东兴证券 DONGXING SECURITIES

免费接种并非免费采购，出口市场具备利润空间

2021 年 1 月 5 日

首席观点 | 周度观点





胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

【东兴医药】免费接种并非免费采购，出口市场具备利润空间

从新冠疫苗研发至今，市场一直担忧其定价问题，虽然海外 mRNA 疫苗的采购价格较高，但市场仍担心免费接种后，政府集中采购的价格较低。我们认为免费接种的提前是新冠疫苗能大规模量产，目前国内进展较快的基本为灭活苗，其扩产周期较长而且投入大，量产前生产成本相对较高，相对于后续开发成本较低的亚单位疫苗和 mRNA 疫苗，其采购价格将留有足够的利润空间。参考 2009 年大流行甲流疫苗的采购定价，留给华兰生物、科兴生物等毛利率依然超过 80%。

新冠疫情的发展已经影响到全球，而辉瑞等海外企业选择优先供应英美等发达国家，短期产能严重不足，广大的发展中国家亟需中国疫苗以控制疫情，而且国内疫情相对可控，除重点人群需要保护之外，非重点人群接种免疫并不迫切，这为中国疫苗供应海外提供了时间窗口。从采购定价来看，中国疫苗的安全性优势更具备优势，并在海外开展三期临床，其结果获得海外卫生系统的高度认可，部分已经签订订单。参考辉瑞和莫德娜的采购价格，国产疫苗出口预计有足够的利润空间。

建议重点关注：①国内血液制品和流感疫苗龙头——华兰生物（华兰生物（002007.SZ）：年报业绩符合预期，血制品景气提升及四价苗放量可期）；②国内血液制品国家队——天坛生物（天坛生物（600161）：Q3 业绩高增，定增募资促长期增长）；③新冠抗原检测出口第一平台——东方生物（详见参考报告详见参考报告：深耕 POCT 领域，新冠抗原检测率先登陆欧洲）。

风险提示：新冠疫苗研发的不确定性；原料药价格波动风险；海外对出口试剂监管不确定性。



孟斯硕|东兴证券食品饮料行业首席分析师

S1480520070004，010-66554035，mengssh@dxzq.net.cn

【东兴食饮】白酒持续提价行业景气提升，需求旺盛推升原奶价格持续上涨

在旺季来临之前，白酒企业提价潮仍在延续，显示出行业景气仍在提升。2020 年 12 月 31 日，水井坊典藏大师版下发提价通知，52 度水井坊典藏大师版建议零售价上调至 1199 元，上调幅度 160 元/瓶；38 度水井坊典藏大师版建议零售价上调至 899 元，上调幅度 120 元/瓶。此前古井、国缘、酒鬼酒、牛栏山等名酒企业纷纷上调了产品价格，酒企在旺季来临前提价，一方面是希望通过提价对 2021Q1 打款有积极的帮助，另一方面，也希望通过增厚渠道利润，提升经销商的积极性。

截至到 2020 年 12 月 23 日，主产区生鲜乳平均价格 4.18 元，同比增长 9.14%，价格已经接近 2014 年生鲜乳价格高点（4.27 元）。原奶价格不断提升，一方面受疫情影响海外大包粉和液奶等进口受到一定影响，一方面也反应出下游需求较为旺盛，从目前来看，预计明年春节前原奶供应形势均较为紧张，下游乳企或通过减少促销、提升产品结构来应对原奶成本的上涨，2021Q1 乳制品板块净利率提升较为可期。

重点推荐：贵州茅台、五粮液、泸州老窖、伊利股份。

参考报告：

《白酒行业深度：站在 DCF 的角度思考白酒的估值空间》

《贵州茅台：直营占比继续提升，龙头业绩稳健增长》

《五粮液（000858）：量价齐升再次确认，新班子带入新境界》

《泸州老窖（000568）：业绩增长稳健亮眼，高档酒提价放量未来可期》

《伊利股份：放眼量，激励确保下一个十年的腾飞》



张天丰|东兴证券金属首席分析师

S1480520100001，021-25102914，tfzhang901@126.com

【东兴金属】金属行业景气度上升，周期交易仍具持续性

2020 年金属市场在经历极端压力测试下开始修复，下半年行业显现景气度实质性攀升迹象。

数据显示，有色金属工业协会预计 2020 年中国有色金属产量增 5%达到 6150 万吨，规模以上有色企业实现营收增 10%至 5.6 万亿元。考虑到金属行业的生产周期、库存周期叠加流动性周期仍处共振阶段，我们认为 21 年以金属为主的周期交易仍具有持续性。

铜行业供应缺口已呈阶段性放大，2022 年前全球铜供需维持偏紧状态。全球精铜供需状况在 2020 年已经出现超过 20 万吨的明确性供给缺口，而中国精炼铜供给缺口已经突破 300 万吨/年，显示中国精铜月均净进口量需超 25 万吨之上才能与需求匹配。全球铜矿端供给增速在 22 年前难以提升，以 3 年为周期的全球铜矿山供应增速已降至 20 年来最低均值水平，但高基数的需求效应及周期复苏带来的需求增量提振全球铜实际需求层面的相对稳定；以中国为例，中国四大用铜行业（占中国铜消费 80%）至 2025 年铜消费年均复合增速保守估计将达 4.6%，由 2019 年的 940 万吨增至 1184 万吨，将提振中国铜消费占全球比例将由 52%升至 56%。此外，考虑到流动性溢价对铜价的提振、铜金比价的修复空间及伦铜隐含波动率的变化，预计 21 年铜价仍将维持强势并有望冲击 65000 元/吨。

铝行业供需景气度上升，行业利润显现优化。中国铝行业具有完整产业链，从铝土矿至铝加工已形成规模化效应。年内氧化铝运行产能已近 9000 万吨，电解铝运行产能近 4200 万吨，整体铝行业年内供应增速在 3%左右；铝材总年度产量或升 3%以上至 3580 万吨，板带材、铝箔与挤压材行业开工率高且在建投产项目预期充分，带动整个铝行业库存持续去化且企业利润出现修复，电解铝企业吨铝利润年内已持续性超过 3000 元/吨。21 年铝行业的供应端天花板将逐渐形成（氧化铝产能及电解铝产能），需求端需关注社会库存积累幅度及下游加工企业补货情况。

能源金属延续趋势性强势。钴产品价格已形成上涨预期，受电池企业需求提振，下游动力三元前驱体及材料订单明显增长，而生产商库存显现紧张，贸易商亦对后期行情预期乐观导致钴相关产品成交价格持续上行；周内电池级与工业级碳酸锂价格继续走高，均价分别升至 5.1 万元/吨及 4.8 万元/吨，锂盐厂库存偏低叠加下游超量采购带动行业持续性改善。考虑到 Q1 钴行业备货需求仍有缺口及锂行业因大厂检修所导致的供应量下降，预计钴锂价格仍将稳定上涨，行业在 21 年将受益于新能车、风电光伏储能、5G 基站建设等市场的发展而稳定优化。

黄金创十年最大年度涨幅，21 年涨势将延续。美元趋势性走弱，流动性系统性释放，汇率黄金趋于平价及矿产金供应增速趋势性下滑等因素共振，提振 2020 年黄金累涨 25.1%，其中美元黄金在 8 月创出历史最高水平至 2088 美元/盎司。考虑到影响黄金的核心计价因素未有结构性变化，弱势美元及通胀预期会对金价产生进一步的支撑及发酵，我们认为 2021 年美元黄金价格将重归 2000 美元/盎司并有望触及 2300 美元/盎司的汇率平价水平。

风险提示：流动性交易拐点显现，库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落。



王习|东兴证券军工首席分析师

S1480518010001，010-66554034，wangxi@dxzq.net.cn

国防军工：十四五开年军工行业订单或分批确定，建议顺势而为

基本面方面，今年一季度，部分领域的十四五期间装备定价、市场份额和预售款可能会分批确定，上游零部件企业和原材料企业订单改善可能性较大，上游企业从订单转化为收入的周期较短，当前或是配置军工行业的极佳窗口期，建议军工行业投资顺势而为。

事件方面，去年 12 月，发改委要求今年 1 月起，外商投资军工、军工配套等关系国防安全的领域前需主动向工作机制办公室申报，考虑到未来外资投资军工股需要申报，短期内外资抢筹军工的现象或持续。

具体到投资方向，近期市场预期军工行业或出现类似医药行业的集采现象，参照当时医药行业走势，整个板块在集采之后先抑后扬，大幅度反弹，投资聚焦到了创新药和医疗器械等领域，此次军工行业或开启新一轮上涨，投资或聚焦到核心主机厂和上游核心技术零部件企业。

风险提示：军品订单不及预期；产品降价风险



刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：深度回调后板块投资价值凸显

近期财政部修订发布《企业会计准则第 25 号—保险合同》，规范如收入提前确认导致收入与费用确认期间不配比，收入中包含投资成分导致保险公司与其他金融机构的收入信息不可比、精算假设调整对未来利润的影响计入当期损益等业绩调节问题，是国内版的 IFRS17。根据要求，国内主要上市险企新保险合同准则将于 2023 年 1 月 1 日起执行，和 IFRS9 新会计准则同步实施(除平安已于 2018 年实施)。预计未来两年上市险企负债投资两端存在较大调整压力。前期部分险企透支保费增长，21 年和 22 年保费增速预期将有所下调。

此外，周五证监会发布《证券交易数据交换协议》和《资本市场场外产品信息数据接口》等两项金融行业标准。前者为应对沪、深港通与外部对接需求增多，降低国外市场参与者接入国内市场的技术门槛，为境外投资者参与国内资本市场投资提供便利。后者则可以有效规范场外市场发行产品信息披露，便于全流程监管和信息高效流转。

受疫情反复和年末流动性紧张影响，截至本周，非银板块已连续调整三周。当前保险板块和头部券商估值再次回落至低估区间，预计随着年初流动性改善和利率企稳回升，板块估值将有效修复，继续重点推荐。

风险提示：宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险



林瑾璐|东兴证券银行首席分析师

S1480519070002，010-66554130，15692169289@163.com

银行：银行业绩改善有较强支撑，看好明年一季度行情

本周银行板块跌 1.09%，处于中信一级行业中等偏后水平。板块 PB（LF）估值 0.71，仍在历史较低区间波动；估值隐含不良率 11.4%，远高于 9 月末上市行平均账面不良+关注贷款率 3.4%。12 月以来，银行板块有所回调，我们认为更多的是受市场情绪影响。随着经济持续修复，基本面改善的预期将不断增强，板块估值有望逐步修复。建议把握当前基本面修复之下的银行股行情。

本周银保监会就《商业银行理财子公司理财产品销售管理暂行办法》公开征求意见，现阶段仅允许理财子公司、吸收公众存款的银行业金融机构作为理财产品代销机构。未经允许，非金融机构和个人不得直接或变相代理销售理财产品，互联网平台或暂无缘代销理财产品。银行或将加大网点和线上等自营渠道的获客能力，代销理财中收贡献有望持续提升。

从近期宏观经济数据来看，工业企业利润、制造业投资、社零、PMI 等都反映了经济复苏的较强韧性。实体经济信用需求向好，但信用增长呈现边际收敛趋势。我们认为随着经济持续修复，货币政策将回归常态化；未来市场利率向上，银行业景气度向好，明年全年业绩有较强支撑。分别从规模、息差、资产质量来看：（1）随着经济的持续修复，明年货币政策将逐渐回归常态化；银行信贷和资产规模增速将较 2020 年有所回落。（2）受重定价扰动，明年一季度银行净息差有收窄压力，尤其是按揭贷款占比较高的银行；但随着实体经济融资需求的修复，新发放贷款利率有望边际改善，利好银行息差向上。（3）资产质量：今年上市银行加大不良确认、核销、处置力度，夯实资产质量；并充分计提拨备，风险抵御能力更强，未来不良压力不大。本周国常会决定延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划，是对中央经济工作会议精神的落实，确保了政策的“连续性”，有助于银行资产质量平稳过渡。

风险提示：经济失速下行带来资产质量严重恶化；政策预期外变动。



郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

S1480519070001，021-25102903，zhengdd@dxzq.net.cn

电新：2021 年新能源汽车补贴温和退坡

据中国政府网信息，财政部、工信部、科技部和发改委 2020 年 12 月 31 日联合发布了《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》（财建〔2020〕593 号），提出：2021 年，新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；城市公交、道路客运、出租（含网约车）、环卫、城市物流配送、邮政快递、民航机场以及党政机关公务领域符合要求的车辆，补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%；地方可继续对新能源公交车给予购置补贴。

我们认为，此次补贴退坡较为温和，政策文件延续了官方对新能源汽车行业的支持态度。展望 2021 年，我们预计中国大陆新能源整车市场将出现如下变化：从供给端看，入市车型将大为丰富；从消费端看，市场 2C 属性将进一步强化，外资品牌、合资品牌、传统自主品牌

和本土造车“新势力”品牌之间的竞争将加剧，不同区域、不同消费购买力细分市场的热销车型将出现一定分化。

我们预计，2021~2023 年，中国大陆新能源汽车产量将分别达到 214.6 万辆、283.4 万辆、368.4 万辆，纯电动乘用车占比分别为 74.9%、76.9%、79.2%，较 2019 年的 70.6%、2020 年前 11 个月的 71.2%（根据中汽协数据测算）进一步提高。

建议关注：宁德时代、孚能科技、恩捷股份、星源材质、贝特瑞。

风险提示：新能源汽车行业发展或不达预期；多因素或致市场竞争格局走向偏离预期；相关上市公司主业发展与成本管控收效或逊于预期。

关于相关标的基本面，请投资者参阅：

《宁德时代：动力电池维持行业领先地位，储能业务快速增长》（20200827）

《孚能科技：软包动力电池强者，掘金新能源汽车市场》（20201111）

《恩捷股份：如何在锂电隔膜行业实现后来者居上？》（20200421）

《星源材质：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升》（20201029）

《贝特瑞：具备成本优势与先发优势的正负极材料供应商》（20200923）



曹奕丰|东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：疫情反复导致行业不确定性提升，细分龙头在持续变化环境中有望脱颖而出

疫情持续至今近一年，对很多行业的竞争格局甚至是业务模式都产生了明显的冲击。这种高度变化的环境整体来说对行业不利，但同时也是适应性强的企业脱颖而出的机会。

从去年的表现看，市场对于短期业绩的要求明显的淡化，而更加关注长期趋势层面的变化，我们相信这种偏好也将延续到今年。因此在新的一年里，对于强竞争性及周期性的板块来说，我们重点关注马太效应带来的龙头企业逆周期成长；对于基建类，弱周期的行业，随着疫情的消退，我们建议关注相关板块的业绩与估值修复。

具体分行业看，快递板块我们关注市场份额持续扩张的几家快递公司；航空板块我们不进行整体性推荐，主要看好疫情下恢复最快的低成本航空领域；高速公路板块我们看好今年业绩与估值的修复，以及改扩建周期带来的再投资回报率提升

风险提示：宏观经济增速下行；政策的不确定性



王健辉|东兴证券计算机首席分析师

S1480519050004，010-66554035，wangjh_yjs@dxzq.net.cn

【东兴计算机】推荐信创3.0阶段“看多做多”，强烈推荐布局业绩可兑现相关个股

宏观市场逻辑：“信创”是最清晰内循环经济体，行业信创将接力“小安可”同步规模化落地，逐渐呈现清晰内循环经济产业长赛道，电子公文是初步规模化落地验证，电子政务是接力棒，是电子公文数倍，国企行业市场更是党政数倍，之后信创产业生态将呈现市场化商业市场发展，相关个股具有坚实产业发展长逻辑。

产业个股层面：“IT重构”是从CPU，操作系统OS，数据库中间件等到应用软件整机服务器等方面重构技术产品生态的过程，目前已经形成由“可用”到“好用”过度升级阶段，因此，信创产业发展在二级市场也必将呈现业绩为主导的信创3.0阶段，其中，根据相关个股所处特征分析，我们认为，基础软件是核心赛道，其中，基础软件中间件是相对最成熟产品，也最可兑现业绩利润细分领域，相关公司重点关注：东方通，宝兰德，其中，东方通（300379）由于在中间件领域具有的成本投入产出优势，有望充分受益信创规模化落地红利；宝兰德（688058），具有重点行业客户优势，信创属于增量市场，后续有望多领域拓展提升营收规模。同时，我们推荐重点关注：中国软件，金山办公，东方通，宝兰德，太极股份，中国长城等个股。

风险提示：下游需求不及预期；宏观经济发展不及预期；重大政策出现变化。

详细报告参见

《中国软件（600536）：国产操作系统龙头，紧抓自主可控机遇》

《金山办公（688111）：单季度收入持续创新高，付费转化率正快速提升》

《东方通（300379）：立足自主创新，推进安全可控，业绩增长空间广阔》

《宝兰德（688058）：金融政府领域拓展显效，信创有望加速收入结构优化》

《中国长城（000066）：扣非净利润超预期，PK体系2.0融入云物移大智》

《太极股份（002368）：中标国产数据库项目，公司自主“技术+资源”优势将不断兑现》



张凯琳|东兴证券商社首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

商社：离岛免税持续高景气，关注多地疫情反复

离岛免税新店+牌照增加助力蛋糕做大，市内店布局持续推进。海南新政实施以来，离岛免税持续高景气，日均销售额突破 1.2 亿元，同比增长 2 倍多。2020 全年海南离岛免税店销售额超 315 亿元，超额完成全年目标。同时，四部委正式批复海南新增 6 家离岛免税店，全岛增至 10 家，其中三亚 3 家新增店已于上年底开业，中服免税和深免获批离岛免税资质。我们认为，离岛免税牌照优势被弱化，免税运营商的供应链和运营能力得到凸显，中国中免深耕免税市场，具有先发优势和规模优势，在品牌、供应商资源、运营管理等多方面具有优势，仍将稳坐行业龙头地位。此外，中服免税重庆市内免税店开业，市内免税发展持续推进。

酒店行业有望延续 2019 年下半年的复苏周期，不过短期看，包括北京在内多地出现疫情反复，或一定程度上延缓酒店经营层面复苏。但在国内疫情防控常态化和疫苗加速落地的催化下，龙头公司逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，我们认为头部公司 RevPAR 有望于 20 年年底至 21 年上半年在同比低基数的情况下恢复至 19 年同期水平。

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，超预期政策。



张凯琳|东兴证券商社首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

联系人：刘田田|东兴证券纺织服装

S1480119010126，010-66554038，liutt@dxzq.net.cn

【东兴纺服】降温助力冬装销售，运动服饰龙头景气持续

全国范围内继续降温，助力冬装销售。12 月末期全国范围大降温，“速冻式”降温和“混合式”雨雪天气出现，低温天气利好服装行业和有关家纺企业。2021 年春节假期较往年更晚，可以拉长冬季服装产品的销售时期，品牌商和经销商会有更加充分的时间去宣传营销和宣传营销。预计销售旺季可以持续到明年 2 月底。近年服装公司加速柔性供应链打造，降温天气带来的快速需求上升也将考验服装公司的供应链反应能力。

耐克大中华区增速亮眼，持续验证行业景气度。耐克 2021 财年第二季度营收为 112.43 亿美元，同比增长 9%；净利润增长 12%至 12.51 亿美元。中国市场营收和数字业务成为推动其营收增长的主要因素。具体而言，耐克中国市场营收为 22.98 亿美元，同比增长 24%，单季度营收首次突破 20 亿美元。耐克数字业务营收同比增长 84%，其中中国市场实现双位数增长。港股运动服饰近期表现良好，龙头公司市值近期纷纷创新高，我们认为行业景气持续带动各环节公司未来几年业绩确定性强，继续推荐关注。

受益于海外需求回暖，服装出口订单持续复苏，明年形势乐观。11 月份，纺织服装出口 1650 亿元，增长 6%，其中纺织品出口 808 亿元，增长 21%，服装出口 842 亿元，增长 4%。分季度看 A 股纺织制造版块今年形势严峻，版块在一季度受影响最大，因为一季度是供给和需求两个方面都受到影响；二季度收入和业绩的降幅收窄；三季度订单回暖，但是受到人民币升值等因素影响了业绩端表现。建议关注，疫情加速优秀制造企业份额提升，RCEP 落实也将助力优质企业在产业转移中获得优势。

重点推荐：李宁、安踏体育、申洲国际、罗莱生活、森马服饰

风险提示：疫情导致消费复苏不及预期，品牌商战略变化，新渠道拓展受阻。

参考报告：

《李宁（2331.hk）：三季度经营数据趋向健康，四季度可期》

《申洲国际（2313.HK）：稳健成长的典范，创新能力保证未来份额提升》

《安踏体育（2020.HK）：中报彰显公司优秀运营，零售先行者再次变革》

《滔搏（6110.HK）：管理优秀的运动鞋服零售商，现金流稳健凸显长期价值》

《地素时尚（603587）：中期业绩强韧，公司发力电商维持收入较快增速》

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526