制度创新，潜力十足。王府井作为百货业态龙头，拥有丰富的零售经验和国内外顶尖品牌的供应链能力，在市内和离岛居民免税业态的积极布局下，看好公司发展前景，建议关注。

风险提示：宏观经济波动的风险，行业竞争加剧等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

**电子行业周报：三星 Galaxy S21 系列手机正式发布，开启 2021 手机争锋序曲**

投资要点

北京时间 2020 年 1 月 14 日晚，三星召开了新品发布会，正式推出了 GalaxyS21 系列手机。在外观方面，GalaxyS21 系列加入撞色拼接设计；在屏幕方面，S21 采用一块 6.2 英寸居中打孔直屏；在核心配置方面，GalaxyS21/S21+/S21UItra 均搭载了骁龙 888 处理器；在相机方面，S21/S21+采用后置三摄方案，S21UItra 后置配备 4 枚镜头。除 GalaxyS21 系列外，三星更新了 GalaxyBuds 产品线，推出了 Pro 版本。

骁龙 888 旗舰 iQOO7 正式发布：1 月 11 日晚，iQOO 新品发布会在线上



请务必阅读正文之后的免责声明部分

开启，骁龙 888 旗舰 iQOO7 正式登场，在外观设计、续航能力、影像能力等多方面为用户带来全新体验。

RedmiK40 系列将于下个月正式亮相：1 月 11 日下午，Redmi 红米手机官方在微博上正式宣布，万众期待的 RedmiK40 系列将于下个月正式亮相，定价 2999 元起。

vivoX60Pro+新品发布会将于 1 月 21 日举办：1 月 15 日，vivo 正式官宣，vivoX60Pro+新品发布会将于 1 月 21 日晚 19:30 分举办，这是 X60 系列中最重磅的新品。

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

风险提示：汇率波动风险；疫情使全球经济下滑；行业变化较快及市场竞争加剧。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

**化工行业 2021 年 1 月第 3 周周报：本周个股分化显著，可降解塑料供不应求**

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3,566.38，本周累计下跌 0.10%，深证成指本周下跌 1.88%，化工板块（申万）下跌 0.81%。

本周化工个股表现：本周化工板块涨幅居前的个股有洁特生物、ST 亚星、东方材料、裕兴股份、赛轮轮胎、*ST 瀚叶、鼎龙股份、丹化科技、金丹科技、丹科 B 股。其中我们重点跟踪推荐的赛轮轮胎是此轮美国双反的最大收益标的，且具备低估值属性，本周累计涨幅 22.19%；此外，2021 年 1 月 1 日起多地“禁塑令”正式实施，可降解塑料供不应求，金丹科技、金发科技为代表的可降解塑料标的本周走势较好；受固态电池的影响，锂电隔膜、电解液标的（奥克股份、新宙邦、星源材质、恩捷股份等）本周回调较大。

本周原油市场动态：市场对疫情担忧与期待需求复苏之间博弈，原油市场震荡，本周 ICE 布油报收 55.10 美元/桶（-1.59%）；WTI 原油报收 52.36 美元/桶（+0.23%）。

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钛精矿(+20.0%)、醋酸乙烯(+7.9%)、丁酮(+7.6%)、腈纶毛条(+5.2%)、二氯甲烷(+4.6%)。钛白粉需求持续回升，钛矿进口仍然受疫情影响，钛精矿近期维持高位。

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



请务必阅读正文之后的免责声明部分

济复苏或将成为全年投资主线，顺周期化工品有望迎来主动补库存行情；成长主线中，面对美国制裁和全球贸易的不确定性，高科技产业配套材料的自控可控将持续带来电子化学品国产化率的提升，此外，可降解塑料、尾气催化材料、减隔震等行业扩容也为行业龙头带来成长性。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股万华化学、龙蟒佰利、三友化工、赛轮轮胎，另外推荐技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和震安科技。

风险提示：油价大幅波动；海外经济复苏不及预期；贸易战形势恶化。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

**通信行业跟踪周报：本周专题：分布式云促进云边协同，超级自动化助力企业数字化转型，持续关注相关赛道优质标的**

投资要点

本周策略观点：1、分布式云将成为云计算未来趋势，助力行业转型升级：分布式云具备更高的可扩展性、容错率、经济效益和更低的时延等优势，将进一步推进云边协同，促进云计算发展。2、政策持续推进，超级自动化助力企业数字化转型：当前政策持续推进企业数字化转型，人工智能与自动化流程相结合形成的超级自动化成为自动化发展趋势，将进一步助力企业数字化转型进程。3、工信部发布工业互联网创新发展行动计划，支持建设 5G 全连接工厂：政府持续推进以 5G 技术实现工业互联网，将进一步带动 5G 基础设施和下游企业端应用发展，建议持续关注云计算、行业数字化转型和工业互联网等赛道优质标的。

行业动态及点评：工信部发布工业互联网创新发展行动计划，支持建设 5G 全连接工厂；工信部：2022 年初步建立物联网基础安全标准体系。

行业前瞻：科技新基建大会（2021.1.22），2021 年上海世界移动通信大会（2021.2.23-25）

首推组合：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；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、中国联通、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；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；UWB：浩云科技；低轨卫星：和而泰、华力创通、海格通信、中国卫星、中国卫通。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；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）指数上涨 1.65%；沪深 300 指数下跌 0.68%；行业跑赢大盘 2.33pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 0.96%，年初至今上涨 27.60%。

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）

**钢铁行业跟踪周报：国内淡季 vs 海外需求增长**

【内容摘要】：

行情回顾：本周申万钢铁下跌 1.5%，落后上证综指 1.4%。涨幅居前的个股为 ST 胜尔（12.0%）、久立特材（10.4%）、柳钢股份（6.8%）。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-2.1%、-3.6%、-0.9%、-7.5%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-40.5%、-54.7%。

行业跟踪：本周钢材社会库存 944 万吨，环比增 5.0%；其中长材库存 525 万吨，环比增 7.1%；板材库存 419 万吨，环比增 2.5%。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 1.4 万吨，环比降 25.8%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 83.1%，环比降 0.2pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 67.9%，环比降 0.7pct。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 469、562、912、457 元/吨，环比分别-15.7%、-18.8%、-14.8%、-14.0%。

本周观点

国内钢材市场全面步入淡季。随着气温下降，国内钢材需求步入全面淡季，近两周跟踪的现货成交量、钢贸出货量明显回落，加之流通环节追涨情绪退潮，钢价大幅回调。不过与此同时，供给端也有所收缩，目前除冷轧外，几乎所有品种开工率呈现缓慢回落态势，由此导致淡季库存增幅并不大，弱于去年，社会库存同比增速预计在 1 月底有望转负。

海外需求持续上升。相比国内而言，海外钢铁需求旺盛，目前跟踪的几乎全部海外主流钢材价格均呈现上升态势，包括上游原材料如废钢等近期亦大幅补涨，目前已经逼近国内价位；海外成品钢材价格已经高于国内 100 美元/吨，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。

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。

【摘要结束】



请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：杨件）

**汽车行业周报：12 月批发销量同比+6.8%，全面看多**

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 0.4%，跑赢大盘 0.7pct。除了 SW 商用载货车、SW 汽车零部件 III 以外，其余汽车子板块呈下跌形态，SW 商用载客车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 11 名，排名靠前。估值上，整体有所上升，SW 商用载客车幅度最大。横向比较，乘用车板块估值在 PE 方面高于白色家电低于白酒，PB 方面仍低于白色家电和白酒。汽车零部件板块估值（PE 和 PB）均低于计算机和传媒。

景气跟踪

销量：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 1-10 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 1-10 日乘用车零售销量日均 47157 辆，同比下降 7%，月度累计零售销量日均 47157 辆，同比下降 7%。1 月 1-10 日乘用车批发销量日均 44831 辆，同比下降 17%，月度累计批发销量日均 44831 辆，同比下降 17%。12 月全国乘用车销量实现 231.4 万辆，同比+6.8%。

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：12 月折扣率小幅增加。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。12 月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 11.23%，环比 12 月上旬+0.15pct。2）部分车企 12 月下旬折扣率增加，幅度较大的是上汽乘用+广汽本田+长城汽车+吉利汽车+长安福特，北京奔驰+华晨宝马+广汽丰田折扣率小幅下降。

重点关注

1 月 10 日，蔚来汽车发布首款 C 级轿车 ET7；1 月 11 日，吉利汽车宣布与百度组建智能电动汽车公司，成为百度电动汽车公司的战略合作伙伴；1 月 13 日，智己汽车首发两款量产定型车，新车搭载上汽与宁德时代共同开发的首次采用“掺硅补锂”技术的电池；1 月 14 日，上汽通用上汽通用五菱荣获 2020 年中国纯电动汽车销量冠军。

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。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：黄细里）

**商业贸易行业周报(2021 年第 3 期):微信加大对第三方外链的整治力度，未来微信内部或将崛起新的内容及电商平台**

行业观点:

微信 1 月 13 日公告，对多个第三方平台的违规外链进行封禁，截至 1 月 16 日其中大部分已整改并解封。该事件影响范围主要为违规引流的第三方 APP，包含腾讯系和非腾讯系的多个互联网产品：QQ 音乐、QQ 浏览器、知乎、好看视频、小红书、多多直播（拼多多旗下直播）等。对被封禁的外链，微信不再提供微信内直接打开的服务，用户需点击“继续访问”或者通过“复制链接在浏览器中打开”进行访问。经我们测试，以上外链目前大部分已完成整改并申请解封，均可在微信环境下正常打开，且未再出现微信公告中提及的违规行为。

以上产品外链被封禁是因为违反《微信外部链接内容管理规范》相关内容，包括外链内容标题、页面文案、按钮说明、文字提示等与其实际效果不符，误导用户点击、下载或跳转到外部 APP，以及通过技术手段进行各类恶意绕开和对抗管理条例等。违规案例包括：QQ 音乐打开页面后自动弹出离开微信的选项框，快手选项框模仿微信 UI，知乎点击“展开阅读全文”弹出离开微信选项框等。

此次封禁或表明，微信团队正在持续加强执行《外链管理规范》整治违规外联的力度，未来外部平台从微信中获得的流量或将越来越有限，而微信内部有望崛起新的内容平台及电商平台。微信生态所拥有的巨量私域流量，一直是各大互联网企业运营必争之地。2020 年 9 月 23 日开始执行的《微信外部链接内容管理规范》封禁了砍价、利益诱导下载、违规拼团、各种形式的好友助力、种树/养鸡/养宠物等拉新玩法。此次严厉的封禁公告或表明微信正持续加强对违规外链的政治力度，一方面迫使第三方平台持续规范在微信生态中的引流行为，另一方面也关紧微信流量外泄的闸门。我们认为，未来外部产品从微信中获得的流量或越来越有限，而微信生态内部或将有新的内容平台、购物商城崛起。

近期报告:

《国联股份发布业绩预告，全年归母净利润同比增长约 90%超预期》：预计 2020 年度实现收入 170 至 172 亿元，同比增长 136.19%至 138.97%；归母净利润 3.00 至 3.05 亿元，同比增长 88.75%至 91.89%。

投资建议:

随着微信生态圈内的内容平台、购物微商城的不断崛起，相关服务商有望直接受益。建议持续关注帮助商家开设微信小程序微商城，并提供一站式运营服务的 SaaS 服务商中国有赞、微盟集团等。

建议关注：上市公司波司登、华熙生物、珀莱雅、中国有赞和微盟集团。

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）

**医药生物行业：CXO 景气度持续高涨，重点推荐药明康德、凯莱英等！**

本周生物医药指数下跌 2.41%，板块表现弱于沪深 300 的 0.68%的跌幅。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

2021 年尽管受到创新药医保国谈、器械国采等影响，创新药国谈进医保后放量将会明显提速，信达生物 PD1 为典型代表、期待恒瑞医药 PD1 21 年放量，另外创新药公司必须考虑国际化战略方有未来，其中恒瑞有三个处于海外临床；CXO 领域受益于全球研发高投入及融资创新高，国内 CXO 公司高景气度；器械耗材国采扩面必然趋势，最终体现为成本、产品线及国际化能力的较量，但部分标的已经超跌，如康基医疗、乐普医疗等。尽管医药板块估值较贵，但其增长的确定性成为众多机构投资者重配方向；消费升级及高端制造板块机会可能更多，科技创新领域高成长创新药及疫苗也会有大机会。基于上述判断，2021 年重点推荐十支个股：恒瑞医药、信达生物、长春高新、智飞生物、康泰生物、迈瑞医疗、药明康德、爱美客、爱尔眼科、益丰药房。

CXO 公司的α来自哪里？第一，专业性。在医药研发高度分工的背景下，龙头公司有着更为深厚的客户资源和人才优势，可以更为效率地精进自身能力，帮助药企在研发过程中减少费用和加快进度。当前，不仅 Big Pharma 更加愿意和长期战略 CXO 公司合作，而且中小 biotech 公司由于更加专注于企业研发环节，也倾向于找龙头 CXO 公司。第二，规模优势。CRO 企业是人力密集型行业，在企业做大后，往往面临管理边界扩大的人员管理难题，人均创收不一定向好。相反，CDMO 公司可在生产交付订单的过程中不断优化工艺，从而一方面扩大产能，另一方面获取更多高附加值的订单，体现了 CDMO 企业与单纯专利药合同生产企业（CMO）的区别。第三，龙头公司在平台化下商业模式的多样性。CXO 在新药研发生产中，对服务药品和客户往往具备更深的理解，在龙头公司可以衍生出较多的商业模式。综上，我们重点推荐 cxo 一线龙头企业药明康德、凯莱英，以及特色领域具备优势的九洲药业、药石科技、昭衍新药等标的。

复星凯特 CAR-T 产品即将上市，默沙东 15 价肺炎链球菌疫苗已递交的生物制品许可申请。国内首款复星凯特 CAR-T 产品阿基仑赛注射液的上市申请已经进入审批阶段，预计将在近日获批。另外，复星医药其子公司复宏汉霖研制的重组抗 CD38 全人单克隆抗体注射液（HLX15）获批临床，即将开展治疗多发性骨髓瘤临床试验。海外方面，默沙东公司宣布 FDA 已经接受该公司为在研 15 价肺炎链球菌疫苗 V114 递交的生物制品许可申请用于在 18 岁以上成人中预防侵袭性肺炎球菌疾病，预计在今年 7 月获得批复。

具体配置思路。1）创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、亿帆医药等；2）原料药领域：普洛药业、华海药业、美诺华、九洲药业等；3）疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；4）生长激素领域：长春高新、安科生物等；5）苏州创新药领域：信达生物、康宁杰瑞、泽璟制药等；6）医疗服务领域：信邦制药、通策医疗、爱尔眼科等；7）药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；8）医美领域：爱美客、华熙生物等；9）医疗器械领域：眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退；医保政策进一步严厉等。

（证券分析师：朱国广）



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**教育行业周报（2021 年第 3 期）：教育行业解析：独立学院转设是个啥？**

本周观点

本周多所上市公司旗下独立学院转设获批通过：本周中教控股旗下的独立学院重庆翻译学院和广州松田学院的转设均获得教育部公示批准通过，分别重新更名为重庆外语外事学院和广州应用科技学院。中汇集团旗下的华商学院也完成了独立学院转设，重新更名为广州华商学院。

18 年以来独立学院转设加速，2020 年下半年获批通过的学校总数超过以往总和。独立学院应运时代背景而生。究其出发点，独立学院的雏形是基于适应高等教育大众化进程的需要和弥补公共财政对高等教育投入的不足而产生的。2018 年以来，在政策的引导下，独立学院转设加速，截至 2020 年 12 月 25 日，2020 年全国已有 68 所独立学院完成转设方案批复工作，其中转民办普通本科高校 39 所，转地方公办高校 19 所。光 2020 年 11 月 11 日当日审批通过的独立学院转设便达到 21 所，12 月 24 日当日审批通过 33 所独立学院。

独立学院转设加速增加了高校公司可并购标的：教育部文件指出无社会举办方的独立学院不得以任何方式将举办权转让给其他组织和个人，独立学院转设加速有望将新增一批潜在的并购标的。

高校公司旗下的独立学院转设成功后利润率提升空间大，内生增长预期增强：1）独立学院转设后高校公司可以节约支付给大校的管理费用支出，提升上市公司利润率。2）转设后学费和学额的增长潜力大幅提升，专业设置和招生更加灵活。

近期研究汇总

A 股第一个独立 IPO 的教育培训公司，IT 培训龙头传智教育上市扬帆：本周二传智教育 A 股上市。公司是国内领先的非学历 IT 教育培训机构，创始人有丰富的 IT 从业经验，公司以就业为导向，在全国现有 19 所分校。2019 年实现收入 9.2 亿元，排名 IT 培训行业第二，公司主要业务包括 IT 短期培训（2019 年收入占比 96%），非学历高等教育和少儿编程，未来有望实现 IT 培训全赛道布局，我们认为公司有较为深厚的校企关系和行业影响力，有较强的营销能力，同时受益于 IT 培训行业的火热，未来业绩可期。更重要的是，公司是 A 股第一家通过 IPO 上市的企业，为 A 股教育公司资产证券化打开了新路径，有重要的行业意义。

建议关注标的：中公教育，传智教育，中教控股，华夏视听教育，中国东方教育，中汇集团等

风险提示：疫情反复，民促法尚未落地，收并购整合风险等

（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）

**机械设备行业跟踪周报：半导体设备板块基本面明显改善，油气行业回暖看好设备龙头价值重估**

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【先导智能】【杭可科技】【柏楚电子】

【杰瑞股份】【晶盛机电】【恒立液压】【浙江鼎力】【华测检测】



请务必阅读正文之后的免责声明部分

2.投资要点

【半导体设备】关注受益台积电 CAPEX 加速的设备公司+基本面明显变化的设备板块

台积电在 14 号电话会议中，上修 2021 年 CAPEX 为 250-280 亿美元，同比 2020 年+45%到+63%；利好其所有设备供应商。全球半导体设备龙头，AMAT、ASML、LAM、KLA、DNS 等最为受益。此外，中微公司的【刻蚀机】已进入台积电先进制程，华峰测控的【测试机】，芯源微均进入其供应商体系，也会有一定程度受益。

晶圆制造环节：美国制裁背景下，中微公司和北方华创承担着国内 FAB 厂设备采购的重要角色。在下游汽车和消费电子需求爆发的前提下，国内 FAB 厂 8 寸和 12 寸产线产能严重紧张，尤其是 8 寸线。我们看好 2021 年设备订单需求爆发，同时在美国制裁影响下，国产新机台的验证周期有望加速，倒逼国产设备采购量上一个新的量级。

最容易国产化的清洗机和测试机有望率先实现全面国产化。相比较刻蚀机、光刻机和 CVD 的技术难度，清洗机和测试机的相对容易全面国产化。清洗机环节，国内年市场空间 50-70 亿元人民币，2020 年的国产率仅 10%。盛美 2020 年在招标网披露口径在长江存储，华虹，华力微的中标率超 20%。【至纯科技】12 月 31 日微信公众号提到 2020 年单片式清洗机订单已经超 10 台，累计超 3 亿元。随着国内清洗机公司的进步加速，我们判断 2025 年左右可以实现绝大多数清洗机机型的国产化。

半导体封测行业，显示封测行业高景气。【华峰测控】是国内最大的半导体测试系统本土供应商，在国内模拟类测试设备细分领域市占率达 40%。测试机空间大、进口替代相对难度较小。公司在第三代半导体检测领域卡位较早，产品已得到大客户认可，未来 3-5 年，公司有望成为 GaN 等新兴领域的全球设备龙头。

硅片环节设备龙头【晶盛机电】也值得重点关注。8 寸硅片设备几乎 100%全覆盖，12 寸核心设备长晶炉，多款抛光机已经获得客户订单，其他辅助设备均实现突破。未来大硅片国产化势在必行，除中环外的其他国产硅片厂扩产均有望采购晶盛机电设备。

【油气设备】看好行业回暖，全球油气设备龙头【杰瑞股份】价值将重估

看好油价恢复至成本中枢以上，全球油气资本开支将回温。2020 年全球油气资本开支同比下滑 19%，疫情结束需求恢复后将会导致供需紧张，我们判断油价将修复，中期稳定在成本中枢以上（50 美元/桶），驱动 2021 年海外油气巨头资本开支回升。近期受新冠疫苗交付+OPEC 减产协议延长利好，国际油价逐步回温至 50 美元/桶以上，带动北美压裂作业温和回暖，根据 BAKERHUGHESINCORPORATED 统计，全美活跃钻机数由 7 月底的 251 台已回升至 12 月中旬的 346 台。

龙头基本面无惧油价波动，国内能源保供政策持续支撑。公司受油价下行影响明显趋弱。2020 年油价由 60 美元/桶以上下滑至低点 19.6 美元/桶，但 2020Q1-Q3 公司实现收入同比+28%，归母净利润同比+23%，合同负债仍实现同比+10.5%。本轮周期主要由国内能源保供政策驱动，目前国



请务必阅读正文之后的免责声明部分

内原油产量距离 2 亿吨红线仍有差距，三桶油盈利已恢复安全边际，保供政策将继续为油气开采形成强支撑。

新产品具备全球竞争力，海外扩张有望再造一个杰瑞。【杰瑞股份】2019 年 4 月发布的全球首个电驱压裂成套设备，与 2019 年 11 月全球单机功率最大的涡轮压裂设备在美国批量销售，展现出公司在新型压裂设备方面已处于全球领先地位。北美市场空间更广，且降本需求大，公司新型产品技术领先、产品特点切合北美需求，渗透率有望提升。对标哈里伯顿、GE 等海外竞争对手，公司目前收入体量较小，我们看好公司在北美市场的业绩释放潜力。

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）

**电气设备行业点评：电动车 12 月销量点评：12 月创新高，全年销量再超预期**

投资要点

12 月电动车销量 24.8 万辆，同环比+49.5%/+22.0%，全年电动车销量 136.7 万辆，同比增长 10.9%，再超预期。根据中汽协数据，12 月新能源汽车产量为 23.5 万辆，同比增加 55.7%，环比增加 17.3%；销量为 24.8 万辆，同比上升 49.5%，环比上升 22%，再创新高。12 月新能源乘用车销量为 22.6 万辆，同比上升 76.9%，环比提升 19.4%；产量为 21.4 万辆，同比上升 88.3%。12 月新能源商用车销量约为 2.2 万辆，同比下降 41.4%，环比提升 55.7%；产量为 2.1 万辆，同比下降 43.7%，环比提升 38.5%。2020 年全年电动车累计生产 136.6 万辆，同比上升 7.5%；累计销售 136.7 万辆，同比提升 10.9%，其中乘用车累计销量 124.6 万辆，同比提升 14.6%，商用车 12.1 万辆，同比减少 17.2%。

分车企类型看，全年新势力及特斯拉占比大幅提升，toc 端需求开始爆发。1-12 月自主车企销售 70.78 万辆，同比下跌 18%，累计市占率 61%，同比下降 20.51pct，自主品牌受比亚迪、五菱宏光的拉动，Q4 占比提升明显；新势力全年销售 16.44 万辆，同比大涨 135%，累计市占率 14%，同比上升 7.44pct，新势力正稳步提升市占率；合资车企全年售 15.83 万辆，同比上升 26%，累计市占率 14%，同比上升 2.2pct；得益于中国工厂产能落地，特斯拉全年累计销 13.8 万辆，同比大增 14778%，累计占比 12%，同比上升 11.69pct。

从车企角度来看，上通五菱、比亚迪位稳居前 2，特斯拉年底冲量，位居第三。上通五菱受益于宏光 MINI 大卖，12 月销量 4.1 万辆，同比大增 392%，环比增加 14%，位居第一名，占比 20%，全年累计销量 16.56 万辆，同比大涨 176%，累计市占率 14%，位居第二；比亚迪受益于汉放量，12 月销量 2.8 万辆，同比增加 162%，环比增加 8%，占比 14%，位居第二，全年累计售 18.32 万辆，同比下降 17%，累计市占率 16%，位居第一；特斯拉中国 12 月销量 2.38 万辆，同比大增 2465%，环比提升 10%，市占率 12%，位居第三，全年累计销售 13.8 万辆，同比大增 14778%，累计占比 12%，位居第三；新势力再创新高，达成全年目标。蔚来汽车 12 月销量 7007 辆，同比增加 121%，环比增加 32%，本月市占率 3%，全年销量



请务必阅读正文之后的免责声明部分

4.37 万辆，同比大增 109%，占比 4%，超 4.3 万辆目标；小鹏汽车 12 月销量 6420 辆，环比增加 38%，市占率 3%，全年售 2.64 万辆，同比上涨 59%，累计市占率 2%，超 2.4 万辆目标；理想汽车 12 月销量 6126 辆，环比提升 32%，本月市占率 3%，全年销售 3.26 万辆，占比 3%，超 3 万辆目标。

投资建议

12 月国内、欧洲销量超预期，一季度排产环比不降，21 年需求高增长，产业链供需偏紧，全面看好电动车，继续强烈推荐三条主线：一是特斯拉及欧洲电动车供应商（宁德时代、亿纬锂能、天赐材料、容百科技、新宙邦、璞泰来、科达利、当升科技、三花智控、宏发股份、汇川技术、恩捷股份、欣旺达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、新宙邦、华友钴业、容百科技、当升科技，关注天齐锂业、赣锋锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、欣旺达，关注德方纳米、诺德股份、嘉元科技、国轩高科、孚能科技、中科电气、天奈科技、星源材质）。

风险提示：电动车销量不达预期，政策力度不达预期，降价幅度超预期

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

**汽车行业月报：12 月产批零超预期增长**

投资要点

产销层面：产批零售超预期增长

12 月狭义乘用车产量实现 229.9 万辆（同比+10.7%，环比+1.0%），1-12 月累计生产 1945.3 万辆，同比下降 6.2%。批发销量实现 231.4 万辆（同比+6.8%，环比+2.3%），1-12 月累计批发销量 1976.3 万辆，同比下降 6.3%。其中新能源乘用车批发 21.0 万辆（同比+53.6%，环比+15.6%）。交强险口径：狭义乘用车零售销量实现 256.7 万辆（同比+9.2%，环比+32.6%），其中新能源零售实现 22.9 万辆，宏光 mini/Model3/欧拉黑猫分列前三，自主整体强于合资。12 月 SUV 市场自主/日系份额上升；轿车市场德系/日系份额下降。12 月消费结构变化中，中高端消费占比提升，低端消费占比下降。重点车企产销层面，上汽长城+比亚迪+上汽通用+东风本田表现较好。

库存层面：企业库存减少 3.8 万辆，渠道库存减少 18.4 万辆

12 月传统车企业库存减少 3.8 万辆，2015 年 1 月以来累计为-48 万辆（2015 年以来历史同期最低值）。12 月渠道库存减少 18.4 万辆，2015 年 1 月以来累计为 381 万辆，渠道库存系数为 2.2 月。新能源乘用车 12 月库存减少 1.5 万辆，2015 年 1 月以来累计为 49.1 万辆，历史高位。主流自主&合资品牌小幅补去。自主中奇瑞/比亚迪/上汽库存系数较高，合资中上汽大众库存系数较高。

价格层面：12 月折扣率小幅攀升，豪华品牌折扣率开始下降

12 月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 11.23%，环比 12 月上旬+0.15pct。2）部分车企 12 月下旬折扣



请务必阅读正文之后的免责声明部分

率增加，幅度较大的是上汽乘用+广汽本田+长城汽车+吉利汽车+长安福特，北京奔驰+华晨宝马+广汽丰田折扣率微降。

投资建议：全面看多汽车板块

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：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

## 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



请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

**拓普集团（601689）：Q4 业绩靓丽，2021 年更值期待**

投资要点

公告要点：公司预计 2020 年实现归母净利润 6.1-6.5 亿元，同比增长 33.71%-42.48%，扣非归母净利润为 5.6-6.0 亿元，同比增长 35.09%-44.74%。业绩超预期 5.0%（依业绩预告中值），主要系下游新能源销量尤其特斯拉市场表现远超预期。

Q4 业绩同比涨幅扩大，全年利润领先行业，超预期增长。公司 Q1-Q3 归母净利润同比依次为+0.1%/+5.3%/+35.3%，扣非归母净利润同比依次为-0.2%/-0.5%/+38.3%。Q4 净利润实现 2.2-2.6 亿元，同比增长 87.0%-120.6%，扣非归母净利润为 2.0-2.4 亿元，同比增长 103.0%-143.4%，增速大幅提升，改善明显。核心原因为：1）随疫情逐步控制，下游乘用车需求加速复苏。Q4 全国乘用车产量实现 661 万辆，同比+7.5%，Q1-Q3 产量同比依次为-48.7%/+4.9%/+7.0%；Q4 批发销量实现 665 万辆，同比+9.2%，Q1-Q3 批发同比依次为-45.4%/+1.3%/+7.5%，疫情后需求复苏+消费旺季来临双因素下下游需求持续改善。2）公司主要客户上升明显。其中，吉利汽车 Q4 销量 44.5 万辆，同比+10.23%，环比+28.90%；上汽通用 Q4 销量 51.6 万辆，同比+35.54%，环比+30.49%；Q4 特斯拉全球销量 15.4 万辆，同比+65.59%，环比+27.27%。

展望 2021 年：继续跟随特斯拉释放业绩，将迎高增长。2016 年以来公司一直处于持续产能扩张阶段，尤其在 2018-2019 年周期下行时仍逆势扩张，2020 年开始迎来业绩持续丰收期。2021 年核心看点：1）跟随特斯拉全球高增长，公司内饰-轻量化-热管理等多个业务迎来高增长，是本轮周期最大增量客户。2）随着其他国内外造车新势力的崛起，公司业务合作也将有望进入全面开花阶段。3）传统车企客户随着下游需求复苏而回暖，德系-日系客户也有望进一步突破。4）产品线角度，轻量化底盘和热管理将是公司核心增量。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议：看好拓普的长期发展！新四化变革下全球汽车产业正解构与重构中，国内汽车零部件迎来全球产业链分工快速向上的绝佳机遇，"战略-技术-客户”全方面能力优秀的公司将充分受益本轮行业红利。拓普作为多品类零部件赛道的优秀选手，精准定位于自身能力擅长的硬件/机电一体化产品的模块化供应商，逆势提前部署产能和资金，积极拥抱全球新势力车企，将迎来新一轮高增长，迎来业绩与估值的戴维斯双击。预计公司 2020-2022 年营业收入为 62.48/100.79/132.26 亿元，同比 +16.6%/+61.3%/+31.2%；归母净利润为 6.27/11.09/15.13 亿元，同比 +37.5%/+76.8%/+36.4%；对应 EPS 为 0.59/1.05/1.43 元，对应 PE 为 72.72/41.13/30.16 倍。维持“买入”评级。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；疫情控制低于预期。

（证券分析师：黄细里）

**超华科技（002288）：全产业链布局的铜箔潜在龙头**

投资要点

铜箔行业头部，CCL、PCB 业务领先。超华科技主要从事高精度电子铜箔、各类覆铜板（CCL）和印制电路板（PCB）的研发、生产和销售。公司整合产业链、地区、客户、研发优势，横跨铜箔、覆铜板、印制线路板三大行业，顺应新能源汽车、5G 及 IDC 趋势，升级产品，配合下游高端需求。

新能源电池和 5G 需求上升，6μm 铜箔成为新增长点。近年来，政策面拉动新能源汽车销量稳步增长，锂电铜箔需求量未来五年复合增长率预测达 31.8%；同时我国 5G 基站建设加快，高频高速 PCB 用铜箔市场需求也出现了迅速增加趋势。供给端铜箔企业产能跟随扩张，超薄化成为行业趋势，6μm 锂电铜箔未来有望出现供需缺口。

铜箔业务成为主力，8000 吨高精度项目已投产。2019 年公司铜箔业务收入达到 4.93 亿元，成为公司第一大主营业务；2020 年 11 月，公司新增 8000 吨的铜箔产能，目前铜箔产能已达 20000 吨。公司产品升级加快，已具备 6μm 锂电铜箔的量产能力，且 5G 用相关铜箔也将快速放量。

高端 CCL 进口替代潜力大。CCL 行业供不应求，头部公司产能利用率高。IDC 基建推动高频高速覆铜板建设。公司正加速纳米纸基高频高速覆铜板的研发与生产，未来有较大的进口替代空间，且 CCL 业务毛利率逐年稳步爬升。

PCB 高端产品需求不断提高。PCB 下游产品需求升级，中高端产品市场潜力巨大。公司 PCB 业务不断往高系统集成化、高性能化发展，毛利率稳步提升。

三年诉讼期已过，公司有望回归平稳经营。2017 年 12 月 15 日公司因虚假陈述被证监会处罚，诉讼期已于 2020 年 12 月 15 日到期。截至 2020 年 7 月 1 日，上述投资者诉讼案基本履行完毕，累计赔付金额 9700 余万元。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 13.63 亿元、



请务必阅读正文之后的免责声明部分

17.37 亿元、20.75 亿元，同比增速分别为 3.2%、27.4%、19.4%；实现归属母公司股东净利润分别为 0.49 亿元、2.25 亿元、3.10 亿元，同比增速分别为 163.3%、361.2%、38.1%，对应 PE 分别为 179.74、38.98、28.22 倍。考虑铜箔、覆铜板全产业链景气度提升，价格逐步上涨；公司铜箔产量迎来增长，且诉讼问题基本得到解决，营业外支出减少；故首次覆盖给予公司“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动及供应的风险、宏观经济形势变化的风险和国际贸易环境变化的风险。

（证券分析师：杨件）

**湖南海利（600731）：业绩指引超预期，质地变化值得注意**

事件：

公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年度归母净利润为 2.70 亿元到 3.10 亿元，同比增加 167.11%到 206.68%；扣非归母净利润 2.58 亿元到 2.98 亿元，同比增加 126.43%到 161.53%；并对广东奇化化工的合同计提 1500 万元的坏账准备。

投资要点

丁硫、硫双威量价齐升，业绩指引超市场预期。贵溪基地 19 年安全生产许可到期，未能展期。但是，公司的主要产品格局较好，国内不存竞争对手，公司丁硫、硫双威等产品负荷提升的同时，价格上扬也是业绩超预期的主要因素。从公司主要产品的竞争格局看，景气可维持。

贵溪扩建市场认知或有不足。公司 20 年初发布公告，计划投资 4.84 亿元在贵溪基地投建新项目，贵溪基地目前计划发展年产 4000 吨丁硫、3000 吨甲磺草胺等产品，单品吨位较大，目标市场主要是海外跨国企业，同时，公司的业务有杀虫剂切入除草剂领域，打开公司中长期发展的瓶颈。

宁夏基地值得关注。为了保证关键原材料的双备份，公司前往宁夏发展农药业务，预计宁夏基地承载了光气衍生物的备份功能。根据 20 年半年报披露，宁夏基地目前正在进行技术方案的优化论证和方案设计的评审，同时和地方政府就三评、用地等事宜进行沟通。

盈利预测与投资评级：预计公司 2020~2022 年营业收入分别为 22.85 亿元、24.60 亿元和 30.23 亿元，归母净利润分别为 2.81 亿元、3.26 亿元和 4.20 亿元，EPS 分别为 0.79 元、0.92 元和 1.18 元，当前股价对应 PE 分别为 11X、10X、8X。考虑到 2021 年公司丁硫产品的放量，维持对公司的“买入”评级。

风险提示：贵溪基地扩建进度不及预期的风险；产品及原料价格大幅波动的风险。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

**龙蟠科技（603906）：业绩预告高增长，短中长期版图布局明晰**

事件：公司预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的净利润 20,002.75 万元至 21,276.81 万元，预计增加 7,262.14 万元到 8,536.21 万元，同比增长 57%至 67%；预计 2020 年度实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 18,418.43 万元至 19,555.37 万元，预计增加 7,049.03 万元到 8,185.97 万元，同比增长 62%至 72%。

投资要点

短期看：国六时代到来，车用尿素降本增量，推动公司业绩大幅增长。2020 年 7 月起，汽车尾气处理完全进入国六标准时代，车用尿素市场需求显著提升，公司通过提高产能挖潜、委外加工等方式增加市场供应，实现车用尿素销量的增长，叠加原料采购成本的降低，根据公司公告测算，Q4 季度实现归母净利 5607-6881 万元，同比增长 71%-110%，环比增长 5.7%-29.7%。18 万吨/年可兰素项目于 2020 年年底投产，2021 年逐步释放产能，公司车用尿素业务仍将维持高增长。

中期看：新能源车迅猛发展，冷却液和锂电材料放量。新能源电动车的冷却液装机量是传统燃油车的五倍以上，公司现有南京基地、迪克化学合计 10 万吨/年冷却液产能，考虑到在建天津项目，冷却液将随新能车的快速发展为公司贡献增量业绩；锂电材料业务中，2020 年 10 月 10 日，公司与四川省蓬溪县人民政府签署建设高性能磷酸铁锂项目、三元正极材料、负极材料等项目的投资协议，12 月 26 日，公司公告拟收购贝特瑞的磷酸铁锂资产，一旦收购完成，公司将成为仅次于德方纳米的磷酸铁锂龙头。

长期看：氢燃料电池产业链布局有序推进，优先发展催化剂环节。氢能源作为终极清洁能源，公司在产业链多个环节进行布局。2019 年 10 月，公司完成了对明天科技的增资，开始涉足氢能燃料电池领域；2020 年 4 月与大连化物所签约合作研究质子交换膜燃料电池催化剂。20 年 5 月设立子公司江苏铂炭氢能，重点布局氢燃料电池催化剂的研发。同时，拟对子公司精工新材料增资 3,000 万元，南京精工是业内首家制定并发布 70MPa 车用 IV 型储氢瓶生产规范的制造企业。放眼十年维度，我们认为公司当前在氢燃料电池的布局推动实现公司长期发展。

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 2.08 亿元、2.94 亿元和 4.02 亿元，EPS 分别为 0.60 元、0.85 元和 1.17 元，当前股价对应 PE 分别为 45X、32X 和 23X。维持“买入”评级。

风险提示：国六实施力度低于预期，新能源车增长低于预期，新增项目进展低于预期。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

**德赛西威（002920）：产品+客户双重放量，Q4 业绩超预期**

投资要点



请务必阅读正文之后的免责声明部分

公司业绩预告：2020 全年实现归母净利润 5.0 亿元~5.2 亿元，较上年的 2.92 亿元，同比+71.15%~+77.99%。其中第四季度实现归母净利润 1.82~2.02 亿元，同比+22.1%~+35.6%。

新客户拓展+产品逐步放量，Q4 业绩超预期

在疫情和行业下滑冲击下，公司 Q4 业绩为 1.82~2.02 亿元，继续高增长，超预期( 三季报点评我们预计 Q4 业绩为 1.36 亿元 ),若剔出参股日本 ficha 的投资收益，Q4 扣非后业绩增长更高。主要原因：公司智能座舱、智能驾驶及网联服务产品线业绩稳步提升，新客户、新产品相继落地和量产；同时，公司持续推进精益经营、成本优化和研发效能提升。2020 年全自动泊车系统、5G-V2X 产品获得合资品牌项目定点；网联服务事业部助力一汽-大众捷达品牌首次车联网 OTA 升级。2020 年 9 月奇瑞 8PLUS 搭载德赛西威的首款自主研发的座舱域控制器在北京车展上首次亮相。该方案可支持双 12.3 寸超大智慧屏交互，基于双操作系统架构，灵活运用于一个域控制器上，QNXHypervisor2.0 虚拟机保障仪表功能安全，Android9.0 系统支持丰富信息娱乐功能。公司客户结构不断升级拓展，近年来成功突破了一汽丰田、长安福特、雷克萨斯、DAF 等新客户，并获得一汽-大众、上汽大众、广汽丰田、吉利汽车、广汽乘用等车厂的新项目订单。

高级别智能驾驶落地加速，助力前置硬件加速放量

域控制器逐步放量：2020 年 4 月德赛首款基于英伟达 XavierL3 级自动驾驶域控制器产品 IPU03 于小鹏 P7 上配套量产；9 月德赛、英伟达、理想基于 Orin 芯片签订三方合作；2021 年 1 月蔚来、上汽相继发布搭载英伟达 Orin 芯片的下一代车型。德赛作为英伟达生态重要的一环，将通过深度绑定英伟达带来 ASP 提升。高级别智能驾驶行业加速落地，硬件先行。以蔚来 ET7 为代表的下一代新车型将在 2022 年左右实现点对点 L4 级自动驾驶，高级别智能驾驶落地时间明显缩短，未来 3 年将是全球车企硬件装备竞赛的时期，类似小米手机时代，前期搭载较高的硬件参数配置，后期再装载更多的功能软件以实现更好的用户体验。

盈利预测与投资评级：国产替代加速+一芯多屏升级，智能座舱量价齐升可期；ADAS 功能产品放量进行时，车联网平台积极推进；基于英伟达芯片搭建自动驾驶域控制平台，伴随行业巨头切入，打开远期成长空间。我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.12/7.12/10.07 亿元，同比增长 75.2%/39.2%/41.3%，对应 EPS 为 0.93/1.30/1.83 元，对应 PE 为 105.43/75.72/53.60 倍。考虑到智能网联高景气度+卡位稀缺性+未来业绩高增长，德赛有望享受更高估值溢价，维持“买入”评级。

风险提示：全球疫情控制低于预期；下游乘用车需求复苏低于预期。

（证券分析师：黄细里）

**国联股份（603613）：发布业绩预告，归母净利润同比增长约 90%超预期**

事件

2021 年 1 月 14 日公司发布 2020 年年度业绩预增公告，预计 2020 年度实现收入 170 亿元至 172 亿元，同比增长 136.19%至 138.97%；归母净利润 3.00 亿元至 3.05 亿元，同比增长 88.75%至 91.89%；实现扣非归母净利润 2.75 亿元至 2.83 亿元，同比增长 78.00%至 83.18%。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

点评

2020Q4 单季度收入同比增长 128%至 135%，归母净利润同比增长 101%至 109%，扣非后净利润同比增长 91%至 104%。根据全年业绩预测及前三季度业绩，可推算 2020Q4 单季实现收入 69.7 亿元至 71.7 亿元，同比增长 128%至 135%；归母利润 1.21 亿元至 1.26 亿元，同比增长 101%至 109%，扣非净利润 1.10 亿元至 1.19 亿元，同比增长 91%至 104%。我们认为 Q4 业绩的高增速主要归功于 10 月“双十”电商节的圆满完成：10 月 10 日单日集采订单额大 43.82 亿元，同比+104%。

“多多”工业品拼购平台是业绩增长的主要驱动。公司网上商品交易业务收入占总收入的 99%以上，是公司的核心业务，也是业绩增长的主要驱动。年内面对疫情等不利因素，公司快速响应，推出产业链“战疫”计划、拓展全球寻源、推出工业品/原材料带货直播、百团拼购、618 活动、多多双十电商节和积极实效的上下游策略，成功转危为机。

定增全额完成，看好未来业绩持续高增。12 月 1 日公司公告，已完成 24.66 亿元的定增计划，全额达成预案中的预定融资额，有助于保障后续募投项目的实施，加速公司产业互联网枢纽平台大战略的推进。当前国联旗下主要业务工业品拼购平台（涂多多等）的模式导致其在扩展过程中需不断补充流动资金，此次增发后公司流动资金得到补充，利好后续业务规模的持续扩张，并有效提升公司整体的抗风险能力。

上调盈利预测，维持“买入”评级：Q4 及全年业绩超预期，近期定增顺利落地有利于未来战略的顺利推进，以及拼购电商业务的顺利增长。我们预测 2020-22 年公司归母净利润分为 3.01/5.21/8.89 亿元，同比增速分别为 89.3%/73.3%/70.6%，当前市值对应 PE 分别为 96x/55x/33x，维持“买入”评级。

风险提示：集采违约，拼购模式占用较高营运资金，新平台扩展不及预期，战略推进不及预期，行业竞争加剧等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：周良玖　证券分析师：张良卫）

**杰瑞股份（002353）：看好行业回暖，全球油气设备龙头价值将重估**

投资要点

看好油价恢复至成本中枢以上，全球油气资本开支将回温

2020 年全球油气资本开支同比下滑 19%，疫情结束需求恢复后将会导致供需紧张，我们判断油价将修复，中期稳定在成本中枢以上（50 美元/桶左右），油价的断崖式下跌短期内不会再出现，这也将驱动 2021 年海外油气巨头资本开支筑底回升。与此同时，国内油气对外依存度逐年攀升，油价复苏背景下，国内保供政策强支撑逻辑仍然有效，三桶油盈利水平将恢复安全边际，有较强动力加大勘探开采资本支出。近期受新冠疫苗交付+OPEC 减产协议延长利好，国际油价逐步回温至 50 美元/桶以上，带动北美压裂作业温和回暖，根据 BAKERHUGHESINCORPORATED 统计，全美活跃钻机数由 7 月底的 251 台已回升至 12 月中旬的 346 台。

基本面无惧油价波动，本轮油价下行期间公司订单仍强劲增长

复盘公司历史业绩，本轮周期公司业绩受油价下行影响趋弱。上一轮周期下行为 2014 年中至 2015 年底，国际油价由 110 美元/桶左右下跌至低点 28.4 美元/桶，叠加国内反腐因素，国内外油气公司资本开支大幅下行，



请务必阅读正文之后的免责声明部分

致使 2015 年公司营业收入同比-36.6%，归母净利润同比-88%。本轮周期始于 2018 年，2020 年受疫情影响油价由 60 美元/桶以上下滑至低点 19.6 美元/桶，但 2020Q1-Q3 公司实现收入同比+28%，归母净利润同比+23%，合同负债仍实现同比+10.5%；2020H1 公司新增订单 46.6 亿元，同比+27.4%，其中钻完井设备订单增幅超过 70%。

国内能源保供政策持续支撑，页岩油气开采拉长压裂设备景气周期

我们认为本轮周期弱化的原因主要有：1）周期驱动因素不同：上一轮周期主要由国际油价驱动，本轮周期主要由国内能源保供政策驱动，三桶油资本开支逆势上扬；2）国内能源保供将持续支撑景气度：国内原油产量距离 2 亿吨红线仍有差距，油价在 40-50 美元/桶时三桶油仍可维持盈利，国内保供政策将继续为勘探开采景气形成强支撑；3）页岩油气开采仍在发展初期，成长空间广：公司主营压裂设备目前更多地用于页岩油气开采，目前页岩气开发已迈过盈亏平衡点，具有一定经济性，未来降本增效仍将持续，将拉长页岩气产业链景气周期。页岩油开采仍处发展初期，常规石油增产乏力背景下，页岩油将成为重要补充，其开采提速与油价波动关联度较低。

新型压裂设备实现弯道超车，零部件国产化助力盈利能力再上台阶

公司通过自主研发，逐步拓展涡轮、电驱压裂设备等高端产品。公司 2019 年 4 月发布的全球首个电驱压裂成套设备，与 2019 年 11 月全球单机功率最大的涡轮压裂设备批量销售，展现出公司在新型压裂设备方面已处于全球领先地位。同时，公司是国内少数能自主研发大功率柱塞泵、高压管汇和控制系统的公司，电机在国内定制采购，从而实现了电驱压裂设备零部件的完全国产化，使得新产品毛利率水平显著高于传统压裂设备。

新产品具备全球竞争力，海外扩张有望再造一个杰瑞

2019 年 11 月，公司在美国获取首套自主研发的双燃料系统涡轮压裂设备订单；电驱压裂设备也已在北美市场进行试用，实现了产品和市场的双重高端化，产品已具备全球竞争力。北美市场空间更广，且降本需求大：1）据 Spears 统计，2018 年末北美在用压裂设备总功率达 2478 万水马力，为国内的 15 倍以上，存在大量更新需求。按照设备寿命 10 年估算，2020-2022 年北美压裂设备年均更新需求量超 250 万水马力，年均市场空间超 50 亿元；2）北美页岩油气市场行业洗牌后存活下来的公司将更注重降本增效，驱动电驱、涡轮等新型设备加速迭代。公司大功率电驱和涡轮压力设备技术领先、性价比高，特点高度切合北美市场需求，伴随新型压裂设备渗透率提升，有望抢占北美市场份额。对标哈里伯顿、GE 等海外竞争对手，公司目前收入体量较小，我们看好公司在北美市场的业绩释放潜力。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 17.5/20.3/27.8 亿元，当前股价对应 PE 为 24 倍、20 倍、15 倍，目前估值较低，行业迎来拐点叠加公司受油价波动影响弱化，有望迎接戴维斯双击。给予 2021 年目标估值 30 倍 PE，对应市值 609 亿，目标价为 63.6 元，维持“买入”评级。

风险提示：油价走势不及预期、中美贸易战对原油市场影响、国内三桶油资本开支力度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　研究助理：严佳）



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