新时代证券-研究所晨报（20210111）

● 总量研究

宏观研究：零利率约束下的美国财政刺激

上周，在美国佐治亚州联邦参议员选举中，民主党候选人获胜，民主党拿下参议院控制权，掀起“蓝色浪潮”。民主党全面执政，财政刺激的实施将更为顺利。民主党财政刺激方案倾向于加大刺激力度，同时通过向富人、企业征税以及发行债券来获得资金。民主党控制参议院前后，美债收益率大幅上升。不过，对于财政刺激对美债、美国经济的影响，仍有很多细节可以探讨，尤其是在零利率约束环境下。民主党的财政方案包括财政支出和加税两方面，财政支出侧重需求侧，加税则具有供给、需求两方面的影响，加税对美国经济、通胀的影响比较复杂，考虑到加税主要是针对富人，对整体社会的需求影响不大，我们主要分析美国财政支出对利率、经济的影响。

● 公司研究

当升科技：量价齐升，正极材料龙头扬帆起航

2021 年将是新能源车行业高增长元年需求端，消费者购买新能源车意愿增强，渗透率不断攀高，2020 年 11 月国内新能源车渗透率攀升到约 7.2%，欧洲主要 8 国新能源车渗透率上升到 16.8%。下游客户需求强劲，21 年公司销量迎来高增长。公司三元正极材料下游客户中海外占比高达 70%，其中 SKI 是公司最大客户。原材料价格上涨，公司盈利有望改善正极材料成本中原材料占比约 90%，正极材料的单价和上游原材料价格高度相关。

盈利预测评级：我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 32、65 和 93 亿元，归母净利润分别为 3.7、6.2 和 8.4 亿元，PE 分别为 48、28 和 21。公司业绩高增长，维持“强烈推荐”的评级。

芒果超媒：20 年业绩预增 64.32%-72.97%会员同增 99.28%，21 年小芒启航公司将再上新台阶

事件：2021 年 1 月 10 日，公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 19-20 亿元，同比增长 64.32%-72.97%。全年业绩高增长，会员数达达 3613 万仍有巨大增长空间。持续推出优质内容，2021 年内容储备丰富。内容电商布局优势显著，有望成为公司新增长极。

盈利预测评级：我们预计 2020/2021/2022 年净利润分别为 19.48/23.48/28.39 亿元，同比增长 68.4%/20.6%/20.9%，当前股价对应 PE 分别为 64/53/44 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，疫情波动风险。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
汽车	1.56%	农林牧渔	-4.52%
银行	1.15%	有色金属	-4.36%
休闲服务	0.92%	电气设备	-4.18%
电子	0.89%	采掘	-3.85%
通信	0.32%	国防军工	-2.39%

相关报告

《零利率约束下的美国财政刺激》2021-01-10

《量价齐升，正极材料龙头扬帆起航》2021-01-10

《20 年业绩预增 64.32%-72.97%会员同增 99.28%，21 年小芒启航公司将再上新台阶》2021-01-10

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观研究：零利率约束下的美国财政刺激 3
2、 公司研究 4
2.1、 当升科技：量价齐升，正极材料龙头扬帆起航 4
2.2、 芒果超媒：20 年业绩预增 64.32%-72.97%会员同增 99.28%，21 年小芒启航公司将再上新台阶 4

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：零利率约束下的美国财政刺激

上周，在美国佐治亚州联邦参议员选举中，民主党候选人获胜，民主党拿下参议院控制权，掀起“蓝色浪潮”。民主党全面执政，财政刺激的实施将更为顺利。民主党财政刺激方案倾向于加大刺激力度，同时通过向富人、企业征税以及发行债券来获得资金。民主党控制参议院前后，美债收益率大幅上升。不过，对于财政刺激对美债、美国经济的影响，仍有很多细节可以探讨，尤其是在零利率约束环境下。民主党的财政方案包括财政支出和加税两方面，财政支出侧重需求侧，加税则具有供给、需求两方面的影响，加税对美国经济、通胀的影响比较复杂，考虑到加税主要是针对富人，对整体社会的需求影响不大，我们主要分析美国财政支出对利率、经济的影响。

债券收益率等于预期平均短期利率加上期限溢价，期限溢价比较复杂，特别是通胀风险溢价难以捉摸，在不影响分析效果前提下，我们只关注预期平均短期利率对债券收益率的影响。财政刺激对经济增速、通胀的影响是逐渐衰退的。当不存在零利率约束时，短期债券收益率对财政支出的反应更敏感，期限越长，债券收益率的变化越迟钝。2020 年 12 月的 FOMC 会议表明，美联储可能在 2023 年底之前都将保持联邦基金目标利率在 0 附近。当存在零利率约束时，情况变得复杂。一方面，经济增速、通胀受财政刺激的影响依次减弱，近期的短期利率受财政刺激的影响较大，另一方面，近期的短期利率又受零利率约束。在两种力量的权衡下，财政刺激对不同期限利率的影响应该是倒 V 型的。由于受到零利率约束的影响，短期利率对财政刺激的反应不敏感，随着期限延长，零利率约束减弱，财政刺激对利率的影响增强，但是期限再延长，财政刺激效应衰退，利率的反应也减弱。

实际情况和数值模拟有些差异。2021 年 1 月 4 日至 1 月 7 日，美国民主党控制参议院前后，不同期限债券收益率都在提升，利率期限结构曲线变陡。数值模拟中的结果是，不同期限债券收益率的变化值呈倒 V 型，实际结果是不同期限债券收益率的变化值仍是递增的，但是变化率呈倒 V 型。在 2020 年 9 月 29 日至 11 月 3 日美国大选前的第一次“蓝色浪潮”中，不同期限债券收益率的变化也是如此。数值模拟只是出于更形象地阐述逻辑，和现实存在差距。

尽管如此，各期限债券收益率都会受到短期零利率约束的影响。如果没有美联储零利率约束的承诺，财政刺激下，各期限债券收益率上升幅度更大。零利率约束对各期债券收益率的影响，取决于零利率约束的期限，如果美联储承诺在较长的时期内维持零利率，那么零利率约束对中长期债券收益率的影响也比较大，否则，零利率约束对中长期债券收益率的影响比较弱。从历史经验来看，零利率约束下，5 年期左右的债券收益率对财政刺激的反应最敏感。这不是我们的独家发现，而是一些学术研究的成果。

虽然财政刺激预期下各期债券收益率上升了，但不同期限债券收益率都受到了零利率约束的拖累，这也意味着美国财政刺激的挤出效应相对比较弱，零利率约束下美国财政支出乘数比较高。疫情之前，美国企业杠杆率已经比较高，疫情后的低利率环境下，美国企业大量借贷，债务风险较大，而且，美国经济修复很不牢固，失业率降到 7%以下之后，疫情的长期影响逐渐显现，失业率继续下降的速度放缓，美联储不会贸然收紧货币条件。随着长期债券收益率的上升，美联储未来可能通过调整购债结构来控制长期债券收益率过快上升。

风险提示：模型和现实存在差距。

2、 公司研究

2.1、 当升科技：量价齐升，正极材料龙头扬帆起航

2021 年将是新能源车行业高增长元年。需求端，消费者购买新能源车意愿增强，渗透率不断攀高，2020 年 11 月国内新能源车渗透率攀升到约 7.2%，欧洲主要 8 国新能源车渗透率上升到 16.8%。供给端，2021 年新能源车市场热销车型有望进一步充实，除了 20H2 畅销车型如 Model3、汉和宏光 mini 等有望延续热度，2021 年国产 ModelY、大众 ID 系列、欧拉好猫等纯电车型和比亚迪 DM-i 插电车型预计也会进一步贡献新能源车增量。计整体看，我们预计 2021 年将是新能源车行业高增长元年，预计中欧美销量到将达到 434 万辆，同比+57%。

下游客户需求强劲，21 年公司销量迎来高增长。公司三元正极材料下游客户中海外占比高达 70%，其中 SKI 是公司最大客户。新能源车行业需求高增长，SKI 全球动力电池产能将从 2020 年的约 20GWh 增长到 2021 年约 34GWh，预计将拉动公司约 2 万吨的正极材料出货量，公司 2021 年锂电池材料销量同比增长有望超 90%。

原材料价格上涨，公司盈利有望改善。正极材料成本中原材料占比约 90%，正极材料的单价和上游原材料价格高度相关。2020 年 8 月开始上游原材料硫酸镍、硫酸钴、碳酸锂、氢氧化锂单价开始上涨，21 年 1 月初各原材料价格环比+9%~+22%，而正极材料价格从 2020 年 12 月开始也出现 4%~8%的上涨。公司产品售价大部分采用成本加成模式，库存原材料价格的上涨有望改善公司单吨盈利水平。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2020-2022 年公司营收分别为 32、65 和 93 亿元，归母净利润分别为 3.7、6.2 和 8.4 亿元，PE 分别为 48、28 和 21。公司业绩高增长，维持“强烈推荐”的评级。

风险提示：原材料价格波动风险，疫情波动风险。

2.2、 芒果超媒：20 年业绩预增 64.32%-72.97%会员同增 99.28%，21 年小芒启航公司将再上新台阶

事件：2021 年 1 月 10 日，公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 19-20 亿元，同比增长 64.32%-72.97%。预计 2020Q4 实现归母净利润 2.88-3.88 亿元，同比增长 58.56%-113.6%。预计公司 2020 年非经常性损益约为 1.02 亿元。2020 年末芒果 TV 有效会员数达 3613 万。

全年业绩高增长，会员数达达 3613 万仍有巨大增长空间。2020 年公司坚持将长视频作为核心竞争力的内容战略，持续发挥内容自制优势，内容创新屡创佳绩；同时公司稳步提升互联网视频业务运营效能，优化收入结构，全产业链上下游业务协同发展。《乘风破浪的姐姐》、《朋友请听好》等热门综艺和《以家人之名》、《下一站是幸福》等热播剧集，有效带动公司广告收入和会员收入增长，2020 年年末芒果 TV 有效会员数达 3613 万，同比大幅增长 99.28%。对比来看，截止 2020 年第三季度，爱奇艺、腾讯视频会员数分别为 1.05 亿、1.2 亿，公司会员数仍具备巨大增长空间。

持续推出优质内容，2021 年内容储备丰富。公司剧集综艺生态持续拓展，剧集方面，21 年推出“季风计划”布局短剧，打造国内首个台网联动周播剧新样态；综艺方面，预期公司传统优势综艺仍将保持稳定增长，《乘风破浪的姐姐 2》、《披荆斩棘的哥哥》等综艺将于 2021 年上线。

内容电商布局优势显著，有望成为公司新增长极。2021 年 1 月 1 日，湖南卫视在跨年演唱会上发布全芒果生态最新战略产品——小芒 App，打造首个内容电商平台。阿里以 62 亿元入股，成为公司第二大股东，有望为公司的内容电商业务带来协同效应。芒果深厚内容积累、艺人经纪，结合天猫拼多多等电商品牌的产品生态及供应链体系，打造内容电商新商业模式，成为公司新增长极。

盈利预测、估值与评级：我们预计 2020/2021/2022 年净利润分别为 19.48/23.48/28.39 亿元，同比增长 68.4%/20.6%/20.9%，当前股价对应 PE 分别为 64/53/44 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：内容电商竞争加剧、人才流失、新项目及用户付费不及预期等。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/