东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 08 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：四季度 GDP 增速有多高？--2020 年 12 月经济数据预测

我们运用此前行业视角下的分析框架，模型预测四季度 GDP 增速为 6.1%，略高于去年同期。

从 12 月的高频数据来看，全国钢厂的高炉开工率、螺纹钢产量、以及全国的水泥出货率均较 11 月有所下滑，尽管如此，考虑到今年 12 月的工作日较去年同期多了两天，我们预计 12 月工业增加值同比 6.9%，仅较 11 月（7.0%）小幅回落。

固收金工

金工专题报告：投资 ETF：比管理费更重要的事

近年来国际 ETF 市场中低费率 ETF 备受青睐，吸引了大量资金的流入。国内市场也出现了 ETF 费率下调的风潮，低费率 ETF 所占比例显著提高，ETF 的价格战愈演愈烈。

成分股长期停牌以及市场的剧烈波动是 ETF 投资中的风险事件，可能会导致 ETF 跟踪指数能力下降，出现大幅度折溢价。

对于新发行的 ETF 产品而言，采用低费率模式有助于在同类产品中脱颖而出。但 ETF 费率不应该成为投资者关注的唯一指标，应当结合自身投资需求，着重考虑 ETF 的规模、流动性、是否有做市商等因素，这些是比管理费更重要的事。

行业

食品饮料行业 2021 年度策略：春风一杯酒，布局正当时

白酒：十四五新起点，疫情低基数后期待“开门红”。啤酒：高端化趋势不改，提价助推产品结构升级。食品：压力测试分化加剧，龙头提效强者恒强。投资建议。风险提示。

推荐个股及其他点评

信达生物（1801.HK）：创新药管线布局前瞻，肿瘤免疫疗法绝对龙头

盈利预测与投资建议：我们预计 2020-2022 年，信达生物的收入分别为 37.12、28.32、42.92 亿元，相应增长率为 254.4%、-23.7%、51.5%，并在 2022 年实现正式盈利。考虑到公司属于 PD-1 单抗头部企业，PD-1 单抗的海外权益将大幅增厚公司利润，丰富的管线布局和海外合作有望带来持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

吉利汽车（00175）：12 月销量劲增，2021 目标销量快速增长

预测公司 2020-2022 年营业收入 961.4/1053.0/1143.3 亿元，同比-2.0%/+9.5%/+8.6%，归母净利润 69.18/87.77/113.77 亿元，同比-15.8%/+26.9%/+29.6%，对应 EPS 为 0.71/0.89/1.16 元，对应 PE 为 30.92/24.67/18.93 倍。看好吉利未来业绩迎来新一轮改善，维持吉利汽车“买入”评级。

广汽集团（601238）：12 月产批同比表现较好，全年产量逆势增长

2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然

请务必阅读正文之后的免责声明部分

向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 18.80/13.37/11.13 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：四季度 GDP 增速有多高？--2020 年 12 月经济数据预测

观点

本周开始将陆续公布 2020 年 12 月和四季度经济金融数据。从目前的市场预期来看，市场对四季度固定资产投资、出口、PPI 预期仍存一定分歧（图 1）。我们认为，虽然 2020 年已落下帷幕，但上述数据表现仍将影响市场对两会前经济和政策形势的判断，具体而言有如下三个问题值得关注：1）四季度 GDP 是否会超过去年同期（6%）？2）在高基数下，12 月出口是否继续保持高增？3）稳健的信用扩张是否在 12 月延续？

四季度 GDP 是否会超过去年同期（6%）？

我们运用此前行业视角下的分析框架，模型预测四季度 GDP 增速为 6.1%，略高于去年同期。

从 12 月的高频数据来看，全国钢厂的高炉开工率、螺纹钢产量、以及全国的水泥出货率均较 11 月有所下滑，尽管如此，考虑到今年 12 月的工作日较去年同期多了两天，我们预计 12 月工业增加值同比 6.9%，仅较 11 月（7.0%）小幅回落。

从 GDP 核算的生产法口径来看，图 2 测算了 10-11 月，GDP 中二产和三产主要行业增速相对去年同期的缺口，不难发现除了个别在三产中占比较低的行业外，四季度主要行业的产出缺口均已经转正，因此，有理由相信四季度 GDP 会增速超过去年同期。鉴于我们预测四季度 GDP 增速 6.1%，2020 年全年 GDP 增速为 2.2%。

12 月出口是否继续保持高增？

从四个维度判断 12 月份中国出口：（1）PMI 新出口订单领先出口约 3-6 个月，以滞后 5 月 PMI 来看，12 月对应新出口订单数环比 11 月改善，由此推测 12 月出口不差（图 3）；（2）港口协会公布的外贸集装箱吞吐量旬度数据与出口历来相关性较强，尽管 11 月份出现背离，但方向上也是出口大幅好于港口数据（图 4），12 月港口外贸集装箱吞吐量同比 7%，较 11 月（8.4%）小幅回落；（3）疫情未退环境下，中国出口一国同比与该国相对中国的封锁程度具有正相关关系（图 5/6），而 12 月美、日、韩、德、越等中国主要出口国相对封锁程度较 11 月环比加强（图 7）；（4）12 月韩国、越南出口同比均达 10%以上（图 8），反映了全球需求的强劲回升。

综合以上四方面线索，考虑到 2019 年 11、12 月基数差别（分别为-1.3%、8.1%），我们预计 12 月中国出口同比在 13%-18%。

社融增速是否能重回 13.7%？

我们预计 12 月社融增速难以重回，企业债券和表外融资将是最主要的拖累。信贷方面，临近年末，银行放贷多以短期贷款和续贷为主，从 12 月票交所票据承兑和贴现金额创年内新高可见一般，中长期项目贷款可能延后到 1 月“开门红”放量，结合 2020 年年内新增“20 万亿”信贷的目标，预计 12 月新增信贷 1.2 万亿，信贷同比增速为 12.8%。社融方面，政府债券发行将出现明显增加，根据 wind 口径 12 月政府净融资超过 7000 亿是 11 月的两倍多。不过，信用风险的阴影并未散去，从 wind 统计数据来看，企业债净融资可能转负；表外融资的监管依旧在趋严，综合而言我们预计 12 月新增社融或略超 22000 亿元、高于 11 月（21343 亿），同比增长 13.6%，2020 年全年新增超过 35 万亿。

风险提示：新冠病毒变异，疫苗失效。

（证券分析师：陶川　　研究助理：赵艺原）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收金工

金工专题报告：投资 ETF：比管理费更重要的事

研究结论

ETF 价格战愈演愈烈：近年来国际 ETF 市场中低费率 ETF 备受青睐，吸引了大量资金的流入。国内市场也出现了 ETF 费率下调的风潮，低费率 ETF 所占比例显著提高，ETF 的价格战愈演愈烈。

风险事件可能导致 ETF 指数跟踪能力下降：成分股长期停牌以及市场的剧烈波动是 ETF 投资中的风险事件，可能会导致 ETF 跟踪指数能力下降，出现大幅度折溢价。

ETF 绩效表现的重要影响因素：对比各风险事件中同一标的指数不同 ETF 的折溢价水平对比，我们发现规模较大、流动性好的 ETF 产品在风险事件中受到的影响较小，可以维持较低的折溢价水平。此外，我们发现有做市商做市的 ETF 产品有更强的市场流动性，其折溢价水平更低。

从规模和流动性看 ETF 绩效表现：ETF 一级市场跟踪误差仅与持仓有关，与 ETF 的规模、流动性相关性不大；二级市场跟踪误差、日均价格偏离与冲击成本会受到规模、流动性等因素的影响，规模大、流动性强的 ETF 在二级市场上的指数跟踪能力更强。

不同类型的投资者适合不同类型的 ETF：我们还探讨了 ETF、ETF 联接与 LOF 基金的选择问题，对于不同类型的投资者有不同的推荐：对于开立了证券账户的投资者来说，在二级市场交易 ETF 是第一选择，无论是一级市场跟踪误差还是二级市场跟踪误差，ETF 都显著低于其竞争对手，是跟踪指数的最佳工具。对于未开立证券账户或资金不足以购买一手 ETF 的投资者来说，可以通过银行渠道、互联网平台申赎 LOF 型 ETF 联接基金，相对来说跟踪误差最小。

费率并不是影响投资者选择的唯一因素：对于新发行的 ETF 产品而言，采用低费率模式有助于在同类产品中脱颖而出。但 ETF 费率不应该成为投资者关注的唯一指标，应当结合自身投资需求，着重考虑 ETF 的规模、流动性、是否有做市商等因素，这些是比管理费更重要的事。

风险提示：本报告所有统计结果均基于历史数据，未来市场可能发生重大变化。

（证券分析师：高子剑　研究助理：张翔宇）

行业

食品饮料行业 2021 年度策略：春风一杯酒，布局正当时

投资要点

白酒：十四五新起点，疫情低基数后期待“开门红”

Q3 报表看，白酒如期改善，淡季酒企继续提价以待旺季。下一个春节旺季低基数效应明显，白酒板块景气度高估值合理，首推白酒板块。

宏观层面：流动性相对宽松，白酒景气度高：龙头积极应对疫情，头部集中趋势不改；疫情背景下流动性保持相对宽裕态势，风险偏好较低情况下资金偏向避险资产。

中长期视角：行业向好趋势不改，关注五大趋势：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1）把握高端酒确定性，首推茅台次推五粮液：高端酒竞争格局稳固，茅五泸一超两强的寡头竞争格局基本形成。2）酱香风起，关注郎酒/国台：酱酒仍处于品类红利阶段，预计未来五年优质酱酒供给稀缺、价格弹性大，行业增速 15%+。3）洋河/汾酒或将站上新一轮次高端风口：高端酒提价带动次高端价格带延展。部分次高端品牌具备百亿大单品潜力，关注次高端利润弹性。4）产品力时代，玻汾/牛栏山/尖庄逐鹿高线光瓶酒：光瓶酒解决低端盒装酒痛点，核心价格带逐年提升；产品力为内核，品质消费时代名酒布局高线光瓶酒。5）地产酒强者恒强：白酒消费价格趋高倾向明显，品牌消费存在棘轮效应；地产酒在压力测试下强者恒强，虹吸市场容量，省内深耕省外突围收获，利润弹性可观。

短期视角：低基数背景下业绩有望实现高弹性增长：
中长期高端酒茅五泸确定性之选，泸州老窖提价+结构升级下利润率弹性大；次高端和地产酒上半年受影响大于高端，下半年来消费场景恢复，经销商信心得到改善，来年有望迎来高弹性增长；光瓶酒顺鑫农业 2020Q1-Q2 受损严重，期待北京市场回补。
啤酒：高端化趋势不改，提价助推产品结构升级
高端化趋势不改，啤酒行业竞争趋缓：参考国际市场，国内市场定价远未触顶+龙头地位逐步稳固，获得垄断溢价+行业加速高端化进程，啤酒单价有望进一步提升。啤酒行业销量见顶，龙头酒企站稳核心市场，竞争模式由量增转向价增。收入弹性大，业绩有望平稳增长：疫情影响餐饮消费，明年收入弹性大，展望 2021Q1，预计业绩维持平稳增长。下半年来原材料价格上涨，提价预期可期。
食品：压力测试分化加剧，龙头提效强者恒强。
食品板块整体呈现集中与复苏两大趋势，2020 年调味品及乳制品成本进入上升周期，加快行业整合，利好龙头份额提升；餐饮端复苏推动复合调味品及速冻 C 端恢复性增长。1）调味品成本上涨加速行业集中，继续推荐海天味业（酱油龙头具备定价权及强扩张能力）、中炬高新（渠道下沉逆势扩张）、恒顺醋业（管理人事多维变革，期待改革成效释放），看好长期受益复合调味品行业红利的天味食品（火锅产业链）、日辰股份（专注中式复合调味餐饮市场）。2）乳制品结构升级驱动良性竞争，关注伊利股份（控制上游奶源，产品多元布局）3）小食品板块优质高成长赛道前景可期，速冻推荐安井食品（锁鲜装发力商超，产销地模式扩大产能），关注三全食品（场景化品类延伸）；烘焙赛道推荐桃李面包（强供应链助力高效终端开发），坚果炒货推荐洽洽食品（大单品驱动业绩增长），连锁卤味赛道推荐绝味食品（高势能拓店、渠道深度覆盖）。
风险提示：宏观经济波动风险，食品安全风险，政策变化风险，行业竞争加剧风险，产能投放不达预期，原材料价格波动风险，国内外疫情控制不达预期。
（证券分析师：杨默曦）

推荐个股及其他点评

信达生物（1801.HK）：创新药管线布局前瞻，肿瘤免疫疗法绝对龙头
投资要点
信迪利单抗适应症扩大在即，奠定 PD-1 市场领先地位：信迪利单抗自获批以来，成为国内首款纳入医保目录的 PD-1 抑制剂。公司商业化能力得到验证，信迪利单抗在 2019 年取得了超 10 亿的销售额，即便今年受疫

请务必阅读正文之后的免责声明部分

情影响，销售额也将超过 20 亿。同时信迪利单抗积极布局大适应症，研发进度均处于国内领先地位。其中两项联合化疗一线治疗非小细胞肺癌的适应症已提交 NDA 申请，此外尚有肝癌、胃癌以及食管癌等适应症处于临床 III 期阶段或即将报 NDA，尤其肝癌一线联合疗法的临床数据达到了优效标准，有望在 2021 年获批。我们预计，随着信迪利单抗大适应症的进一步获批，将为销售额的快速增长打下坚实的基础，预计信迪利单抗国内的销售额将于 2020-2022 年分别达到 22.84、24.32、29.36 亿元。

创新药管线布局宽广，从小分子到细胞疗法：信达生物积极布局创新药领域的开发，目前在国内肿瘤免疫疗法领域保持领先地位，除了信迪利单抗上市以外，还有三款生物类似药贝伐珠单抗、阿达木单抗、利妥昔单抗已于近两年获批上市，有望占据一定的先发优势。除已上市药品外，信达生物也从深度及广度两个方面积极布局创新药研发。深度上积极拓宽信迪利单抗的适应症并布局了具有前瞻性的热门靶点如 CTLA-4（临床 III 期）、PCSK9（临床 III 期）、CD47（临床 II 期）、OXM3（临床 II 期）、OX40 以及 TIGIT 等新兴靶点。广度上来讲，信达生物从小分子、双特异性抗体到细胞疗法均有布局，且其研发布局以及临床进展均处于领先地位，未来成药可期，有望为公司长期持续增长注入新鲜血液。

国际化战略实现管线商业价值最大化：信达生物坚持国际化+持续创新战略，与多家国际公司建立深厚的合作关系。如与礼来在多个抗体药的研发上达成战略合作协议。与罗氏达成战略合作，引进其双特异性 T 细胞抗体技术共同开发细胞治疗以及双特异性抗体。此外从 Incyte 引进三款小分子药物积极拓展化学药市场。在积极 License-in 的同时，信达生物也坚持“走出去”策略，将信迪利单抗的海外权益授予礼来，同时将贝伐珠单抗的海外权益授予 Coherus。尤其以信迪利单抗的海外授权为标杆，是首家将 PD-1 单抗的海外权益授予 Big-Pharma 的国内药企，后续有望每年向信达贡献超过 20 亿人民币的净利润。

盈利预测与投资建议：我们预计 2020-2022 年，信达生物的收入分别为 37.12、28.32、42.92 亿元，相应增长率为 254.4%、-23.7%、51.5%，并在 2022 年实现正式盈利。考虑到公司属于 PD-1 单抗头部企业，PD-1 单抗的海外权益将大幅增厚公司利润，丰富的管线布局和海外合作有望带来持续增长，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：信迪利单抗新适应症临床以及获批进度不及预期；PD-1 竞争激烈，降价幅度过大。

（证券分析师：朱国广　　研究助理：柴博）

吉利汽车（00175）：12 月销量劲增，2021 目标销量快速增长

投资要点

公告要点：

12 月吉利汽车销量 154202 辆，同比+18.57%，环比+2.45%。2020 年全年实现销量 1320217 辆，同比-3.03%，完成本年销量目标，并连续四年蝉联中国品牌乘用车销量冠军。其中吉利星瑞销量 12077 辆，帝豪家族 31649 辆，博越家族 30066 辆，领克家族 24853 辆，新能源车 7171 辆。吉利确定 2021 年销量目标 153 万辆，同比+15.91%。

12 月份全系销量高增长，领克品牌+吉利星锐表现靓丽。

11 月吉利汽车销量 150517 辆，同比+5.08%，12 月份同比涨幅扩大。吉利各品牌销量环比均实现高增长，高端品牌领克及“家轿颠覆者”星锐表现靓丽。领克品牌销量同比+129.97%，环比+9.01%；吉利星瑞上市次月环比实现 72.11%高增长；博越销量维持高位，同比+23.09%，环比+15.04%；帝豪家族同比-14.49%，环比+4.20%。新能源车型销量同比-27.57%，环比+5.01%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

剔除疫情影响 2020 表现较好，2021 年目标销量快速增长。
2020 年吉利汽车前三月、前六月、前九月及全年销量同比依次为-43.80%/-18.60%/-8.63%/-3.04%，降幅逐渐收窄。2020H1/H2 销量同比依次为-18.60%/+11.25%，下半年疫情影响逐步消退后，销量增长迅速。此外，吉利确定 2021 年销量目标为 153 万辆，同比 2020 年+15.91%。
吉利 12 月下旬折扣率微幅增加。
吉利 12 月下旬车型算术平均折扣率 8.83%，环比 12 月上旬+0.21pct。其中博越折扣率 16.35%，环比+1.86pct；缤越折扣率 7.62%，环比-0.80pct；缤瑞折扣率 10.84%，环比+0.10pct；ICON 折扣率 3.33%，环比+0.95%；帝豪 NB 折扣率 20.94%，环比+0.08pct；领克 01 折扣率 7.23%，环比+0.71pct；星瑞无折扣。
盈利预测与投资评级：
我们预测公司 2020-2022 年营业收入 961.4/1053.0/1143.3 亿元，同比-2.0%/+9.5%/+8.6%，归母净利润 69.18/87.77/113.77 亿元，同比-15.8%/+26.9%/+29.6%，对应 EPS 为 0.71/0.89/1.16 元，对应 PE 为 30.92/24.67/18.93 倍。看好吉利未来业绩迎来新一轮改善，维持吉利汽车“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；与沃尔沃合并协同效应低于预期。
（证券分析师：黄细里）

广汽集团（601238）：12 月产批同比表现较好，全年产量逆势增长
投资要点
公告要点：
12 月广汽集团产量 220679 辆，同比+4.13%，环比-0.77%；销量 209059 辆，同比+12.37%，环比-3.95%。广汽本田产量 84047 辆，同比+17.56%，环比-1.31%，销量 81281 辆，同比+28.82%，环比-5.83%。广汽丰田产量 81609 辆，同比+19.70%，环比+4.25%，销量 72159 辆，同比+29.35%，环比-6.77%。广汽自主产量 39975 辆，同比-20.24%，环比-8.94%，销量 38797 辆，同比-1.44%，环比-4.38%。2020 年全年实现产量 203.5 万辆，同比+0.5%，销量 204.4 万辆，同比-0.9%。其中广汽埃安产销分别为 60066/60033 辆，同比+43.0%/42.9%。
广汽 12 月批发同比涨幅较大，广丰广本表现靓丽，全年产量逆势增长
11 月广汽产批同比分别为+12.41%/+11.38%。12 月产量同比较 11 月略有收窄，批发同比涨幅扩大，广丰/广本产批同比均实现较大幅度增长，产批同比相比 11 月均有较大涨幅，表现靓丽。主要系去年 12 月基数较低。自 4 月疫情影响逐步消退，广汽产量实现连续同比正增长，全年产量同比+0.5%，逆势增长。
企业端广丰+广本+自主均小幅补库
根据我们自建库存体系显示，12 月广丰+广本+自主企业端均小幅补库，企业库存当月分别为+9450 辆、+2766 辆、+1178 辆。企业库存累计分别为+4654 辆、-13983 辆、+6683 辆。（2017 年 1 月开始）。
广汽 12 月下旬折扣率整体微幅扩大
广汽 12 月下旬车型算术平均折扣率 8.34%，环比 12 月上旬+0.23pct，略高于行业整体涨幅。其中广丰算数平均折扣率 5.21%，环比 12 月上旬-0.02pct；广本算数平均折扣率 6.66%，环比 12 月上旬+0.42pct；自主算数平均折扣率 6.42%，环比 11 月上旬+0.11pct。凌派 2020+传祺 GS3+飞度 HB2021 成交价降幅较大。
投资建议
2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽

请务必阅读正文之后的免责声明部分

自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 18.80/13.37/11.13 倍。维持广汽集团 A+H 股“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