东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 11 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·策略周聚焦——一份清醒一份醉

①跨年行情向极致化演绎，二八分化，筹码向新能源、白酒、军工集中，热门板块交易热度与前三轮极端行情有过之而无不及（19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药）。②从成交占比&换手率看：新能源已接近历史极值，白酒、军工处于高位。从杠杆&涨停个股看：新能源、白酒、军工均已超历史极值。③一份清醒一份醉，增量资金进场延续，1 月新发基金已披露募集目标 2480 亿元，有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿。但历史经验显示，前三轮极端行情买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。④更建议着眼中期 PPI 陡峭负转正，关注顺周期通胀主题及可选消费。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——基金发行开门红

基金发行能否延续火热？——一季度将迎来开门红。20 年下半年以来公募申请维持高位，但实际发行数量和发行规模并未兑现。年初行情刺激下，前期积攒的存量基金可能集中发行。

1 月基金发行规模有多大？——有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿元。今年 1 月新发基金已披露的募集目标合计 2480 亿元，全月有望冲击 3000 亿元。

1 月新发基金底仓可能买哪些行业？——食品饮料、电子、电气设备。新发基金的基金经理 20Q3 重仓行业集中于食品饮料、电子、电气设备。

1 月新发基金可能超配哪些行业？——食品饮料、电气设备，家电。新发基金的基金经理 20Q3 主要超配电气设备、食品饮料、家电。

固收金工

固收月报：12 月经济数据前瞻月报：CPI 降幅缩窄，消费、投资持续增长

12 月数据预测：12 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，12 月预计出口同比增速维持较强，进口同比增速保持稳定。消费行业随着社零的持续增长继续回暖。价格方面，预计食品项跌幅收窄。猪肉方面，年末节日到来，需求上升，价格出现上涨。鲜菜、水果受季节性影响，价格上涨。其他 CPI 食品项和非食品项综合来看保持稳定，预计 12 月 CPI 同比收于-0.25%。PPI 方面，随着实体经济的复苏，预计 11 月 PPI 降幅持续收窄，同比收于-0.02%，货币市场：预计 12 月社融增量增速放缓，增量约为 1.87 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，预计 10 月份收于 10.5%。

固收周报：利率债周报：利率下行债市走强，稳健的货币政策基调不变（2021 年第 1 期）

本周(1.4-1.10)央行公开市场净回笼 4650 亿元，下周(1.11--1.17)央行公开市场 550 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：伴随着中国经济逐渐恢复，中国人民银行货币政策委员会在 2020 年第四季度例会上强调要坚持灵活精准、合理适度的稳健的货币政策基

调基本不变，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，把握好政策时效，坚持稳中求进的工作总基调。预计 2021 年第一季度的政府债发行压力小于 2020 年同期。从市场利率分析来看，本周利率表现一致下行，当前债市交易情绪较上周有所转好，现阶段供给压力较为温和，供需关系已有明显改善。

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 2 日-1 月 8 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 217 支，总发行量 2024.24 亿元，较上周增加了 1419.84 亿元，总偿还量 1014.00 亿元，较上周减少了 342.56 亿元，净融资额 1010.24 亿元，较上周增加了 1762.40 亿元。

固收周报：迎蓝潮再通胀交易势大，提防市场超调

（1）蓝潮推动通胀预期上升，提防收益率曲线长端过快抬升；（2）美国短期来看，蓝色浪潮超预期推动通胀更快上行，短期不确定性降低，12 月制造业 PMI 新高凸显经济扩张步伐持续；（3）欧洲短期来看，欧元区经济指标显示第四季度经济疲软，疫苗的批准和投放速度仍然缓慢；（4）日本短期来看，日本多地实行紧急状态，疫情恶化进一步打击复苏节奏，或迫使一季度经济陷入负增长；

固收周报：风险信息周报（2021.01.04 -2021.01.10）

本周（01 月 04 日-01 月 10 日）负面信息共 4 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” 兑付风险警示；海口美兰国际机场有限责任公司主体评级下调；深圳市新纶科技股份有限公司主体评级下调；天安人寿保险股份有限公司主体评级下调。本周共有 12 只债券取消发行，4 只债券召开持有人会议。其他信息需关注海通证券受到交易商协会处罚；工银金租受到天津银保监会处罚；国开证券股份有限公司收到行政监管措施决定书；部分发行人涉及重大诉讼、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。

固收点评：12 月外汇储备数据点评：美指下降估值为正，外储规模环比上升

一季度黄金储备展望：展望一季度，受新年消费季节性因素影响，黄金价格会上涨；同时大型对冲机构年底会存在防御配置需求，贵金属成为了获益资金的安全池。长期来看，美国实际利率进入负值区间，导致黄金中长期的牛市，但是短期内除非再次出现加码宽松的政策，否则黄金将保持横盘调整。我国短期内的黄金储备预计将保持稳定，长期存在增持空间。

金工专题报告：【东吴金工 扬帆起航】ETF 做市业务全解析：全球与中国对比

近年来我国 ETF 做市业务已有了长足的发展，但盈利来源单一、做市对冲工具稀缺仍是制约我国 ETF 做市商发展的主要障碍。我国 ETF 做市商评价标准的不足：我国 ETF 做市商的评价标准存在不足，一定程度上抑制了 ETF 做市商做市的动力：1.没有设置专项指标评价流动性服务商想应阔价差情况；2.评价指标没有区分对待流动性提供部分和消耗部分，这样不利于鼓励 ETF 做市商主动挂单 3.评价指标没有区分 ETF 做市产品的流动性情况，不能鼓励做市商为流动性差的产品做市。

行业

建筑材料行业跟踪周报：玻纤强者恒强，周期建材预期修复

行情回顾：本周建材板块上涨 4.1%，领先上证综指 1.3 个百分点。子版块中涨幅靠前的为其他建材、水泥制造。个股领涨的为东方雨虹、金晶科技、北新建材、海螺水泥、天山股份等。

商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：11、12 月淘系美妆增速分化，华熙旗下多品牌持续高速增长

11-12 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 31.8%/25.9%，上市公司品牌增速分化。

钢铁行业跟踪周报：看好钢铁股配置价值，首推板材与特钢

投资建议：继续基于制造业复苏逻辑看好钢铁板块，首推板材和特钢。1）估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，板材企业基本面中期确定性改善；2）标的：首推宝钢股份（汽车板龙头）、中信特钢（制造业用轴承钢龙头），关注新钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁、河钢资源（铁矿石龙头）、方大特钢（高弹性长材）、久立特材。

电气设备新能源行业周报：电动新车型密集发布需求值期待，产业链供给紧张涨价超预期

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（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、亿纬锂能（锂原&动力锂电龙头、电子烟投资收益极高）、新宙邦(六氟和电解液涨价、氟化工超预期)、天赐材料（电解液&六氟龙头、六氟涨价弹性大）

通信行业跟踪周报：本周专题：5G 应用“满园春色”带动流量加速提升，重点关注三大运营商估值修复和产业互联网等赛道投资机会

5G 应用带动流量加速向上；纽交所摘牌对运营商基本面无实质影响，运营商低估值存在修复空间；工信部表示要增强产业链供应链自主可控能力，大力发展数字经济。我们认为，未来产业互联网将加速推进，运营商估值修复带动产业链投资机会，建议持续关注产业互联网赛道优质标的。

社服新消费行业周报：悦刻拟赴美上市，电子烟浪潮再起

本周专题：雾化烟龙头悦刻拟赴美上市，电子烟浪潮再起。成立于 2018 年的雾芯科技高速发展成市占第一。中国拥有最多的烟草用户，减害型烟草市场空间广阔。强研发支撑丰富产品矩阵快速迭代。领先的整合型线下渠道广泛覆盖。本周观点：展望 2021，疫后顺周期和服务消费成长是主旋律。

化工行业 2021 年 1 月第 2 周周报：本周原油大幅反弹，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。

电气设备行业点评：11 月全球销量点评：欧洲主流国家渗透率

接近 20%拐点，高增持续

海外市场同比持续高增长。11 月海外电动车销量 18.60 万辆，环比增 2%，同比增 107%，其中欧洲 11 月销量 14.36 万辆，同比增加 169%，环比增 2%。今年 1-11 月全球电动乘用车累计销量 237.07 万辆，同比升 35%，其中国内销量累计 97.71 万辆，同比增加 6%，欧洲市场累计销量达 102.71 万辆，同比增 121%。

汽车行业周报：12 月第五周批发同比+38%，全面看多

整车板块（长城汽车/吉利汽车/比亚迪/长安汽车/广汽集团/上汽集团），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）。

国防军工行业双周报：春季行情有望持续，建议超配核心赛道优质企业

在行业订单加速、一季报业绩有望高增长以及市场风险偏好提升背景下，我们看好军工板块一季度的投资机会，建议从成长性和确定性两个角度超配优质标的：（1）成长性：建议重点关注军用电容器、复合材料方向，推荐火炬电子、光威复材、鸿远电子，关注中航高科、宏达电子、菲利华。（2）确定性：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；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。

机械设备行业跟踪周报：工程机械、新能源维持产销两旺，机器视觉为智能制造赋能前景可期

【工程机械】2020 年挖机销量大幅增长 39%，2021 年有望开门红

【锂电设备】中、下游需求持续旺盛，全球电动化趋势确定利好设备商

【通用自动化】制造业维持高景气，机器视觉为智能制造赋能前景可期

教育行业周报（2021 年第 2 期）：A 股首家独立 IPO 教育培训公司—传智教育即将上市，教育资产证券化意义重大

我们认为传智是 A 股首家教育培训类企业 IPO，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，建议持续关注 A 股教育及港股教育资产证券化进程。

零售金融追踪：如何理解央行放开信用卡利率区间管制？

事件：央行近期下发《中国人民银行关于推进信用卡透支利率市场化改革的通知》，自 2021 年 1 月 1 日起，信用卡透支利率由发卡机构与持卡人自主协商确定，取消信用卡透支利率上限和下限管理（即上限为日利率万分之五，下限为日利率万分之五的 0.7 倍）。

2021 年电子行业年度策略报告：智能化扩散，新黄金时代

由于 iPhone 不随机附赠耳机，TWS 市场前景可期。我们认为，随着 iPhone 不再赠送有线耳机，安卓系也将可能会效仿苹果的做法，这将有利于无线耳机的快速普及和渗透率的大幅提升。此外，AirPods 将引领 TWS 技术朝着可降噪方向升级，我们看好这一主要功能升级后安卓端市场的成长性。

银行行业 2021 年度策略：银行反转：哪些估值底部的复苏型个股值得重视？

银行股四季度脉冲式上涨逻辑是经济复苏带动估值修复，而贷款利率上行显著催化行情，国有大行将开始修复估值。展望 2021

年，我们判断银行业基本面回暖、盈利增速转正，重点推荐当前仍处于估值底部的复苏型银行：①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；②短期经营承压、三季报后超跌的常熟银行。此外，建议关注低估值城商行上海银行、南京银行，同时继续长期推荐招商银行、平安银行、宁波银行三大核心零售银行。

有色金属行业点评报告：铜箔：价格再涨 1000 元/吨，持续推荐

投资建议：由于下游需求全面好转，且部分设备产能可以相互转化，因此铜箔行业整体看好，相关标的：超华科技、诺德股份、嘉元科技。

推荐个股及其他点评

中国汽研（601965）：Q4 业绩继续高增长，公司治理持续优化

基于检测业务增长+智能网联业务拓展，我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.61/6.87/8.17 亿元，同比增长 20.1%/22.6%/18.9%，对应 PE 为 24.83/20.25/17.04 倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，维持“买入”评级。

长电科技（600584）：先进封测、国产替代合力驱动，本土封测龙头启航

公司是全球领先的半导体微系统集成和封测服务供应商，服务范围涵盖高、中、低端全品类封测，可为客户提供从设计仿真到中后道封装与测试服务、系统级封装与测试服务的全流程技术解决方案。历经多年技术积累和市场开拓，公司已成为中国第一大和全球第三大封测企业。

宏大爆破（002683）：JK-1、HD-1 通过鉴定，定增完成夯实主业

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 69.14 亿元、86.60 亿元、111.06 亿元，归母净利润分别为 4.21 亿元、6.10 亿元、8.05 亿元，EPS 分别为 0.56 元，0.81 元，1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 74X、51X 和 39X。维持“买入”评级。

风险提示：JK、HD 两型导弹军贸订单具有不确定性；汇率大幅波动。

龙马环卫（603686）：公司发布回购股份方案，彰显长期发展信心激发活力

公司发布回购股份方案用于股权激励，彰显管理层信心激发团队活力。1 月 8 日，公司发布以集中竞价交易方式回购公司股份的方案，本次回购股份用途拟用于股权激励或者员工持股计划，回购股份资金总额不低于 7500 万元且不超过 1.5 亿元，回购价格不超过 25 元/股，资源来源为自有资金，回购期限自董事会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。若以本次回购资金下限和上限分别进行测算，预计可回购股份数量区间为 300 万股至 600 万股，约占公司总股本的比例分别为 0.72%和 1.44%。本次回购计划彰显了公司对未来发展的信心，调动管理团队和核心骨干的积极性，绑定核心利益激发团队活力，有助于公司长期健康高质量的发展。

长城汽车（601633）：12 月产销继续靓丽，全年超目标

预计 2020-2022 年营业收入 1026.31/1427.60/1734.37 亿元，同比

增长+6.7%/+39.1%/+21.5%，归母净利润 50.01/100.12/134.06 亿元，同比增长+11.2%/+100.2%/+33.9%，对应 EPS 为 0.55/1.10/1.47 元，对应 PE 为 77.57/38.75/28.94 倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级。

宝钢股份（600019）：出厂价再涨 400 元/吨，锁定 1 季度利润

盈利预测与投资评级。预测 2020/21/22 年公司营业收入分别为 3105/3649/3850 亿元，增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；净利润分别为 120/170/180 亿元，增速分别为-3.9%/41.8%/6.1%；PE 分别为 11.77x/8.33x/7.85x。考虑公司 PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故维持“买入”评级。

上汽集团（600104）：12 月产批继续改善，自主/通用表现较好

上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID.4 热卖成为明年重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 12.12/11.03/10.18 倍。维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·策略周聚焦——一份清醒一份醉

核心结论：

①跨年行情向极致化演绎，二八分化，筹码向新能源、白酒、军工集中，热门板块交易热度与前三轮极端行情有过之而无不及（19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药）。②从成交占比&换手率看：新能源已接近历史极值，白酒、军工处于高位。从杠杆&涨停个股看：新能源、白酒、军工均已超历史极值。③一份清醒一份醉，增量资金进场延续，1 月新发基金已披露募集目标 2480 亿元，有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿。但历史经验显示，前三轮极端行情买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。④更建议着眼中期 PPI 陡峭负转正，关注顺周期通胀主题及可选消费。

正文摘要

极致二八行情：新能源、白酒、军工领涨。①前期周报《跨年行情：通胀主题+可选消费-20201129》提出 A 股迎收官行情，着重关注通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、家电、汽车）。②2020/12/11 至 2021/1/8 上证综指累计上涨 5.8%，并创下 3588 点新高。期间白酒、军工、新能源领涨，涨幅分别达 26%、26%、19%。③目前行情正在向极致化演绎，二八分化明显，1 月 4 日至 1 月 7 日，逐日上涨个股占比由 72%降至 20%，筹码不断向白酒、军工、新能源等热门板块集中。

新能源、白酒、军工交易热度已超历史极值。①近两年热门板块的极端行情更具对比价值：市场均处上行过程、公募大发行、资金头部集中、景气赛道与优质公司不断挖掘，如 19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药。②从成交占比&换手率看：新能源已接近历史极值，白酒、军工处于高位。③从杠杆、涨停个股看：新能源、白酒、军工已超历史极值。

过热阶段买入热门板块，半年内无绝对、相对收益。①中证白酒前期阶段性高点后，持有一至两个季度累计收益率分别为-3.6%、-8.8%，较沪深 300 的相对收益分别为-4.6%、-12.7%，持有三个季度后累计收益率转正并大幅战胜市场。②半导体板块阶段性高点后，持有一至四个季度的累计收益率分别为-23.1%、-8.2%、-7.7%、-3.7%，相对收益率分别为-15.8%、-23.4%、-26.5%、-36.7%。③医药板块阶段性高点后，持有一至两个季度的累计收益率分别为-13.1%、-4.1%，相对收益率分别为-15.3%、-19.2%。

一份清醒一份醉。①很难判断泡沫终结时点，短期看流动性未明显收紧情况下，增量资金入场仍将持续，且进一步向头部机构集中，由此推动新能源、白酒、军工三大过热板块继续创下新高。②1 月新发基金披露募集目标 2480 亿元，有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿，新发基金经理配置集中在新能源、白酒。展望一季度，公募基金发行仍将保持高位，20 年下半年以来公募申请维持高位，年初行情刺激下存量基金可能集中发行。③但目前极致的分化行情、热门板块的高位估值，以及新能源、白酒、军工交易热度处于极端位置，有必要保持清醒，流动性略微收紧或短期经济增长不及预期，亦或入场资金受阻，都会造成类似 19/8 白酒、20/2 半导体、20/7 医药的行情，统计显示此后半年，热门板块很难获得绝对以及相对收益。④配置角度，更建议着眼中期 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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（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）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——基金发行开门红

基金发行能否延续火热？——一季度将迎来开门红。公募基金申请材料的接收数量是基金发行规模的先行指标，20 年下半年以来公募申请维持高位，但实际发行数量和发行规模并未兑现。年初行情刺激下，前期积攒的存量基金可能集中发行。

1 月基金发行规模有多大？——有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿元。今年 1 月新发基金已披露的募集目标合计 2480 亿元，全月有望冲击 20 年 7 月高点 3000 亿元，1 月或将迎来基金发行新高。

1 月新发基金底仓可能买哪些行业？——食品饮料、电子、电气设备。从新发基金的基金经理持仓偏好看，20Q3 重仓行业集中于食品饮料、电子、电气设备、医药、家电。

1 月新发基金可能超配哪些行业？——食品饮料、电气设备，家电。从重仓行业相对公募整体超配比例看，新发基金的基金经理 20Q3 主要超配电气设备、食品饮料、家电。

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

固收月报：12 月经济数据前瞻月报：CPI 降幅缩窄，消费、投资持续增长

事件

12 月数据预测：12 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，12 月预计出口同比增速维持较强，进口同比增速保持稳定。消费行业随着社零的持续增长继续回暖。价格方面，预计食品项跌幅收窄。猪肉方面，年末节日到来，需求上升，价格出现上涨。鲜菜、水果受季节性影响，价格上涨。其他 CPI 食品项和非食品项综合来看保持稳定，预计 12 月 CPI 同比收于-0.25%。PPI 方面，随着实体经济的复苏，预计 12 月 PPI 降幅持续收窄，同比收于-0.02%，货币市场：预计 12 月社融增量增速放缓，增量约为 1.87 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，预计 12 月份收于 10.5%。

观点

总量指标：包含固定资产投资（房地产、基建以及制造业）、消费以及工业增加值等分项。针对不同分项我们预判结果有所不同，具体来说：12 月，一线城市商品房成交面积同比增长 58.76%。30 个大中城市商品房成交量同比上涨 8.68%，较 11 月上涨 1.33%，房地产市场进一步回暖。但

请务必阅读正文之后的免责声明部分

是长期来看，随着房地产市场调控体系逐渐完善，融资监管环境逐步趋紧，未来房地产投资或将有所回落。综合来看，预计 12 月房地产投资额累计同比增速收于 6.9%。12 月，地方政府债发行接近尾声，财政支出转向民生领域，同时考虑到水泥价格保持稳定、出货率有所下滑，预计 12 月基建投资将保持低位波动。综合来看，预计基建投资累计同比增速在 12 月收于 2.6%。制造业方面，高技术制造业引领作用显现。海外疫情持续升级，医药行业投资增速仍将得到支撑；计算机、通信和其他电子设备制造业增速在政策红利下仍将维持高增长。同时外需旺盛，海外年底迎来多个节日比如感恩节及圣诞节等，多类商品需求大增；防疫物资和居家办公等用品对出口拉动强劲。综合来看，制造业基本面持续改善，我们预计 12 月制造业投资累计同比降幅继续收窄，收于-2.0%。

价格指标：CPI 方面，12 月，由于元旦、春节等节假日到来，猪肉需求量上升，同时受冬季寒冷天气影响运输不便、供给受到影响，猪肉价格出现大幅上涨，较 11 月上涨 11.04%，同比上涨 0.55%。鲜菜、鲜果受季节影响，供给下降、运输存储成本上升，价格出现较大涨幅，较 11 月价格分别上涨 9.25%、8.54%。非食品项中，成品油价格上升，工业制成品价格环比涨幅或将扩大。国内出现疫情反复，外出消费需求或将减弱，服务价格出现下降。综合来看，我们预计 12 月 CPI 降幅缩窄，收于-0.25%。PPI 方面：12 月，国内 PMI 指数 51.9，欧美国家 PMI 指数保持景气，生产稳步恢复以及外需增强拉动 PPI 回升。同时，12 月 CRB 商品价格、南华工业品价格指数和主要商品价格指数等均升高。预计 12 月 PPI 降幅持续收窄，预计同比收于-0.02%。

货币方面：预判三大指标，信贷、社融以及 M2：信贷预计 1.32 万亿，社融增量收于 1.87 万亿，M2 增速收于 10.5%。信贷方面：需求端来看，房地产投资维持较强，企业发展持续向好，中长期融资需求持续上升；供给端来看，货币政策注重直达性金和精准导向，银行受政策引导加大对企业的融资支持力度，提升营商环境，企业融资需求进一步得到满足。综合来看，预计 12 月新增信贷 1.3 万亿。社融方面：11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。社融规模同比大幅增长，主要是由于信贷与政府债券发行对社融提供有力支撑。12 月，企业信贷需求保持旺盛，信托贷款监管强化将使部分融资需求转向表内。综合来看，预计 12 月社融规模收于 1.87 万亿。M2：预计收于 10.5%。

风险提示：国内疫情反复导致内需增长不及预期，海外疫情扩散导致外需萎缩，国际形势复杂。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：利率下行债市走强，稳健的货币政策基调不变（2021 年第 1 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（1.4-1.10）央行公开市场净回笼 4650 亿元，周一进行 200 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿逆回购 7D 到期以及 1000 亿元逆回购 14D 到期，周二进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿元逆回购 7D 到期以及 1200 亿元逆回购 14D 到期，周三进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 400 亿元逆回购 7D 到期以及 1000 亿元逆回购 14D 到期，周四进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 900 亿元逆回购 7D 到期以及 300 亿元逆回购 14D 到期，周五进行 50 亿元逆回购 7D 操作。下周（1.11--1.17）央行公开市场 550 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：伴

请务必阅读正文之后的免责声明部分

随着中国经济逐渐恢复，中国人民银行货币政策委员会在 2020 年第四季度例会上强调要坚持灵活精准、合理适度的稳健的货币政策基调基本不变，保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，保持对经济恢复的必要支持力度，把握好政策时效，坚持稳中求进的工作总基调。预计 2021 年第一季度的政府债发行压力小于 2020 年同期。从市场利率分析来看，本周利率表现一致下行，当前债市交易情绪较上周有所转好，现阶段供给压力较为温和，供需关系已有明显改善。

二级市场回顾：本周 R 利率较上周表现一致下行。隔夜 R 利率下行 43.81BP，7 天 R 利率下行 63.55BP，14 天 R 利率下行 54.34BP，1 月 R 利率下行 82.34BP。DR 利率较上周表现一致下行。DR001 下行 18.50BP，DR007 下行 47.70BP，DR014 下行 111.27BP，DR1M 下行 96.91BP。SHIBOR 利率较上周表现一致下行。SHIBOR 隔夜利率为 0.9650%，较上周下行 12.80BP；SHIBOR1 周为 2.1410%，较上周下行 24.00BP；SHIBOR2 周为 1.7930%，较上周下行 123.20BP；SHIBOR3 月为 2.6450%，较上周下行 11.10BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所提升，截至 1 月 3 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 404.12 万平方米，较上周减少 109.43 万平方米。其中一线城市成交 127.34 万平方米，二线城市成交 154.16 万平方米，三线城市成交 122.61 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 12 月 31 日，市场日均零售 12.21 万台，同比增速为 -2.00%。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上行，Myspic 综合钢价指数与螺纹钢指数均上涨。截至 1 月 8 日，螺纹钢价格较上周由 4368 元/吨上涨至 4432 元/吨，圆钢较上周由 4499 元/吨上涨至 4538 元/吨，热轧板卷价格较上周由 4654 元/吨上涨至 4702 元/吨，中板价格上周由 4866 元/吨上涨至 4889 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 0.86%，螺纹钢指数上涨 1.28%。本周较上周焦煤价格与动力煤价格一致上涨。焦煤期货结算价 1764.00 元，比上周价格上涨 7.69%；动力煤期货结算价 709.00 元，较上周价上涨 5.72%。截至 1 月 7 日，有色金属各品种价格表现一致上行。分品种来看，相比上周，锌价上涨 4.32%，铅价上涨 3.00%，铜价上涨 3.75%，铝价上涨 2.02%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上涨。截至 1 月 8 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 137.72，较上周上涨 2.20%，山东蔬菜批发价格指数收于 185.15，较上周上涨 5.23%。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上行，原油价格有所上涨。1 月 8 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 173.35 点，较上周上涨 3.29%；南华工业品指数收于 2690.36 点，较上周上涨 5.48%。截至 1 月 8 日，布伦特原油期货结算价为 55.99 美元，较上周上涨 8.09%，WTI 期货结算价为 52.24 美元，较上周上涨 7.67%。

风险提示：货币政策超预期收紧；经济恢复超预期。

（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

事件

本周（1 月 2 日-1 月 8 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 217 支，总发行量 2024.24 亿元，较上周增加了 1419.84

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元，总偿还量1014.00亿元，较上周减少了342.56亿元，净融资额1010.24亿元，较上周增加了1762.40亿元。

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、企业债和公司债的发行利率较上周均小幅下降。短融的发行利率的下降幅度为48.69BP，中票的发行利率的下降幅度为20.79BP，企业债的发行利率的下降幅度为12.96BP，公司债的发行利率的下降幅度为15.84BP。

银行间和交易所信用债合计成交4231.34亿元，总成交量较上周2626.27亿元增加了1605.08亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交1818.31亿元、1969.60亿元、321.35亿元、122.09亿元。

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2.3568%，较上周2.4739%下降了11.71BP。3年期国债收益率为2.7768%，较上周2.8174%下降4.06BP。5年期国债收益率为2.9471%，较上周2.9512%下降了0.41BP。7年期国债收益率为3.1525%，较上周3.1699%下降了1.74BP。10年期国债收益率为3.1456%，较上周3.1429%下降了0.27BP。

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8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8日，大多数期限和种类信用债的等级利差呈扩大趋势。

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1921.16亿元。其次为公用事业、材料、金融、能源、房地产和可选消费，周交易量分别为587.10亿元、304.71亿元、286.50亿元、272.69亿元、230.99亿元和112.25亿元。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净融资额较上周均大幅上升，总偿还量则有所减少。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。总偿还量的主要下降动力自中期票据，短期融资券、企业债和公司债的总偿还量上升幅度有限。净融资额的主要上升动力来自短期融资券、中期票据和公司债，企业债的净融资额上升幅度有限。二级市场的交易量在本周同比大幅上升，上周元旦法定假期期间市场未发生交易，本周交易日恢复正常。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一致，主要呈下降趋势。本周信用利差主要呈缩窄趋势，但是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，成交量上升42.68%；主要行业中，公用事业本周成交量涨幅最大，为81.54%；其次为材料行业，涨幅大49.62%。

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）

固收周报：迎蓝潮再通胀交易势大，提防市场超调

请务必阅读正文之后的免责声明部分

观点

一周观点：蓝潮推动通胀预期上升，提防收益率曲线长端过快抬升：上周美国佐治亚州参议院席位决选，民主党拿下全部两个席位，略超市场预期，加上副总统哈里斯在参议院的一票，民主党至此拿下两院一宫，横扫立法和行政分支。后续短期纾困加码箭在弦上，长期基建计划也有望更快通过更大规模的方案。我们认为这将使得今年的通胀中枢上行比此前预期来的更快，10 年期美债收益率和 10 年期 TIPS 收益率之差以及美债期限利差走阔也印证了这一观点；此外纾困再加码和更大规模基建将有助于美股短期的表现，然而两党共识中的科技巨头反垄断案，恐导致美股板块轮动，考虑到 2020 年美股涨幅主要由受益于极宽松货币政策与居家令的头部科技企业所代表的成长股所贡献，再叠加民主党之后预计将推行的加税措施，中长期来看美股存在整体估值下修的潜在情形，但整体或还是“净宽松”；总需求抬升将推动大宗商品继续向好，而联储持续维持超宽松将推动实际利率再下台阶，为金价提供一定支撑；同时通胀快于预期或会提前联储政策转向的时点，我们认为 2021 年底前联储或释放扩表降速预期，2022 年因此将成为关键年，联储或将启动被动式、渐进式缩表并同时释放当年（2022 年）或次年（2023 年）加息的前瞻指引。

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

策略分析

美国：短期来看，蓝色浪潮超预期推动通胀更快上行，短期不确定性降低，12 月制造业 PMI 新高凸显经济扩张步伐持续，但其就业分项与 12 月非农不及预期暗示年底疫情扩散对劳动力市场存在限制，拖累经济复苏；综合来看，短期美元维持低位震荡，美股在高位震荡基础上或有缓慢上行趋势，若遇后续疫情影响超预期或财政宽松力度不及预期等则会有所回调，受通胀预期上行推动，美债收益率曲线整体上行且走峭；中长期来看，经济复苏叠加宽松政策持续，或引起通胀抬头，美债收益率曲线进一步趋陡，且收益率曲线总体上移；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，此外结构会出现调整，因疫情出现的板块估值结构性变动将面临回调。

欧洲：短期来看，欧元区经济指标显示第四季度经济疲软，疫苗的批准和投放速度仍然缓慢；另一方面，英国经济受到新一轮防疫封锁影响，叠加消化脱欧压力，使市场对英国央行实施额外货币刺激的预期增加；综合来看，对欧元、英镑短期内走势保持中性；中长期来看，基本面趋势上美强欧弱的格局虽然趋向模糊，但欧元区层面上财政难发力问题，相比较于美日仍将桎梏住欧洲货币、财政同时发力的潜在利好，强势英镑、欧元在中长期路径上或伴随联储货币政策趋紧而呈现周期性贬值趋向。

日本：短期来看，日本多地实行紧急状态，疫情恶化进一步打击复苏节奏，或迫使一季度经济陷入负增长；另一方面，日本政府追加生育补助应对少子老龄化，为内需增长带来一定动力；综合判断，维持日元短期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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，民主党的“蓝潮”一扫前期通胀预期中枢不足的利空因素，但 riskon 导致名义收益率快速上行，导致实际收益率同步存在上行压力，给黄金带来新的短期利空因素；中长期来看，我们认为名义收益率抬升速度仍将可能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：风险信息周报（2021.01.04 -2021.01.10）

负面信息：本周（01 月 04 日-01 月 10 日）负面信息共 4 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” 兑付风险警示；海口美兰国际机场有限责任公司主体评级下调；深圳市新纶科技股份有限公司主体评级下调；天安人寿保险股份有限公司主体评级下调。

取消发行：银川通联资本投资运营有限公司取消发行 7 亿元；南通苏通科技产业园控股发展有限公司取消发行 4 亿元；重庆医药(集团)股份有限公司取消发行 5 亿元；内蒙古伊利实业集团股份有限公司取消发行 50 亿元；中电建路桥集团有限公司取消发行 15 亿元；宁波市鄞城集团有限责任公司取消发行 2.5 亿元；中国交通建设股份有限公司取消发行 20 亿元；中国宝武钢铁集团有限公司取消发行 60 亿元；厦门象屿金象控股集团有限公司取消发行 5 亿元；中国东方航空股份有限公司取消发行 30 亿元；六盘水市旅游文化投资有限责任公司取消发行 1 亿元；江西省省属国有企业资产经营(控股)有限公司取消发行 10 亿元。

持有人会议：舟山金建投资有限责任公司于 2021 年 1 月 6 日召开“19 舟山金建债 01”、“19 舟山金建债 02”2021 年第一次债券持有人会议；北京华联商厦股份有限公司于 2021 年 1 月 6 日召开“18 华联 01” 2021 年第一次债券持有人会议；海南航空控股股份有限公司于 2021 年 1 月 6 日召开“19 海南航空 SCP002”2021 年第一次持有人会议；鸿达兴业集团有限公司于 2021 年 1 月 9 日召开“18 鸿达兴业 MTN001”持有人会议。

其他关注信息：海通证券股份有限公司受到交易商协会警告；工银金融租赁有限公司受到天津银保监局处罚；国开证券股份有限公司收到行政监管措施决定书；龙源电力集团股份有限公司签署合并及重大资产置换意向协议；新光控股集团有限公司进入破产重整程序；雅安发展投资有限责任公司涉及重大诉讼(仲裁)；江海证券有限公司涉及重大诉讼(仲裁)；北京华业资本控股股份有限公司涉及重大诉讼(仲裁)；深圳茂业商厦有限公司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：12 月外汇储备数据点评：美指下降估值为正，外储规模环比

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上升

事件

数据公布：中国 12 月外汇储备 32165.22 亿美元，前值 31784.90 亿美元，环比增加 380.32 亿美元，上月为环比增加 505.08 亿美元。中国 12 月末外汇储备为 22332.79 亿 SDR，前值 22225.75 亿 SDR，环比下降。12 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

观点

美元指数小幅下跌，汇率折算因素偏正。12 月非美元货币相对美元涨跌互现，美元指数呈下跌趋势。11 月美元指数小幅下跌，由 11 月末的 92.03 下跌 2.64%至 12 月底的 89.60，英镑对美元升值 2.26%，欧元对美元升值 3.14%，美元兑日元较 11 月末下降 1.07%。12 月人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑美元中间价从 11 月末的 6.5782 升值到 12 月末的 6.5249。整体来看，受主要国家财政及货币政策、新冠疫苗研发进度影响，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅增加，汇率折算因素总体影响偏正面。

英欧收益下行，债券估值因素为正。12 月外汇储备的投资资产美日债收益率上行，英欧债收益率下行。债券估值变动对当月外汇储备规模为正向作用。12 月，美国 10 年期国债收益率由 0.84%升至 0.93%，上行 9.00BP，英国国债收益率下行 9.28BP，日本国债收益率上行 0.10BP，欧元区公债收益率下行 2.03BP。主要国家资产价格整体有所上升，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率上升。美财政部最新 TIC 报告显示，10 月份中国减持美国国债 77 亿美元，所持美国国债规模达 1.05 万亿美元，是美国第二大债权国。日本减持美国国债 67 亿美元，至 1.27 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。

汇率长期稳中有升，短期升值速度放缓。人民币近期升值明显，一是由于我国在疫情后率先实现复工复产，基本面推动人民币升值；二是由于应对疫情我国与世界主要经济体所采取的货币政策不同，海外选择通过大规模扩大其央行资产负债表规模来“放水”，而我国采取的货币政策强调灵活适度、精准有效。展望后期，随着疫苗研发进度逐步推进，全球经济或将复苏，人民币升值速度放缓，但长期仍会保持稳中有升态势。

展望和判断：12 月外汇储备上升是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产上升；美债等资产价格变化促使账面资产价格上升，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备上升。展望 1 月，世界经济形势依然复杂严峻，疫情冲击仍未散去，国际金融市场存在不确定因素，但我国外汇市场总体保持平稳，外汇储备规模总体稳定。

一季度黄金储备展望：展望一季度，受新年消费季节性因素影响，黄金价格会上涨；同时大型对冲机构年底会存在防御配置需求，贵金属成为了获益资金的安全池。长期来看，美国实际利率进入负值区间，导致黄金中长期的牛市，但是短期内除非再次出现加码宽松的政策，否则黄金将保持横盘调整。我国短期内的黄金储备预计将保持稳定，长期存在增持空间。

风险提示：全球经济复苏不及预期，宏观政策超预期。

（证券分析师：李勇　　研究助理：周璐）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

金工专题报告:【东吴金工 扬帆起航】ETF 做市业务全解析:全球与中国对比

研究结论

研究背景：在全球金融创新发展的大背景下，交易所交易基金 ETF 应运而生,在全球市场上占有越来越大的权重。ETF 做市商的存在可以有效提高 ETF 流动性、减少价格风险、增加 ETF 产品规模，但市场对 ETF 做市业务知之甚少。近年来我国 ETF 做市业务已有了长足的发展，但盈利来源单一、做市对冲工具稀缺仍是制约我国 ETF 做市商发展的主要障碍。

ETF 做市评价体系：为了有效评价做市商的绩效，各大交易所根据自身市场的不同情况制定了不同的指标体系，尽管每个交易所的评价指标构成不同，但是开盘集合竞价、收盘集合竞价这两个特殊交易时段的报价行为，如报价量、价差、参与率等均是考核做市商行为的关键指标。

ETF 做市商盈利机制：在全球范围内，各大市场 ETF 做市商的盈利方式主要依靠报价价差收入、ETF 折溢价价差套利收入及各大交易所的税收返还和激励收入。但是各个市场主要盈利来源各不相同。美国、欧洲等主要的 ETF 做市盈利来源于双边报价的价差收入;台湾市场的 ETF 做市盈利来源主要是 ETF 一二级市场价差收入；而我国 ETF 做市商因无法通过 ETF 一二级市场价差及双边报价获利，主要收入来源是基金公司的返佣。

我国交易市场 ETF 做市商现状：我国 ETF 做市商受限于交易速度与对冲工具缺失，无法依靠 ETF 做市报价获得稳定的收益，同时由于国内近两年股指期货的长期贴水行情，ETF 做市商甚至处于亏损状态；此外由于国内 ETF 做市商对于一级市场申赎并没有垄断权甚至没有优先权，ETF 做市商也无法通过一二级市场价差获利，反而可能被 ETF 折溢价套利者套利。这些因素导致 ETF 做市商并没有足够的动力积极做市，根据上交所公布的 2019 年度基金流动性服务商评级情况公告显示，12 家主做市商中，评级在 A 以上的合格 ETF 做市商只有 5 家，真实履行做市义务的服务商仅占少数。

我国 ETF 做市商评价标准的不足:我国 ETF 做市商的评价标准存在不足，一定程度上抑制了 ETF 做市商做市的动力：1.没有设置专项指标评价流动性服务商想应阔价差情况; 2.评价指标没有区分对待流动性提供部分和消耗部分,这样不利于鼓励ETF做市商主动挂单 3.评价指标没有区分ETF做市产品的流动性情况，不能鼓励做市商为流动性差的产品做市。

风险提示：本报告的研究是历史数据的统计结果，在实际交易中请谨慎参考。

（证券分析师：高子剑　研究助理：张翔宇）

行业

建筑材料行业跟踪周报：玻纤强者恒强，周期建材预期修复

投资要点

继续首推玻纤。近期玻纤行业价格总体平稳，但各企业普遍产销情况良好、资源紧俏，市场上缺货现象严重，同时库存水平较低，叠加下游持续赶工，我们认为进一步涨价是大概率事件。继续强调中期看好玻纤的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大逻辑：随着制造业库存周期重启、机器替代人工、更新换代等需求共振释放，本轮制造业复苏将持续较长时间；与此同时，海外经济中期复苏趋势明显，对直接出口和间接出口均有拉动，看好相关上游原材料，首推玻纤。标的中国巨石、长海股份等

建筑业链条等待预期修复。建筑业上游水泥、减水剂、消费建材等自三季度来持续跑输大盘，主要原因是地产链整体预期恶化，同时三道红线调控力度未减压制估值，加之基建需求持续低于预期。但目前部分标的如海螺水泥、华新水泥、苏博特、蒙娜丽莎等估值普遍回到较低水平，悲观预期已逐步反映，密切关注后续预期修复的机会。

后周期品种维持中期看好。后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击逻辑仍然持续，从地产过去半年的指标来看，新开工、投资等领先指标持续回升，中期竣工数据仍有望保持高位，相关龙头仍然看好，标的兔宝宝、三棵树、北新建材等。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块上涨 4.1%，领先上证综指 1.3 个百分点。子版块中涨幅靠前的为其他建材、水泥制造。个股领涨的为东方雨虹、金晶科技、北新建材、海螺水泥、天山股份等。

水泥行业：全国需求走淡，价格明显下行。本周四，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 153.63 点，环比下跌 0.63%，同比下跌 7.27%。元旦假期叠加大范围寒潮，全国需求继续走淡，全国均价首次出现明显环比下行。

玻璃行业：多种因素影响，区域价格调整。本周玻璃现货市场下跌。2021 年 1 月 08 日中国玻璃综合指数 1523.75 点，环比上周上涨-11.49 点。浮法玻璃在产产能 98262 万重箱，环比上周变动 0.55%，同比增长 4.50%；浮法玻璃行业库存及库存天数回升。

玻纤行业：无碱粗纱稳中有涨，电子纱市场涨势较强。本周无碱池窑粗纱市场整体保持偏稳趋势，本周电子纱市场行情维持向好走势，当前下游需求表现良好，支撑力度仍较强。

风险提示：1）库存上涨超预期；2）涨价进度不及预期；3）下游需求恢复缓慢。

（证券分析师：杨件）

商业贸易行业跟踪周报：化妆品/服装数据深度追踪：11、12 月淘系美妆增速分化，华熙旗下多品牌持续高速增长

行业观点：

11-12 月阿里系护肤/彩妆类规模增速分别为 31.8%/25.9%。2020 年 12 月，阿里系护肤/彩妆类市场规模分别为 152/74 亿元，分别同增 8.9%/11.7%。2020 年 11-12 月，阿里系护肤/彩妆类市场规模分别同增 31.8%/25.9%，“双 11”期间整体增速较快。

12 月阿里系护肤/彩妆类 TOP10 品牌均国际品牌数量占优。护肤类前十品牌中，国货品牌 2 个，国际品牌 8 个。其中，樊贞和科颜氏增速最快，分别同增 361%/143.7%。彩妆类前十品牌中，国货品牌 3 个，国际品牌 7 个。其中，国货品牌完美日记、花西子和 Colorkey 分列 1/2/5 位。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上市公司品牌增速分化，华熙多品牌持续高速增长，佰草集、丸美品牌调整增速放缓。从跟踪上市公司品牌天猫旗舰店数据看，华熙生物旗下各品牌持续高速增长，润百颜/夸迪/米蓓尔分别同增 163%/14023%/231%；珀莱雅旗下主品牌珀莱雅和国风彩妆品牌彩棠分别同增 35%/155%；上海家化旗下玉泽/六神分别同增 41%/57%，佰草集受品牌调整影响，同减 15%；薇诺娜/御泥坊/丸美分别同比变化+22%/+80%/-40%。

近期报告：

《南极电商：启动上市以来规模最大的回购计划，拟现金回购 5-7 亿元，坚定长期发展信心》：以自有资金回购用于实施股权激励或员工持股计划，体现长期发展信心，利于深度绑定核心员工利益。

《波司登：疫情下第三财季羽绒服流水增速持续强劲，“长冬+疫情恢复”看好 Q4 业绩高增》：企业零售表现符合预期，四季度预期羽绒服消费反弹明显，波司登品牌及产品升级重塑，价格稳步向上。

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。

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　证券分析师：张家璇）

钢铁行业跟踪周报：看好钢铁股配置价值，首推板材与特钢

行情回顾：本周申万钢铁上涨 4.1%，领先上证综指 1.3%。涨幅居前的个股为甬金股份（22.5%）、中信特钢（20.7%）、久立特材（12.18%）。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 5.4%、4.7%、8.4%、3.6%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 33.4%、29.4%。

行业跟踪：本周钢材社会库存 899 万吨，环比增 6.6%；其中长材库存 490 万吨，环比增 10.4%；板材库存 409 万吨，环比增 2.4%。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 1.9 万吨，环比降 13.5%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 83.3%，环比降 1.1pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 68.5%，环比降 2.0pct。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 556、692、1070、532 元/吨，环比分别-17.5%、-14.0%、-13.4%、-24.3%。

本周观点

淡季临近供需尚可，库存增速缓慢。行业逐步进入淡季，钢铁需求逐步下降，但跟踪的钢铁库存增幅可控，反应实际供需情况尚可，维持 1 月底钢材社会库存同比增幅为负的判断。受淡季影响，现货价格持续下跌，但期货价格相对平稳，反映市场预期仍相对乐观，后续一段时间主要看期货价格。我们认为目前为止，宏微观层面信息偏积极，但考虑到价格绝对水平仍处高位，预计期货市场可能维持震荡偏强格局。

钢铁业绩改善趋势确定。短期钢价下跌，但跟踪的钢铁利润高位稳定，特别是即时毛利数据有小幅上升趋势。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。后续两个月宏观真空期，周期股表现主要看业绩，我们

请务必阅读正文之后的免责声明部分

认为钢铁股仍是年报表现较好的几个板块之一，相关标的具备再次配置价值。

投资建议：继续基于制造业复苏逻辑看好钢铁板块，首推板材和特钢。1）估值历史低位，叠加制造业复苏、海外经济回升，板材企业基本面中期确定性改善；2）标的：首推宝钢股份（汽车板龙头）、中信特钢（制造业用轴承钢龙头），关注新钢股份、鞍钢股份、华菱钢铁、河钢资源（铁矿石龙头）、方大特钢（高弹性长材）、久立特材。

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）

电气设备新能源行业周报：电动新车型密集发布需求值期待，产业链供给紧张涨价超预期

投资要点

电气设备 9250 上涨 9.1%，表现强于大盘。光伏涨 12.73%，发电设备涨 8.87%，新能源汽车涨 4.21%，风电涨 4.15%，工控自动化涨 4.08%，锂电池涨 3.46%，核电跌 0.53%，发电及电网跌 0.53%。涨幅前五为京运通、天齐锂业、格林美、雅化集团、寒锐钴业；跌幅前五为中环装备、威尔泰、纳川股份、新纶科技、科恒股份。

行业层面：电动车：蔚来 Nioday 发布二代换电站和 150kWh 固态电池方案，ET7 预售补贴前 44.8 万元起；特斯拉 2020 年全年交付约 50 万辆电动车，同增 36%；特斯拉与松下签订新的电池定价协议，松下将向特斯拉供应日本生产的锂离子电芯；特斯拉将在上海超级工厂内生产第三款车型，最快 2022 年量产交付；苹果或与联合现代共同研发自动驾驶汽车；地平线宣布完成 C2 轮 4 亿美元融资，由宁德时代等领投，将用于加速新一代 L4/L5 级汽车智能芯片的研发和商业化进程；SK 集团收购 PlugPower 股权，布局氢燃料电池；理想汽车 2020 全年交付超 3 万辆；蔚来 2020 全年交付 4.4 台，同增 112.6%；小鹏汽车 2020 年交付 2.7 万辆，同增 112%；比亚迪 12 月新能源车销量 2.88 万辆，同增 120%LG 与 SQM 签署 8 年共 5.5 万吨锂盐采购合同；SKI 再投 65 亿扩充美国工厂电池产能，预计在美产能将达到 21.5GWh；蔚来计划推磷酸铁锂车型；加州 21 年经济刺激计划中有 15 亿$用于电动车及基础设施。新能源：2020 年初步统计光伏新增并网 45.29GW，风电新增并网 48.90GW；风光合计 94.19GW，首次超过 90GW！国网公示 2021 年首批可再生能源发电补贴项目清单,共涉及 52 个集中式光伏项目，总装机容量达 1.58GW；全国碳排放权交易管理办法（试行版）2 月 1 日将施行；中石化对话光伏四龙头，合作前景广阔；全国首家分布式发电市场化交易试点项目建成投运；晶科能源大面积 N 型单晶硅单结电池转换效率达 24.9%，再创世界记录；工控&电网：国家电网超额完成 2020 年度基建投资任务；20 年 12 月工控行业销售跟踪：伺服安川 2.5 亿（+56%）、松下 1.6 亿（-5%）、台达 1.1 亿（+1%）、禾川 0.3 亿（+8%）；低压变频 ABB 销售 2.5 亿（+25%）、安川 0.98 亿（+23%），中大型 PLC 施耐德销售 0.85 亿（+11%）。

公司层面：恩捷股份：1）李小明减持公司股份 621 万股（占公司总股本 0.70%）+恩捷转债”转股数量为 0.12 亿股，致使李小明及其家族控股公司被动稀释 0.43%，变动比例总计为 1.13%；2）拟投资 58 亿元在重庆长寿经开区建设 16 条锂离子电池微孔隔膜生产线及 39 条涂布线。当升科技：发布新增股份上市公告书，发行价 24.30 元/股，？1690 万股，本次

请务必阅读正文之后的免责声明部分

发行后公司股份数量为 4.5 亿股。晶澳科技：与亚玛顿签署《战略合作协议》，拟于 2021 年 1 月至 2022 年 12 月期间采购光伏镀膜玻璃，预估采购量不少于 7,960 万平米，总金额约 21 亿元。福斯特：集团及林建华先生合计减持福 20 转债 170 万张（17 亿元），占发行总量 10%。天合光能：子公司 TRINASOLAR(U.S.),INC.与 NEXTERA？ENERGY？签订 210 尺寸组件长单销售合同，预计 22-23 年合计销售约 4GW。金博股份：发行可转债 6.15 亿元，用于热场复合材料产能建设项目和补流。林洋能源：截至 21 年 1 月 5 日，累计回购股份 0.37 亿股，占回购前总股本的比例 2.10%。天齐锂业：1）股东张静女士解除质押股份 1 亿股，拟减持 80 万股；2）股东李斯龙先生拟减持 0.27 万股，天齐集团及其一致行动人现合计持有 5.2 亿股，占总股本 35.24%。金风科技：全资子公司天润启航认缴出资 10 亿元参与三峡清洁能源基金投资，交易完成后，天润启航持有三峡清洁能源基金股权 22.20%。太阳能：20 年归母净利润约 9.3-10.5 亿元,同增 2.1%-15.28%。炬华科技：2020 年归母净利润？2.9 亿元-3.3 亿元，同增 20%-35%。

投资策略：ModelY、NIOET7 等发布均有超预期，国内继 Q4 连续超预期后，1 月销量也很值期待，1 月排产环增 5%，Q1 春节因素环比下降预计 5%以内，超出预期，碳酸锂价格快速上涨至 5.5 万，后续有望超预期上涨，钴、六氟、正极价格均上涨，供应链明显紧张，今年国内预计 200-220 万+，同增 50-60%；12 月欧洲年底主流十国注册超 25 万大超预期，20 年预计近 130 万，同增 120%+，21 年预计 200-220 万，同增 70-80%；美国拜登当选有望鼓励电动化，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 25%，2030 年 25%超预期，欧盟碳排放目标提升到 55%，美国拜登当选后回气候谈判，都将加快光伏从辅助能源到主力能源的进程，短期各环节价格趋稳，20 年国内装机估计 45GW，同增 50%；21 年 60GW+，20 年全球 120-130GW，同增 10%，21 年确定性大年，全球 170-180GW，同增 35%+，强烈看好光伏龙头。工控今年 Q1 同降 12.4%，先进制造同增 15%+，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，电网设备龙头向好。风电 20 年抢装超预期，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（逆变器龙头增长超预期、储能业务前瞻布局）、亿纬锂能（锂原&动力锂电龙头、电子烟投资收益极高）、新宙邦(六氟和电解液涨价、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）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、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）、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）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、固德威（组串式逆变器龙头、储能逆变器新秀）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、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）、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、天奈科技、爱旭股份、雷赛智能、欣旺达、福莱特、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

良信电器、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、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）

通信行业跟踪周报：本周专题：5G 应用“满园春色”带动流量加速提升，重点关注三大运营商估值修复和产业互联网等赛道投资机会

投资要点

本周策略观点：1、5G 应用带动流量加速向上：当前 5G 应用呈现“满园春色关不住”的态势，国内数据流量和移动 ARPU 值等数据均有加速趋势，5G 流量进入加速向上阶段。2、纽交所摘牌对运营商基本面无实质影响，运营商低估值存在修复空间：1 月 7 日，纽交所表示将继续推动三大运营商摘牌决定，我们认为，摘牌事件对运营商业务运营及业绩无实质影响，2020 年以来三大运营商业绩出现回升趋势，而运营商港股和 A 股 PB 估值均处历史低位，存在修复空间。3、工信部表示要增强产业链供应链自主可控能力，大力发展数字经济：我们认为，未来产业互联网将加速推进，运营商估值修复带动产业链投资机会，建议持续关注产业互联网赛道优质标的。

行业动态及点评：工信部部长肖亚庆：2021 年将增强产业链供应链自主可控能力，大力发展数字经济；Omdia：2021 年 5GRAN 投资将超过 LTE；工信部支持重庆（两江新区）创建国家级车联网先导区；盘点 2020 之 5G 生态：赋能千行百业，5G 已然“春色满园关不住”。

行业前瞻：数字经济·数字科技·数字金融——2021 零壹财经新金融年会（2021.1.13）、科技新基建大会（2021.1.22）

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。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 1.26%；沪深 300 指数上涨 5.45%；行业跑输大盘 6.71pp。东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 0.34%，年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

初至今上涨 26.38%。

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）

社服新消费行业周报：悦刻拟赴美上市，电子烟浪潮再起

投资要点

本周专题：雾化烟龙头悦刻拟赴美上市，电子烟浪潮再起

2020 年 12 月 31 日，国内封闭式电子雾化烟第一品牌悦刻的母公司雾芯科技向美国证监会递交招股书，拟于纽交所上市，股票代码为“RLX”。

成立于 2018 年的雾芯科技高速发展成市占第一。公司 20 年前三季度实现 22.01 亿元收入（+93.28%）；实现净利 1.09 亿元（+10.8%），调整后净利达 3.82 亿元（+169.8%）。据 CIC 统计，2019 年和 2020 年前三季度，以零售额计，公司在封闭式电子烟市场分别占据 48%和 62.6%的份额；同时在电子烟用户的消费者心智占有率为 67.6%，位列第一。

中国拥有最多的烟草用户，减害型烟草市场空间广阔。2019 年中国约有 2.87 亿烟草用户，是目前世界上最大的市场；而电子烟渗透率仅 1.2%，相比于美国（32.4%）和英国（50.4%），国内渗透率提升空间广阔。按零售额计，19 年中国电子雾化烟的市场规模为 15 亿美元，预计 23 年将达到 113 亿美元，19-23 年 CAGR 为 65.9%；其中，封闭式电子烟为主要驱动力，预计 19-23 年 CAGR 将达 77.5%。

强研发支撑丰富产品矩阵快速迭代。公司拥有理化和生物科学两大实验室，致力于减害型电子烟产品技术研发，以支撑一流产品力；通过不断迭代推出五大世代丰富产品矩阵，满足多元消费需求，形成强用户粘性。按出货量计，20 年前三季度烟具出货量达 5.6 百万支，同比增长达 81%；烟弹出货量达 124.7 百万支，同比增长高达 162%；其中，18 年烟弹/烟具比例为 11.8，而 20 年前三季度增长至 22.27，凸显用户高复购。

领先的整合型线下渠道广泛覆盖。19 年 11 月电子烟线上禁令后，公司的销售渠道主要以分销（通常就电子烟签订排他协议）和加盟品牌专卖店等线下渠道为主，20 年前三季度经销占比达到 98.2%。对于加盟商，公司目前并不向加盟商收取授权和服务费用，以刺激加盟意愿；并设计了多元化的专卖店形式，以适应多样的销售场景而实现快速扩张。截至 20 年 9 月 30 日，合作经销商已达 110 家，向超过 5,000 家品牌专卖店和超过 10 万家分销网点供应产品，已经实现全国 250 个城市的覆盖。

投资建议：电子烟行业红利下，悦刻作为国内封闭式电子雾化烟的第一品牌，在持续正反馈的“增长飞轮”模式下，有望持续强化品牌影响力和市场占有率，建议关注其母公司雾芯科技。同时，作为悦刻的主要供应商，2020 年前三季度悦刻超过 70%的采购来自于雾化龙头思摩尔，其同样将持续受益于行业红利，建议关注。

本周观点：展望 2021，疫后顺周期和服务消费成长是主旋律，亦是十四五规划消费内循环核心。同时，美国民主党横扫参众两院，强政策刺激预期愈发强烈，预计全球流动性边际将继续扩大，国内消费龙头估值有望持续提升。

建议关注疫后复苏叠加龙头逆势扩张的餐饮、行业高景气叠加国产替代

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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递交上市材料的事件催化，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）

化工行业 2021 年 1 月第 2 周周报：本周原油大幅反弹，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 3,570.11，本周累计上涨 2.79%，深证成指本周上涨 5.86%，化工板块（申万）上涨 5.63%。

本周化工个股表现：本周化工板块涨幅居前的个股有奥克股份、雅化集团、东方盛虹、华峰化学、怡达股份、中简科技、龙蟒佰利、山东赫达、普利特、万华化学。其中，受特斯拉 ModelY 大幅降价的影响，锂电材料标的奥克股份（电解液溶剂）、雅化集团（电池级氢氧化锂）本周强势上涨。此外，在龙头估值溢价行情中，华峰化学、龙蟒佰利、万华化学、赛轮轮胎、宝丰能源、恒力石化等化工行业龙头本周均有超过 15%的涨幅。

本周原油市场动态：欧佩克达成减产协议，叠加美国原油库存连续下降，原油价格全面上涨。本周 ICE 布油报收 55.99 美元/桶（+8.09%）；WTI 原油报收 52.24 美元/桶（+7.67%）。

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天然气现货(+21.3%)、煤油(+18.7%)、丙二醇(+13.8%)、三氯乙烯(+12.6%)、四氯乙烯(+11.1%)。本周第二波寒潮来袭，城燃气需求显著增加，且部分地区疫情防控升级，车辆运输受阻，天然气现货价格飙涨。丁、辛醇及产业链下游的 DBP 由于前期涨势过快，且当前市场缺乏显著利好，价格难以维持高位出现回落。

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。

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）

电气设备行业点评：11 月全球销量点评：欧洲主流国家渗透率接近 20%拐点，高增持续

投资要点

海外市场同比持续高增长。11 月海外电动车销量 18.60 万辆，环比增 2%，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比增 107%，其中欧洲 11 月销量 14.36 万辆，同比增加 169%，环比增 2%。今年 1-11 月全球电动乘用车累计销量 237.07 万辆，同比升 35%，其中国内销量累计 97.71 万辆，同比增加 6%，欧洲市场累计销量达 102.71 万辆，同比增 121%。

欧洲市场不受疫情影响，各国渗透率进一步提高。11 月欧洲共销售 14.36 万辆，同环比+169%/+2%，电动车渗透率 11.10%，同比增 4.92pct。其中德国 11 月销售 5.75 万辆，同比大增 415%，环比升 25%，占欧洲销量比重 40%，是欧洲市场主要增量来源，电动车渗透率增至 19.83%。法国 11 月销 1.90 万辆，同环比+208%/-14%，渗透率 11.73%，英国 11 月销 1.82 万辆，环比增长 4%，同比增加 101%，渗透率增至 12.76%。挪威（1.00 万辆，同环比+68%/-2%，渗透率 65.53%）、瑞典（9421 辆，同环比+131%/+2%，渗透率 31.72%）。

特斯拉中国欧洲环比高增，年底冲量明显。11 月特斯拉全球共销售 5.05 万辆，同环比+91%/+43%；1-11 月累计销售 37.96 万辆，同比增 31%。美国市场 11 月销售 2.16 万辆，销量同环比+32%/+10%；1-11 月累计销售 17.86 万辆，同比升 15%。中国市场由于上海燃油车限外牌的影响，11 月销 2.16 万辆，占比 43%，销量同环比+286%/+78%，贡献主要增量；1-11 月累计销量 11.43 万辆，同比升 195%。欧洲 11 月特斯拉销售 5523 辆，环比大增 291%，同比下降 38%；1-11 月累计销量 7.12 万辆，同比降 18%。11 月 ModelY 交付 1.3 万辆，环比增 17%，1-11 月累计销 5.41 万辆。

分车企来看，海外市场大众维持首位，特斯拉欧洲销量恢复。大众得益于 ID.3 快速上量，11 月海外销量 3.91 万辆，同环比+314%/+2%，居首位。11 月海外市场特斯拉销量 2.89 万辆，同环比+10%/+25%，居第二位。戴姆勒（2.29 万辆，同比+287%，插混车型 A-class、GLC-class 等表现优异）、雷诺日产（1.85 万辆，同比+85%，主要为 ZOE 贡献增量）、宝马集团（1.63 万辆，同比+43%）分别位居第 3-5 位。另外，现代-起亚受 11 月销售 1.61 万辆，同环比+69%/-18%。PSA 受益于标致 208、C5Aircross 等新车型，11 月销售 1.11 万辆，环比-18%，同比高增。？

海外装机快速增长，LG 装机同比高增。11 月海外电池装机电量 8.35Gwh，同比+121%，环比+14%，1-11 月累计装机电量 60.73Gwh，同比增长 63%。其中，LG 得益于国产 Model3、ID.3 的需求拉动，叠加雷诺 ZOE、奥迪 E-tron、现代-起亚 Kona 等热销车型拉动，11 月装机 3.97Gwh，同环比+263%/+7%，1-11 月装机电量合计 29.58Gwh，同比大幅增长 161%。松下受益于 ModelY 放量，11 月装机 3.14Gwh，同环比+50%/+39%，1-11 月累计装机电量约为 21.13Gwh，同比增 4%；三星 11 月装机电量为 0.48Gwh，同环比+53%/+4%，1-11 月累计 3.70Gwh，同比增长 36%，主要受益于大众 Golf 车型、宝马 3 系的拉动。宁德配套 PSA 海外装机电量约为 0.34Gwh，环比-17%，1-11 月装机电量累计 2.51Gwh。

投资建议

12 月欧洲销量超预期，国内也有望进一步超预期，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、新宙邦、天赐材料、璞泰来、容百科技、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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

汽车行业周报：12 月第五周批发同比+38%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车上升 3.9%，跑赢大盘 0.8pct。除了 SW 乘用车、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 乘用车幅度最大。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 28-31 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比上升。12 月 28-31 日乘用车零售销量日均 122080 辆，同比下降 2%，月度累计零售销量日均 68203 辆，同比上升 7%。12 月 28-31 日乘用车批发销量日均 140067 辆，同比上升 38%，月度累计批发销量日均 67800 辆，同比上升 7%。

库存：11 月传统乘用车企业库存+3.5 万辆，企业累计库存为-44 万辆，渠道库存+26.9 万辆，渠道累计库存为 400 万辆，渠道库存系数为 2.4 月。

价格：12 月下旬折扣率小幅增加。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。12 月下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 11.23%，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 3 日，小鹏汽车官宣新车将使用 Livox 激光雷达。1 月 4 日，蔚来汽车 2020NIODay 上将首款搭载旗舰轿车、150kWh 电池系统及第二代换电站等。1 月 5 日，长城汽车宣布与高通达成合作，将率先采用高通 SnapdragonRide 平台，打造高算力智能驾驶系统。1 月 6 日，比亚迪宋 Pro 领航版正式上市，售价 12.99 万元。1 月 8 日，长安汽车 CS85COUPE 上市，售价 11.99 万起。

投资建议：智能电动化浪潮下，中国正经历自主崛起百年机遇，我们坚定全面看多汽车板块。看多汽车板块三大理由：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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（长城汽车/吉利汽车/比亚迪/长安汽车/广汽集团/上汽集团），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。

（证券分析师：黄细里）

国防军工行业双周报：春季行情有望持续，建议超配核心赛道优质企业

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：

10 余项军队条例法规新年起开始施行，国防和军队现代化建设持续深入。《军队装备条例》、《军队计量条例》、《军队后勤条例》、《现役军官管理暂行条例》及相关配套法规等 10 余项军队条例法规自 2021 年 1 月 1 日起开始施行，标志着国防和军队改革正由解决体制结构问题向解决政策机制问题过渡，进一步理顺制约军队质量效能提升的政策性问题。随着国防和军队改革的深入，适应于联合作战体系、以练兵备战为导向的战斗力建设将得到加强，有望加速新型武器装备的升级换代，促进信息化智能化武器装备的发展，有利于国防科技工业高质发展，相关产业链核心企业有望持续受益。

订单加速+业绩高增+风险偏好提升，看好板块春节行情的持续性。（1）十四五期间部分新型武器装备列装进程加快，产业链上游配套企业新签订单加速增长，2020Q4 高德红外军品订单密集落地，全年重大合同金额超过 20 亿元，此外红相股份、海格通信、威海广泰、亚光科技等企业披露的军品合同金额均显著增加，验证了行业景气度的快速提升。（2）2021 年是十四五开局之年，由武器装备列装加速牵引出的需求，有望率先反映在上游元器件、原材料等环节核心配套企业的财务数据中，一季报业绩有望催化板块投资机会。（3）流动性持续充裕的背景下，市场风险偏好有望提升，市场对军工板块高景气的关注度将进一步提高。

聚焦行业高景气主航道，建议超配核心赛道优质企业。十四五期间新型武器装备有望集中进入规模量产，我们预计航天武器、航空装备、国防信息化领域的复合增速将超过 20%，带动产业链各环节的业绩快速释放，其中：（1）上游原材料、元器件最早受益于行业景气提升，且相对于分系统配套、主机厂盈利能力更强，从而表现出更高的业绩弹性；（2）下游主机厂最先感受行业景气度变化，是壁垒最高、稀缺性最强的核心军工资产，是产业链中成长确定性最高的环节。我们看好一季度军工板块行情的持续性，建议在航天武器、航空装备等高景气赛道中，重点配置竞争优势突出、成长性好、业绩确定性强的核心标的。

投资主线：

在行业订单加速、一季报业绩有望高增长以及市场风险偏好提升背景下，我们看好军工板块一季度的投资机会，建议从成长性和确定性两个角度超配优质标的：

（1）成长性：军用元器件和军用新材料行业中，各细分领域至少具备“新型装备放量”、“产品渗透率提升”、“国产替代”中的两重逻辑，表现出

请务必阅读正文之后的免责声明部分

较强的成长性，建议重点关注军用电容器、复合材料方向，推荐火炬电子、光威复材、鸿远电子，关注中航高科、宏达电子、菲利华。

（2）确定性：下游主机厂是产业链中壁垒最高、稀缺性最强的核心资产，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；

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）

机械设备行业跟踪周报：工程机械、新能源维持产销两旺，机器视觉为智能制造赋能前景可期

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】

2.投资要点

【工程机械】2020 年挖机销量大幅增长 39%，2021 年有望开门红

12 月挖机销量同比+56%，累计同比+39%；其中 12 月国内同比+59%，出口同比+44%。1 月核心零部件厂商挖机油缸排产量再创新高，同比+75%，下游旺盛需求持续，2021 年迎接开门红是大概率事件。？

12 月国产龙头挖机单月同比+85%，单月市占率 33%，累计同比+51%，累计市占率升至 28%。国产第二名单月同比+86%，累计市占率 16%；海外龙头单月同比+20%，累计市占率 10%。？

此轮周期延续性明显强于上轮。业内专家普遍对 2021 年挖机需求保持乐观，增速中枢 10%左右。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】中、下游需求持续旺盛，全球电动化趋势确定利好设备商

下游：①国内：ModelY 公布 33.99 万预售价带来火爆订单，1 月排产环比+5%，超出预期，东吴电新组预计 ModelY2020 年销量将达 135 万，2021 年 200 万以上，同比+50%以上；②海外：法国 12 月电动车注册 3.59 万辆，同比+401%，环比+93%；挪威 12 月电动车注册 1.79 万辆，同比+198%。东吴电新组预计 2020 年欧洲电动车销量将达 125 万，同比+110%，2021 年进一步上修到 200 万辆以上，同比+70%。

中游：2020 年公布的全球动力电池投扩产规划共 26 起，总金额超 1370 亿元，规划动力电池扩产 400GWh。其中中国市场新增产能规划超

请务必阅读正文之后的免责声明部分

270GWh，欧洲市场新增产能规划超 130GWh。

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】。

【通用自动化】制造业维持高景气，机器视觉为智能制造赋能前景可期

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，但仍处于较高运行水平。欧美复工复产刺激外需回暖，12 月新出口订单指数为 51.3%，连续四个月高于荣枯线。中观来看，工业机器人、机床、注塑机等通用设备产销两旺。11 月工业机器人产量 23635 套，同比+31.7%。据草根调研，数控机床、注塑机等通用设备企业目前订单旺盛，供不应求，订单排产已至 3-6 个月后。建议关注通用自动化相关细分领域龙头：工业机器人建议关注【埃斯顿】【拓斯达】【绿的谐波】【汇川技术】(电新组覆盖)；激光领域重点关注【柏楚电子】【锐科激光】；注塑机领域建议关注龙头【海天国际】【伊之密】；机床领域建议关注正在崛起中的民营企业【海天精工】【国盛智科】。

机器视觉为智能制造赋能，前景可期。机器视觉是机器设备收集、理解信息的主要途径，是实现工业 4.0 和智能制造的关键技术。人口结构和用工成本持续上升驱动工业自动化、智能化的进程，对机器视觉产品的需求也将不断增长。GGII 数据显示，2014-2019 年中国机器视觉市场规模复合增速近 30%，并预测到 2023 年规模将达 155.6 亿。国内机器视觉市场此前长期由基恩士、康耐视等少数国际巨头把持，目前随着国内制造业升级和国际高端产业转移，国内对机器视觉的需求将进一步提升，同时也将促进国内机器视觉公司的技术迭代和对应用工艺的理解。建议关注全产业链布局的国产机器视觉龙头【奥普特】。

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）

教育行业周报（2021 年第 2 期）：A 股首家独立 IPO 教育培训公司—传智教育即将上市，教育资产证券化意义重大

本周观点

A 股首家独立 IPO 教育培训公司即将上市，教育资产证券化意义重大：本周传智教育 IPO 线上线下发行认购结果披露，首次公开发行 4,024 万股，发行价格为 8.46 元/股，是 A 股首家独立 IPO 的教育培训类公司。

以往 A 股教育类公司主要通过借壳或并购方式上市，传智作为 A 股第一家通过 IPO 上市的企业，未来有望成为 A 股教育类公司资产证券化路径的重要参考：目前 A 股的主要教育公司主要通过借壳上市或者并购转型到教育行业，其中借壳上市的企业主要包括中公教育，昂立教育等；而通过并购转型的主要企业为豆神教育，开元教育等。而通过 IPO 直接上

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市的教育行业企业主要集中在港股和美股，如高教类公司，新东方，好未来等 K12 培训类机构。A 股中直接 IPO 的企业，传智教育为第一家，具有重要意义，一定程度上反应了监管的态度，未来有望成为 A 股教育行业公司上市资本化路径的重要参考。

传智教育是我国 IT 培训的行业龙头：传智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，107 位专职科研技术大牛及 1100 位专职教师。2019 年实现收入 9.2 亿元，排名 IT 培训行业第二，主要收入来源于 IT 短期培训（2019 年占比 96%），主要提供如 JAVA，Python，系统开发等 IT 课程和产品经理、电商等泛 IT 课程。此外，公司同样在高等教育方面通过“传智专修学院”开拓职业培训和本科合作办学，在少儿阶段提供线上编程课程，未来有望实现 IT 培训全赛道布局。

我们认为传智是 A 股首家教育培训类企业 IPO，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，建议持续关注 A 股教育及港股教育资产证券化进程。

建议关注标的：中公教育，传智教育，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：张家璇）

零售金融追踪：如何理解央行放开信用卡利率区间管制？

事件：央行近期下发《中国人民银行关于推进信用卡透支利率市场化改革的通知》，自 2021 年 1 月 1 日起，信用卡透支利率由发卡机构与持卡人自主协商确定，取消信用卡透支利率上限和下限管理（即上限为日利率万分之五，下限为日利率万分之五的 0.7 倍）。

投资要点

信用卡如何收取利息？生息资产 50%以上+年化利率约 15%。

前期在数字金融专题报告中梳理过，信用卡的盈利模式是利息+手续费。对于利息部分，刷卡后在免息期内还款就无需支付任何利息（最长约 50 天），但超过免息期后仍然没有偿还的金额需要计息，分两类情形：

①循环族：用户任由该部分金额自然计息循环，即“透支利率”，央行 2016 年 4 月发布的《关于信用卡业务有关事项的通知》中规定，透支日利率的区间为 0.035%~0.05%，简单对应年化利率约 12.775%~18.25%。实操中，大部分银行普遍采用每日 0.05%的上限计息，并且按月计复利（具体规则参考表 1）。本次政策就是取消这种情形下的利率区间限制。

②分期族：用户向银行申请分期还款（3 期/6 期/12 期等），这种情形下银行将欠款等额分期，并在每期还款中加收手续费，本质也是利息。对于分期还款，央行没有规定利率区间，不同银行、不同期数、不同时段的定价会有差异，不过我们抽样测算 IRR，看到年化利率约 15%（参考表 1）。

商业银行报表中，信用卡贷款余额指用户全部的欠款，但其中很大一部分不产生利息，而报表通常不披露具体的生息资产比例。根据招商银行财务报告单独披露的信用卡利息收入及贷款余额，如果假设信用卡生息部分的平均收益率为 15%，可以估算出生息资产比例约 57%~60%（表 2）。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

此外，信用卡还贡献交易手续费，计入银行的手续费净收入，但规模相对小。

为何取消信用卡利率区间管制？推进利率市场化的必要步骤。

在 2016 年上一版本的政策中，央行取消了当时统一规定的信用卡透支利率标准，转为实行区间管理，并且明确表示“待时机成熟再全面实施市场定价”。因此，本次取消信用卡透支利率区间限制，从监管方向上符合预期，属于利率市场化改革的必要步骤。

近几年，我国利率市场化改革持续推进。目前在贷款端，定价围绕 LPR 波动，打破了此前长期存在的对公贷款隐性下限（基准利率 9 折），零售业务中的消费贷也基本市场化定价，信用卡利率本次取消区间限制后也全面实现了市场化定价。存款端的定价仍受限制，目前依然要参考存款基准利率，由央行通过自律机制来管控浮动上限。

信用卡利率放开限制后对银行有什么影响？头部零售银行受益。

我们判断，大部分信用卡用户对 0.05%的透支日利率不敏感，因为多数用户通常是由于现金流紧张，无法全额还款而产生透支利息，这和主动借款、主动对比利率价格的“现金贷”需求不同。放开利率区间管制后，考虑信用卡市场竞争激烈，我们预计商业银行不会大范围提高利率，但可能对部分风险表现较差的客户提价，以实现风险与收益匹配。反之亦然，部分银行可能会对优质客户降价，突破此前的利率下限，但优质客户的生息资产比例更低，所以实际影响预计有限。总体上，招商银行等头部零售银行能够对信用卡业务更灵活定价，更受益利率市场化。

此外，有市场观点提出，信用卡定价管制放开后更有利于传统银行跟蚂蚁花呗等互联网信贷产品竞争，对此我们并不认同。蚂蚁花呗、京东白条等互联网信贷产品的核心优势是流量与场景，风控能力主要依靠生态大数据，而产品的利率定价并不是核心要素。实际上，蚂蚁花呗的透支利率和大部分银行的信用卡完全一致，即日利率 0.05%，京东白条等产品也基本相同。真正对传统银行构成利好的是互联网金融监管全面升级，因为这已经明显抑制了互联网巨头的金融扩张速度。

另一个角度，最高法院去年 8 月将民间借贷利率保护上限调低至 LPR 四倍（目前对应 15.4%），但对于该规则是否适用于银行等持牌金融机构，监管层及行业内一直存在争议（目前仍没有完全达成一致）。不过，金融体系的监管规则已经明确商业银行贷款定价自主决定（包括本次信用卡取消利率区间），而且实操层面 15.4%名义利率对应 27.3%实际年化利率，也远高于银行各类零售产品的定价。所以，我们认为最高法院的民间借贷利率规则对持牌金融机构已经没有影响。

信用卡市场未来前景如何？互联网金融全面监管后上调信用卡增速预测。

根据央行披露的支付统计数据，截止 2020 年 9 月末，我国信用卡贷款余额达到 7.76 万亿元，较期初增长 2.24%，2020 年主要受疫情影响上半年规模收缩（图 1）。目前，信用卡贷款占整体居民的（商业银行表内）贷款比例约 13%，如果只观察居民消费类贷款（主要包含按揭、车贷、信用卡、消费贷等），信用卡的占比达到 16%。

我们此前长期看好信用卡市场的发展，认为中期成长逻辑在于人均持卡数量继续提升，核心驱动力在于商业银行仍然在深化零售转型，而信用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

卡是主要业务抓手。2020 年 9 月末，国内共有 7.66 亿张信用卡，人均持卡 0.55 张（图 2），2017 年以来许多银行发力零售业务，从供给端推动了居民信用卡使用率快速提升。

本轮互联网金融监管全面升级后，我们更加看好信用卡市场增长，因为蚂蚁等互联网巨头的信贷业务扩张受阻，必定导致部分客户向传统银行回归。基于此前专题报告中的市场规模测算，结合产业格局变化，我们上调未来信用卡的卡均信贷余额预测值，预计未来三年信用卡市场将年化增长约 15%，2023 年市场规模达到 12.2 万亿元（此前预测值为 11.5 万亿元），人均持卡数量上升至 0.72 张（表 3）。

投资建议：持续强调零售金融是最佳赛道，看好银行股估值修复。当前时点坚定看好银行股 2021 年估值修复驱动的上涨行情，重点推荐三条主线：①最看好核心零售银行，推荐招商银行、平安银行、宁波银行；②宏观经济复苏预期下，看好低估值国有大行，重点推荐建设银行；③建议关注估值处于历史底部、基本面企稳的上海银行、浦发银行。

风险提示：1）商业银行存量理财资产处置进度不及预期；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，利差继续收窄。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

2021 年电子行业年度策略报告：智能化扩散，新黄金时代

手机：iPhone 12 作为苹果旗下的首款 5G 手机，在产品迭代周期上属于亮点产品，受 5G 换机潮的影响，2021 将迎来属于历代 iPhone 的大年。此外，受中美贸易战影响，华为 5G 芯片前景仍然不明朗，华为在中高端机型的竞争将逐渐下行，苹果将有望成为受益最大厂商。

TWS：由于 iPhone 不随机附赠耳机，TWS 市场前景可期。我们认为，随着 iPhone 不再赠送有线耳机，安卓系也将可能会效仿苹果的做法，这将有利于无线耳机的快速普及和渗透率的大幅提升。此外，AirPods 将引领 TWS 技术朝着可降噪方向升级，我们看好这一主要功能升级后安卓端市场的成长性。

Watch：iWatch 引领产业性能不断升级，持续看好 watch 的成长逻辑。我们认为，随着智能手表技术的不断升级以及疫情对全民健康意识的激发，未来全球智能手表出货量将进一步提升。此外，随着各品牌定位逐步清晰以及功能的持续完善， Watch 市场有望进一步扩大。

VR/AR：随着硬件技术逐渐成熟，眩晕感及纱窗效应正逐渐改善；VR 开发平台不断做大，叠加疫情推动的 VR 游戏浪潮，VR 内容不断丰富；另外，5G 所具有的低时延、大宽带特性能够推动云端 VR/AR 发展，进一步打开 C 端市场，带动各行业与 VR/AR 的结合，行业天花板有望突破。

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

风险提示：疫情蔓延导致产业链受阻；上游原材料价格上涨；行业竞争加剧；电子行业制造管理成本上升。

（证券分析师：王平阳）

银行行业 2021 年度策略：银行反转：哪些估值底部的复苏型个股值得重

视？

投资要点

核心观点及投资建议：银行股四季度脉冲式上涨逻辑是经济复苏带动估值修复，而贷款利率上行显著催化行情，国有大行将开始修复估值。展望 2021 年，我们判断银行业基本面回暖、盈利增速转正，重点推荐当前仍处于估值底部的复苏型银行：①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；②短期经营承压、三季报后超跌的常熟银行。此外，建议关注低估值城商行上海银行、南京银行，同时继续长期推荐招商银行、平安银行、宁波银行三大核心零售银行。

银行股估值仍处于历史底部，2021 年基本面回暖盈利增速转正。2020 年末国有大行平均估值为 0.59x2020PB，处于绝对估值底部，而股份行、城商行的平均估值虽然回升至 0.76x、0.95x2020PB，但仍低于 2019 年末水准，且如果剔除宁波银行、招商银行等估值创新高的龙头核心银行，大部分中小银行实际上处于历史估值底部，我们认为银行股的估值修复存在可观的空间。展望后续，我们判断四季度商业银行仍会加大力度处置、核销不良贷款，并计提信用减值，预计全年盈利仍将维持同比下降，但预计 2021 年行业盈利增速将转正增长 7.43%、新生成不良率回落，同时不良贷款率、拨备覆盖率改善。

贷款利率上行利好净息差回升，国有大行的资负结构最受益。我们判断银行净息差正在企稳，主要源于资产端收益率回升，依据：①9 月新发放贷款利率较 6 月提高 6BP 至 5.12%，同时 LPR 报价已连续八个月持平，信贷利率基本确立拐点；②金融市场利率持续回升，10 年期国债收益率已经位于 3.30%，对于资产端贷款及债券占比较高的国有大行更加有利。负债端预计分化，更依赖同业负债的中小银行成本下行红利消退，但对于存款占比高的国有大行及优质零售银行，预计负债成本将继续改善，因为结构性存款严监管取得显著成效，规模已降至 7.9 万亿，较 4 月末峰值大幅压降 4.2 万亿，这大幅缓和了存款市场长期激烈的价格竞争。此外，头部银行大额存单定价也有所下调，导致 9 月三年和五年期存款加权平均利率分别较去年 12 月下降 5BP、26BP。

未来资产质量预计优于预期，2021 年不良生成率和信用成本回落。资产质量仍是银行股估值的生命线，我们测算并判断四季度银行不良贷款将进一步显化，商业银行口径的全年不良新生成率可能上升至 2.08%，对应全年处置不良贷款 2.4 万亿（其中核销规模预计 1.34 万亿），导致不良率小幅升至 1.97%、拨备覆盖率降至 175.0%。在此情形下，商业银行全年盈利预计下滑 9.25%，但 2021 年不良新生成率就将回落至 1.84%，同时信用成本走低，全年盈利增速回升至 7.43%，不良率也小幅回落至 1.95%、拨备覆盖率回升至 182.0%。

关注宏观环境回暖后，上海银行等稳健的超跌中小银行估值修复。今年行业经营压力造成多数中小银行估值触及历史新低，但其中部分银行拥有相对优异的资产质量和经营效率。2021 年随着宏观经营环境回暖，我们判断一批股价超跌的中小银行估值将得到修复。个股选择框架中，我们强调“ROE 为矛、资产质量为盾、估值为底”，除了此前长期推荐的核心零售银行“招商银行、平安银行、宁波银行”以外，我们建议关注兼具资产质量与盈利能力的上海银行、南京银行、长沙银行等。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

贷款利率持续下行，利差进一步收窄；3）银行利润持续下滑。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

有色金属行业点评报告：铜箔：价格再涨 1000 元/吨，持续推荐

事件：

2021 年 1 月 6 日，根据鑫椤资讯，全国铜箔价格普涨 0.1 万元/吨。截止 1 月 6 日，6μm、8μm 铜箔价格达到 10 万元/吨、8.4 万元/吨。

点评：

标箔与锂电价格同涨，加工费齐升。根据鑫椤资讯，截止 2021 年 1 月 6 日，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%。据行业经验判断，受品种、样本、价格滞后等原因影响，鑫椤资讯价格往往较实际略低，企业实际价格涨幅更高；加工费方面，目前 6、8μm 铜箔加工费分别在 4.5、3.5 万元/吨左右，毛利率高达 30%左右。

短期或有进一步涨价预期。据我们产业链调研情况，主流企业目前订单饱满、供不应求，且预期紧张局面短期难以改观，短期进一步涨价的需求强烈。

供需紧张局面将持续较长时间。供给端生产设备的制造周期较长，以及设备制造商产能受限，导致供给投放低于预期。国内铜箔产能超过 50 万吨，预计 2020/2021 年产能扩张分别为 3.3/2.9 万吨，有一定增长但仍然可控。需求端：消费电子、新能源汽车、5G/IDC 需求快速增长，供需紧张局面将持续甚至加剧。1）电子元器件：2020 年 10 月，我国电子元器件出口金额累计同比 15.98%；企业销售利润率大幅回升，2020 年 3 月仅 4.22%，10 月提高至 8.54%。2）新能源汽车：2020 年 9/10/11 月，我国新能源车产量单月同比 48.0%/69.7%/75.1%。11 月我国新能源乘用车销量为 17.0 万辆，同比增长 138.7%。3）5G 基建：2020 年 1-9 月，我国建成 5G 基站 48 万个，我们预计 2020-2022 年全年完成 5G 基站建设 70/90/100 万个。

投资建议：由于下游需求全面好转，且部分设备产能可以相互转化，因此铜箔行业整体看好，相关标的：超华科技、诺德股份、嘉元科技。

风险提示：原材料价格上涨超预期；新能源汽车产业政策不达预期。

（证券分析师：杨件）

推荐个股及其他点评

中国汽研（601965）：Q4 业绩继续高增长，公司治理持续优化

投资要点

公告要点：中国汽研 2020 年业绩快报：营业收入 34.17 亿元，同比+24.1%，归母净利润 5.61 亿元，同比+20.2%。其中，Q4 实现营收 10.26 亿元，同比-3.8%，归母净利润 2.20 亿元，同比+22.2%。

国六升级+基建机遇，驱动全年收入&业绩高增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在疫情和行业下滑冲击下，公司 2020 年全年营收&业绩高增长，主要原因：1）一方面完善能力布局，强化区域合作，不断推进业务和客户结构优化，抓住电动化、智能化、网联化、共享化市场机遇，技术服务业务有效提升。2）另一方面积极开拓新基建市场，专用车改装及销售业务订单稳步增长。3）焦作公司和广东公司纳入并表范围带来的收入增量。合并报表 Q4 净利润增速快于收入端，可能原因在于：公司在加强提质增效专项工作下整体毛利率稳步提升，2020Q4 公司毛利率 38.85%，同比+7.13pct，期间费用率为 19.66%，同比+5.82pct。

市场化激励约束机制，提高公司核心竞争力

公司第四届董事会第八次会议决议公告审议通过了关于《公司经理层成员薪酬及绩效管理办法》的议案,批准了《公司经理层成员薪酬及绩效管理办法》。公司通过强化市场化激励约束机制，经理层成员薪酬及绩效与公司的经营效益和科技成果挂钩，实现全员薪酬与企业效益共享和风险共担，将健全市场化经营机制，提高公司核心竞争力。

盈利预测与投资评级：

公司是汽车强制性检测稀缺性标的，看好公司长期发展。其核心投资逻辑：1）国六催化下带来检测业务量价齐升，助力 2020-2022 年业绩持续增长。2）风洞及智能网联测试基地将成为公司中长期新增长点。3）随着智能网联相关产品逐步落地并放量，打开公司长期成长空间。4）持续推进体制改革创新，有望进一步增强公司核心竞争力。基于检测业务增长+智能网联业务拓展，我们预计 2020-2022 年归母净利润 5.61/6.87/8.17 亿元，同比增长 20.1%/22.6%/18.9%，对应 PE 为 24.83/20.25/17.04 倍。看好公司未来发展前景，且估值具有较好吸引力，维持“买入”评级。

风险提示：有新进入者获公告强检相关认证资质；下游客户回款周期超出预期。

（证券分析师：黄细里）

长电科技（600584）：先进封测、国产替代合力驱动，本土封测龙头启航

投资要点

本土封测龙头，全系列封测领先优势显著：公司是全球领先的半导体微系统集成和封测服务供应商，业务覆盖高/中/低端全品类，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。2020 年前三季度，公司紧密追踪客户和市场需求，提供高端定制化的封测解决方案和量产支持，海内外重点客户订单需求强劲，同时，各产区持续加大成本管控与营运费用管控，调整产品结构，推动公司业绩实现高速增长，盈利能力显著提升。

先进封测、晶圆建厂合力驱动，封测市场稳步增长：封测位于半导体产业链的中下游，从行业内生驱动力来看，先进封测已成为后摩尔定律时代提升电子系统性能的关键环节，技术的更新换代驱动封测市场内生增长；从产业链上下游来看，国内上游晶圆制造环节产线规模持续扩张和本土 IC 厂商迫切推进供应链国产替代为本土封测厂商带来重要发展机遇；从终端应用需求来看，5G 新应用推动半导体芯片升级，提升了封测市场特别是先进封测的应用需求，受以上因素的推动，封测市场规模有

请务必阅读正文之后的免责声明部分

望保持稳步增长。依托大陆日渐完善的半导体产业链和广阔的终端消费市场，中国封测产业和市场迅速壮大，规模和市场空间全球领先。

产能资源整合强化互补优势，先进封装技术夯实龙头地位：公司封测产能多地布局，规模优势显著，同时各个产区互为补充，各具技术特色和竞争优势；公司在主要封装领域内掌握多项核心技术，可提供包括通孔插装、表面贴装、面积阵列封装和高密度封装在内的全系列、一站式封装技术服务，完整覆盖了低、中、高端封装测试领域；同时，公司聚焦关键应用领域，在 5G 通信类、高性能计算、消费类、汽车和工业等重要领域拥有行业领先的先进封装技术，具备稳固的技术护城河和突出的生产规模优势，市场份额稳居本土封测市场龙头地位；公司不断优化公司治理，积极推进产线资源整合、精益生产、重点客户长期合作和先进封测研发，并且未来与中芯国际协同发展的前景广阔，有望充分发挥本土封测的龙头优势并受益于封测市场的持续增长。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020/2021/2022 年营业收入为 257.27/298.57/348.08 亿元，同比增长 9.4%/16.1%/16.6%，归母净利润为 10.52/16.55/20.13 亿元，同比增长 1086.2%/57.3%/21.6%，实现 EPS 为 0.66/1.03/1.26 元，对应 PE 为 64/41/33 倍。参考可比公司平均估值（46 倍），公司作为国内封测行业龙头，在先进封测技术和客户拓展方面的领先优势显著，给予公司 2021 年 50 倍目标 PE，目标价 51.5 元，首次覆盖，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）

宏大爆破（002683）：JK-1、HD-1 通过鉴定，定增完成夯实主业

事件

2020 年 12 月 29 日公司发布公告，控股股东广业集团近日受让省民爆公司 100%股权，并做出解决同业竞争的承诺，JK-1 项目通过设计鉴定会，12 月 20 日公告 HD-1 项目通过设计鉴定会。

投资要点

民爆产业整合稳步推进，公司市占率进一步提升。民爆行业壁垒较高，但是产业相对分散，行业整合势在必行。2020 年 12 月 29 日，公司公告控股股东广业集团无偿受让省民爆公司，并承诺在完成省民爆公司股权过户后 24 个月内，广业集团将所持有的省民爆公司 100%股权转让给公司，或其他方式消除同业竞争关系。11 月 25 日，公司公告以自有资金 2.55 亿元，收购日盛民爆 51%股权。收购完毕后，预计新增炸药产能 6.4 万吨，合并炸药产能提升至 33 万吨，公司在全国民爆行业的市占率将进一步得到提升。

JK-1、HD-1 项目通过设计鉴定会，“1+N”的战略即将进入收获期。近日，公司的 JK-1 和 HD-1 项目通过项目结构系统、控制系统工程研制阶段设计鉴定会，试验结果表明两项目分别满足制导榴弹和导弹的总体指标要求，项目通过鉴定标志着公司的“1+N”战略转型成效初显，项目即将进

请务必阅读正文之后的免责声明部分

入收获期。

非公开增发实施完毕，认购资金值得关注。公司发行价格 41.07 元/股，募集资金 17.43 亿元，用于矿山工程机械设备购置项目和补流。值得关注的是，认购股东刘玮巍、富国基金等均长期持有上市公司股份，体现出公司的长期价值被部分投资者的认可。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年的营业收入分别为 69.14 亿元、86.60 亿元、111.06 亿元，归母净利润分别为 4.21 亿元、6.10 亿元、8.05 亿元，EPS 分别为 0.56 元，0.81 元，1.07 元，当前股价对应 PE 分别为 74X、51X 和 39X。维持“买入”评级。

风险提示：JK、HD 两型导弹军贸订单具有不确定性；汇率大幅波动。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

龙马环卫（603686）：公司发布回购股份方案，彰显长期发展信心激发活力

投资要点

事件：1 月 8 日，公司公告，以集中竞价交易方式回购公司股份方案，回购股份资金总额不低于 7,500 万元（含）且不超过 1.5 亿元（含）。

公司发布回购股份方案用于股权激励，彰显管理层信心激发团队活力。1 月 8 日，公司发布以集中竞价交易方式回购公司股份的方案，本次回购股份用途拟用于股权激励或者员工持股计划，回购股份资金总额不低于 7500 万元且不超过 1.5 亿元，回购价格不超过 25 元/股，资金来源为自有资金，回购期限自董事会审议通过本次回购股份方案之日起 12 个月内。若以本次回购资金下限和上限分别进行测算，预计可回购股份数量区间为 300 万股至 600 万股，约占公司总股本的比例分别为 0.72%和 1.44%。本次回购计划彰显了公司对未来发展的信心，调动管理团队和核心骨干的积极性，绑定核心利益激发团队活力，有助于公司长期健康高质量的发展。

装备协同/经验累积/智慧环卫三大优势助力环服份额提升，订单持续放量毛利率改善。公司作为装备领先企业，切入环服 5 年，在装备制造、销售渠道、智慧环卫方面具备明显协同优势，增强拿单能力。19 年环服新签订单总额 111.30 亿元行业第一，订单收入比达 6.22，在手服务年限远高于行业平均。截止 20 年前三季度，公司环服新签年化金额 6.32 亿元，新签总额 23.51 亿元，在手年化金额 32.84 亿元，合同总额 279.01 亿元。环服毛利率持续改善，20 年前三季度环服毛利率 25.34%，同增 5.26pct（剔除补贴影响毛利率 20.75%，同升 0.6pct），在手订单充裕保障业绩增长。

环卫新能源长周期赛道 10 年 20 倍，公司新能源装备高增市占率领先。预计 30 年环卫装备市场规模为 1103 亿元，20-30 年年化增速达 12.54%，装备需求长期释放。环卫装备 CR6 近 50%竞争格局稳定，公司品牌与技术优势突出多年保持行业前 3。机械化程度&新能源渗透率提升促环卫新

请务必阅读正文之后的免责声明部分

能源销量 5 年 5 倍 10 年 35 倍，预计 30 年新能源环卫装备市场空间达 974.56 亿，20-30 年年化增速达 39.29%。20 年前三季度，我国新能源环卫装备销量同比增长 47.35%，公司新能源环卫装备数量达 235 台，同增 240.58%，显著高于行业，市占率 8.7%，迅速提升至行业第三。

盈利预测：考虑到疫情影响下国家出台相关补贴政策全年持续，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.04、1.12、1.37 元，对应 16、15、12 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：市场化率提升不及预期，环卫装备销售不及预期，市场竞争加剧

（证券分析师：袁理）

长城汽车（601633）：12 月产销继续靓丽，全年超目标

投资要点

公告要点：长城 12 月：产量 150139 辆，同比+23.2%，环比+2.7%；批发 150109 台，同比+41.6%，环比+3.4%。哈弗系列产量 105688 辆，同比+18.3%，销量 105485 辆，同比+34.6%。WEY 系列产量 10039 辆，同比+2.6%，销量 10031 辆，同比+6.8%。长城皮卡产量 21751 辆，同比+8.6%，销量 21636 辆，同比+39.6%。欧拉产量 12540 辆，同比+383.1%，销量 12745 辆，同比+380.4%。海外出口 8547 辆。

长城 12 月产销同比涨幅连续扩大，六款车型月销破万，全年逆势增长

11 月长城汽车产量同比+23.15%，批发同比+26.12%。11 月产销同比涨幅明显扩大，表现靓丽。旗下四大品牌哈弗、WEY、长城皮卡、欧拉产销继续上涨，涨势强劲。主力车型哈弗 H6 连续三个月销量破 5 万，同比+33.4%，环比+1.2%；哈弗大狗月销首次破万，达 10184 辆，环比+19.0%。长城炮月销 12100 辆，同比+72.40%，环比+0.17%。欧拉品牌主力车型欧拉黑猫月销 10010 辆，同比+334.7%，环比+5.8%，实现 10 连涨。此外，哈弗 F7/M6 销量均破万，分别为 13405/20496 辆。Q4 产销同比分别为+20.23%/+27.37%，环比为+52.39%/+50.88%；全年产销分别为 109.9/111.2 万辆，分别同比+1.34%/+4.84%，逆势上扬，超出年初销量目标，表现靓丽。

长城 12 月企业端小幅补库

根据我们自建库存体系显示，12 月长城汽车企业库存当月+30 辆，企业库存累计-25274 辆（2017 年 1 月开始），小幅补库。渠道库存预计季节性小幅去库。

长城 12 月下旬折扣率小幅增加

根据我们自建价格体系显示：长城 12 月下旬车型算术平均折扣率 9.64%，环比 12 月上+0.39pct。第三代哈弗 H6 折扣率 3.52%，环比 12 月上旬+1.30pct，成交价环比下降 1626 元；第二代 H62021 款折扣率 14.22%，环比 12 月上旬+0.28pct。哈弗大狗折扣率 2.00%，环比 11 月上旬+1.98pct，成交价环比下降 2614 元。

盈利预测与投资评级：

我们预计 2020-2022 年营业收入 1026.31/1427.60/1734.37 亿元，同比增长+6.7%/+39.1%/+21.5%，归母净利润 50.01/100.12/134.06 亿元，同比增长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

+11.2%/+100.2%/+33.9%，对应 EPS 为 0.55/1.10/1.47 元，对应 PE 为 77.57/38.75/28.94 倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

宝钢股份（600019）：出厂价再涨 400 元/吨，锁定 1 季度利润

事件：

宝钢股份发布 2021 年 2 月出厂价，核心产品继续较 2021 年 1 月全面上调；其中，热轧、普冷、厚板、热镀锌、电镀锌和彩涂分别上调 350、400、300、700、700 和 300 元/吨。

点评：

冷、热轧价格全面新高。冷轧价格连续第 9 个月上调，镀锌和彩涂价格上调超预期，反应汽车家电需求持续回暖；热轧品种经 11 月小幅回调后持续涨回。上海冷轧价格自 3 月份开始持续上涨，目前已超过 5600 元/吨，重回 2011 年水平；热卷价格超 4600 元/吨，超过 2018 年水平。

出厂价涨幅远远超过成本，毛利仍处显著改善阶段。铁矿石海运到港量自 11 月初下滑后持续回升，港口库存连续 7 个月超过 1.25 亿吨，矿价自 10 月份开始有所回调。11 月铁矿期货均价较 10 月基本持平，公司冷轧、热轧出厂价环比 2.0%、1.0%，因此预计 12 月、1 月份公司理论上的吨盈利水平环比提升幅度仍然较大（按原料库存周期 2 个月左右）。此前市场担心铁矿石涨价会导致钢铁盈利下滑，目前看来可能性非常小。本次涨价原因为需求拉动，景气最高、供需结构最好、弹性最大的便是冷轧类产品。

继续三条逻辑看好公司。1）制造业复苏带来板材供需改善。制造业链条集体复苏，工程机械、家电、汽车产量累计同比大幅上升，对应板材产品需求旺盛，出厂价连续上调。2）涨价具备持续性。需求端，从国内来看，根据历史库存周期经验，制造业复苏至少持续一年半至两年；按照汽车家电行业经验，目前仅仅是三年下跌周期后的小幅恢复，后续持续时间会较长。从海外来看，集装箱制造、造船也在好转，未来一段时间需求衔接良好，疫情恢复后需求绝对水平仍有较大提升空间。供给端，过去两年板材新增产能较少，导致目前相关产品产能利用率普遍进入 85%-95%高位，供需偏紧，可持续性强。3）公司高分红值得关注。近年来公司分红比例持续保持 50%左右，股息率 5%。公司三号高炉投产后，资本开支大幅下降，未来有提高分红的可能性。

盈利预测与投资评级。预测 2020/21/22 年公司营业收入分别为 3105/3649/3850 亿元，增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；净利润分别为 120/170/180 亿元，增速分别为-3.9%/41.8%/6.1%；PE 分别为 11.77x/8.33x/7.85x。考虑公司 PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故维持“买入”评级。

风险提示：原材料铁矿石价格上涨超预期，公司扩产进度不及预期。

（证券分析师：杨件）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

上汽集团（600104）：12 月产批继续改善，自主/通用表现较好

投资要点

公告要点：上汽 12 月产量 664288 辆，同比+8.62%，环比+0.71%；销量 746607 辆，同比+7.01%，环比+15.95%。上汽乘用车产批量为 98385/103488 辆，同比+64.85%/+33.66%，环比+14.80%/+28.19%；上汽大众产批量为 125782/157520 辆，同比-33.10%/-32.70%，环比-24.41%/-2.52%；上汽通用产批量为 169742/193879 辆，同比+22.54%/+55.73%，环比+7.60%/+16.78%；上汽通用五菱产批量为 223399/241324 辆，同比+19.05%/+8.32%，环比+6.78%/+23.95%。

上汽 12 月产批环比继续增长，上汽自主/通用改善明显。11 月上汽产量同比+8.32%，批发同比+10.65%，12 月产批量继续增长，销量环比涨幅较大但同比小幅收窄，产量环比涨幅较低但同比涨幅较大，主要系年底终端需求向好+去年销量基数较高。上汽自主产批同比大幅提升，上汽通用批发销量同比涨幅扩大，表现较好。全年来看，上汽集团产批量分别为 546.4/560.0 万辆，同比分别为-11.18%/-10.22%，跌幅较小。

企业端上汽大众+上汽通用+上汽乘用+上汽通用五菱均去库。根据我们自建库存体系显示，12 月上汽大众、上汽通用、上汽乘用、上汽通用五菱企业库存当月分别为-31738 辆、-24137 辆、-5103 辆、-17925 辆。企业库存累计分别为-48016 辆、-49700 辆、-18220 辆、-116933 辆（2017 年 1 月开始统计）。

上汽 12 月下旬折扣率微幅扩大。上汽集团 12 月下旬车型算术平均折扣率 13.97%，环比 12 月上旬+0.23pct，略高于行业整体 0.15%的涨幅。其中，上汽大众算数平均折扣率 16.08%，环比 12 月上旬+0.21pct；上汽通用算数平均折扣率 16.94%，环比 12 月上旬+0.19pct；上汽乘用算数平均折扣率 12.16%，环比 12 月上旬+0.67pct。从具体车型方面来看，凯迪拉克 CT62020/荣威 RX52020//英朗 2021 成交价降幅较大。

投资建议：上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID.4 热卖成为明年重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 12.12/11.03/10.18 倍。维持“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

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