东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 07 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：“草蛇灰线”：如何看待人民银行工作会议前后的货币政策变化？

汇率方面，从发挥市场的“决定性作用”到“加强审慎管理，引导市场预期”。第四季度以来央行频频通过调控政策释放稳定汇率的信号：2020 年 10 月取消外汇远购风险准备金，退出中间价逆周期因子，12 月下调金融机构跨境融资宏观审慎调节系数，今年 1 月则上调境内非金融企业境外放款宏观审慎调节系数。预计后续央行还将进一步提高和拓宽跨境资金有序外流的额度和渠道。

固收金工

金工定期报告：【东吴金工 CPV 因子月报】价量相关系数的其他计算方式：一阶差分 20201231

CPV 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.51%，年化波动为 6.32%，信息比率为 2.77，月度胜率为 84.15%，月度最大回撤为 3.79%。

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。

寻找 EPS 超预期高端制造龙头——2021 年度机械行业投资策略

投资组合：

顺周期：三一重工、柏楚电子、锐科激光、绿的谐波、恒立液压

设备和服务：杭可科技、晶盛机电、杰瑞股份、华测检测、至纯科技

推荐个股及其他点评

波司登（03998）：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

1 月 5 日，波司登发布 2020/21 财年前九月（2020 年 4-12 月）最新零售表现，品牌羽绒服业务中核心品牌波司登零售额同增 25%+，品牌羽绒服业务中其他品牌零售额同增 40%+。

宏观策略

宏观点评：“草蛇灰线”：如何看待人民银行工作会议前后的货币政策变化？

事件

1 月 4 日中国人民银行召开 2021 年工作会议，分析当前形势，部署 2021 年工作。

观点

下一阶段需要关注的“新”重点是什么？汇率。本次会议对 2021 年的工作作出了 10 点部署，直接涉及人民币汇率的表述有 3 条，若考虑跨境资本流动和金融对外开放的话题，则半数（5 条）工作部署都涉及到汇率领域。

汇率工作的关键词是什么？稳。汇率定调上要求“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”；在人民币国际化上要“稳慎推进”；在外汇管理上要“维护外汇储备规模基本稳定；在资本项目开放上要“稳妥有序”。

如何“稳”汇率？市场化手段为主，减少直接干预。“加强宏观审慎管理，引导市场预期”，1 月 5 日央行上调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数就是典型的“宏观审慎+预期管理”的措施。“资本项目开放+高质量双向开放”，近年来的金融开放政策重“对外开放”而轻“向外开放”，这也加剧了人民币升值和外储增加的压力，让境内资金稳妥有序、高质量地“走出去”将是下一阶段的工作重点。

近期相关部门的会议和操作“勾勒”出怎样的货币政策“画像”？

货币方面，从“紧平衡”到“合理充裕”，再到关注汇率。2020 年 10 月 21 日易纲行长在金融街论坛讲话年内首提“把好货币供应总闸门”，此后 11 月下旬开始央行加大了流动性投放，12 月 18 日中央经济工作会议未提“总闸门”，代之以“灵活精准、合理适度”，12 月 25 日第四季度货币政策委员会例会重提“保持流动性合理充裕”，再到本次工作会议重点突出汇率，从第四季度人民币汇率和央行资产负债表的关系也能看出蛛丝马迹（图 1）。

信贷方面，从“稳定宏观杠杆率”到发挥好结构性工具和精准滴灌作用。根据中央经济工作会议、第四季度例会、本次工作会议，结合房地产贷款集中管理制度的推出，央行的信贷政策“有保有压”：保的是绿色发展（近期会议全都重点突出），科技创新、“三农”、小微和民营企业，“增加制造业中场期贷款”（第四季度例会）；压的是房地产和地方政府（中央经济工作会议“抓实化解地方政府隐性债务风险工作，党政机关要坚持过紧日子”）。

汇率方面，从发挥市场的“决定性作用”到“加强审慎管理，引导市场预期”。第四季度以来央行频频通过调控政策释放稳定汇率的信号：2020 年 10 月取消外汇远购风险准备金，退出中间价逆周期因子，12 月下调金融机构跨境融资宏观审慎调节系数，今年 1 月则上调境内非金融企业境外放款宏观审慎调节系数（图 2 和图 3）。预计后续央行还将进一步提高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和拓宽跨境资金有序外流的额度和渠道。

风险提示：疫情病毒变异导致疫苗失效，全球经济再度陷入困境，央行不得不再次扩大宽松。央行过快收紧政策导致经济和市场崩盘，货币政策被迫再度回到宽松。信用风险意外扩散导致央行扩大宽松。经济复苏大幅好于预期，央行加速收紧货币政策。

（证券分析师：陶川）

固收金工

金工定期报告:【东吴金工 CPV 因子月报】价量相关系数的其他计算方式：一阶差分 20201231

CPV 因子多空对冲绩效（全市场）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在全体 A 股中，5 分组多空对冲的年化收益为 17.51%，年化波动为 6.32%，信息比率为 2.77，月度胜率为 84.15%，月度最大回撤为 3.79%。

CPV 因子多空对冲绩效（中证 500）：2014 年 2 月至今，CPV 因子在中证 500 成分股中，5 分组多空对冲的年化收益为 11.61%，年化波动为 8.54%，信息比率为 1.36，月度胜率为 69.51%，月度最大回撤为 14.58%。

12 月份 CPV 因子收益统计：在中证 500 成分股中，12 月份“CPV 因子”组合的收益率为-1.77%，中证 500 指数收益率为 0.94%，组合对冲指数收益为-2.71%。

1 月份“CPV 因子”组合最新持仓：详见正文持仓明细。

本期 CPV 因子“小贴士”：价量相关系数的其他计算方式——一阶差分。先将股票的分钟收盘价、分钟成交量，分别做一阶差分，再计算两者的相关系数，构造 CPV 因子。将分钟数据进行一阶差分处理后，CPV 因子的效果不如从前，年化收益、信息比率、月度胜率均有明显下降。

CPV 因子选股模型简介：在计算股票每日分钟价量相关系数的基础上，逐步挖掘了价量相关性的平均数、波动性和趋势性因子，最后综合 3 个维度的信息，构建最终的价量相关性因子 CPV。在回测期 2014/01/01-2020/01/31 内，以全体 A 股为研究样本，CPV 因子的月度 IC 均值为-0.053，年化 ICIR 为-3.77，5 分组多空对冲的年化收益为 19.29%，信息比率为 3.03，月度胜率为 87.32%，最大回撤为 2.90%。剔除市场常用风格和行业的干扰后，纯净 CPV 因子仍然具备良好的选股能力，其 5 分组多空对冲的信息比率甚至有所提升，可达 3.43。

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

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

行业

食品饮料行业 2021 年度策略：春风一杯酒，布局正当时

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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：

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

寻找 EPS 超预期高端制造龙头——2021 年度机械行业投资策略

投资建议：

2020 年，我们的投资策略观点为“把握高端制造戴维斯双击的机会”，机械行业细分龙头盈利和估值获得明显双升，是表现最亮眼的板块之一。在海内外疫情影响下，国内逆周期调控，地产基建投资快速修复，机械细分行业盈利持续超预期。海外制造业生产停摆，中国制造业全球份额获得提升，国产设备和核心零部件替代加速。新能源革命浪潮催生设备投资机会。

2020 年，机械行业估值已明显获得修复， 行业均值为 36 倍，处于历史中位数。展望 2021 年，我们看好高景气持续的工程机械和检测服务，处于景气拐点的工业自动化、新能源设备、油气设备、半导体设备。

投资组合：

顺周期：三一重工、柏楚电子、锐科激光、绿的谐波、恒立液压

设备和服务：杭可科技、晶盛机电、杰瑞股份、华测检测、至纯科技

【工程机械】2020 年工程机械虽进入复苏中后期，更新需求、机器人替代人工和出口需求仍带动下维持较高景气度，行业周期波动率减小，数字化、智能化、全球化推动龙头业绩估值持续双升。重点推荐三一重工、中联重科，零部件龙头恒立液压，高空作业平台龙头浙江鼎力。

【锂电设备】在特斯拉和大众等巨头带动下，全球电动化趋势将加速，电池龙头巨大的产能规划有望逐步进入兑现期，国内设备龙头已具备全球竞争力，推荐全球锂电设备龙头杭可科技，关注先导智能、赢合科技。

【光伏设备】新技术迭代推动行业新产能周期。推荐丝网印刷设备龙头，晶盛机电，捷佳伟创。

【激光行业】激光行业是未来十年持续增长的黄金赛道，复合增速有望达 20%，行业确定性进入拐点，重点推荐有核心竞争力、不受降价影响的软件龙头柏楚电子、激光器龙头锐科激光、关注激光设备龙头大族激光。

【工业自动化】下游先进制造业中锂电、光伏、3C 等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善。我们认为随着国内疫情影响减弱，通用自动化行业回暖趋势延续，重点推荐核心零部件龙头绿的谐波、工控软件龙头

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中控技术、关注埃斯顿。

【检测服务】检测行业市场空间广阔，优质赛道下，优秀公司有望实现长期稳健增长。关注品牌力提升带来市占率提升、且盈利能力显著改善的华测检测，预计其在国内稳健增长的持续性、海外市场的突破等方面持续超预期，推荐华测检测、广电计量。

【半导体设备】行业景气进入拐点，重点推荐国产化率有望快速提升的清洗设备龙头至纯科技、其余看好北方华创、中微公司。

风险提示：疫情影响持续；下游投资不及预期

（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　研究助理：罗悦）

推荐个股及其他点评

波司登（03998）：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

投资要点

事件：1 月 5 日，波司登发布 2020/21 财年前九月（2020 年 4-12 月）最新零售表现，品牌羽绒服业务中核心品牌波司登零售额同增 25%+，品牌羽绒服业务中其他品牌零售额同增 40%+。

羽绒服主业零售额增速符合预期，第三财季增速明显提升：公司 2020/21 财年前九月品牌羽绒服中波司登/其他品牌零售额分别同增 25%+/40%+。尽管今年以来受到疫情的严峻考验，增速仍保持较快。另外，第三财季单季增速较 2020/21 财年上半年显著提升，2020/21 财年上半年波司登/其他品牌羽绒服营收增速分别为 19.7%/2.85%，据此估计，2020/21 财年第三财季无论波司登还是其他羽绒服品牌零售增速均有显著提升。

2020 年长冬下服装消费反弹明显，持续看好第四财季表现：2020 年国庆期间全国多地即出现明显降温，平均入冬时间提早 9 天，另外 2021 年春节日期较晚，因此冬季消费期较以往更长，年末消费有望反弹。从国家统计局公布的数据看，2020 年 9、10 月服装限上增速持续提升，且据我们线下调研反馈，部分服装龙头及主要经销商也开始冬季补货，服装消费反弹趋势已基本确立。我们认为，2020/21 第四财季（2021 年 1-3 月）正逢春节前后，冬季复苏有望延续，且去年同期为国内疫情高峰，低基数下高增长值得期待。

品牌及产品升级重塑，价格带稳步向上：公司作为功能性服饰龙头，始终以品牌及产品品质为本，2017 年聚焦主航道以来，不断推动品牌及产品升级，致力于打造功能性与时尚型兼具的产品，包括坚持以匠心实现产品功能性突破、通过 IP 联名以及知名设计师合作提升产品时尚感等。随着品牌的不断升级，公司平均价格带逐步向 2000-2500 元提升，高于大众市场 900-1000 元的均价，在中高端价格带地位稳固。

盈利预测与投资评级：波司登是国产羽绒服龙头企业，2020 年“双 11”线上全渠道销售额达 15 亿元，居中国服装品牌首位。我们认为未来中高

请务必阅读正文之后的免责声明部分

端羽绒服市场将持续增长，波司登作为国产品牌升级的典范，在天时地利人和三重利好下业绩有望持续高增。我们预计公司 FY2021-2023 归母净利分别为 14.4/17.6/21.1 亿元，同增 19.7%/22.5%/19.4%。当前股价对应 PE 为 27/22/18x，维持“买入”评级。

风险提示：品牌升级不及预期，气温波动异常，疫情反复等。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

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