# 东吴证券晨会纪要

2021 年 01 月 04 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：拜登上台取消关税？中欧 CAI 或埋下伏笔**

我们认为在中欧 CAI 签署后，拜登政府不得不重新评估特朗普对华关税的存续价值；而随着中美第二阶段贸易谈判门槛的降低，通过取消关税，换取中国类似对欧盟的市场准入和公平竞争环境，对拜登任上的美国经济不失为一项明智之举。

**策略月评：东吴证券月度策略及金股组合：2021 年通胀将超预期**

投资要点：

短期经济有上行风险，短期内的乐观来自于：1.PPI 从负转正，历史上来看，每一次从负转正回升都伴随着利润增速的大幅回升。2.外部需求非常乐观，补库存的需求被低估：美国汽车库存和新房空置率分别下降到了 2012 和 1985 年来的最低水平，未来半年内有较强的补库存需求。3.国内的基本投资需求：目前投资者的共识是，中国的房地产、基建投资都不会快速下降。

## 固收金工

**固收月报：11 月数据回顾月报：出口作强劲支撑，经济持续改善**

整体来看，11 月份出口作强劲支撑，经济持续改善。

进出口方面：由于中国的复工复产持续推进，产业链完整，而其他国家由于疫情冲击生产恢复较慢，因此很多终端消费品的需求转移到中国，导致中国出口超预期增长。但展望后期，伴随着其他国家产能逐步恢复，中国的出口则面临着在全球需求继续上升的同时出现下降的可能性。此外，对美贸易顺差走高，也造成了贸易摩擦的风险升高。随着宽货币开启，人民币的升值势头或将放缓，另一方面伴随着海外供应逐渐恢复，强人民币将提升进口量，降低国内工业品涨价的压力，进口有望增加，净出口收窄，对经济贡献减弱。未来我国贸易如何走向，还应密切关注海内外疫情走势和内外需变化。

**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，信用利差走阔**

本周（12 月 26 日-1 月 1 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 65 支，总发行量 604.40 亿元，较上周减少了 866.20 亿元，总偿还量 1356.56 亿元，较上周减少了 624.77 亿元，净融资额-752.16 亿元，较上周减少了 241.43 亿元。

**固收周报：美股债普涨迎新岁，美元微跌黄金微涨**

（1）美国失业数据持续改善，财政悬崖得以避免；（2）策略分析：美国二轮纾困将有效托底就业市场，叠加当前阶段冬季疫情对经济的影响边际收缩，因疫情造成的短期不确定性降低，但目前巨量流动性尚未推动通胀抬头；欧洲英国与欧盟贸易和合作协议进入临时实行阶段，消除部分市场对“无协议脱欧”的担忧，但双方经贸关系的不确定性仍长期存在；日本日本政府采取措施限制部分外籍来访，疫情恶化形势持续影响经济复苏节奏。

**固收周报：风险信息周报（2020.12.28 -2021.01.03）**

负面信息：本周（12 月 28 日-01 月 03 日）负面信息共 6 条。重点关注：北京威凯建设发展有限责任公司发行的“19 威凯 01”“20 威凯 01”债项评级下调；紫光集团有限公司发行的“18 紫光 PPN002”未按时兑付利息；海航资本集团有限公司主体评级下调;凯撒同盛发展股份有限公司评级展望下调为负面等。

**固收点评：中小银行专项债：支持中小银行发展，更好服务实体经济**

20 广东债 91 的发行是对中小银行资本金补充新途径的一次有意义的摸索，拓宽了专项债的适用范围，而且对资本补充方式较为有限的中小银行的核心一级资本进行了有效补充，提高其抗风险能力，从而促进中小微企业成长、提振实体经济复苏。中小银行在获取资金支持的同时，要注重完善公司治理、健全内控机制，提高经营管理水平；地方政府应当对中小银行谨慎注资，在全面清产核资、排查风险并依法依规严肃问责的前提下，一行一策稳妥推进补充资本金，严防道德风险。

**金工专题报告：总量视角下地产行业 2021 年投资机会——房地产 ETF 基金投资价值分析**

华夏中证全指房地产 ETF

基金介绍：华夏中证全指房地产 ETF，证券代码为 515060，是华夏基金旗下的一款被动指数型基金产品，最新规模为 1.15 亿元。

超额业绩表现亮眼：截至 2020 年 12 月 18 日，相较于基准指数，累计获得正向超额收益 10.57%。

打新高效：ETF 基金规模在 1.2 亿左右，处于打新规模最佳区间。从新股贡献度来看，基金 2020Q2 和 2020Q3 的新股贡献度为 2.22%、4.26%，超过同期可比房地产 ETF 基金。该基金的打新效率和收益较高，给基金带来了丰富的收益。

## 行业

**环保工程及服务行业周报：首部流域法长江保护法通过，中持股份引入三峡为战略投资者**

中持股份拟引入三峡子公司长江环保集团作为战略投资者。近日，中持股份公告称，公司拟引入三峡集团全资子公司长江环保集团作为战略投资者。2020 年 12 月 29 日，长江环保集团与公司、许国栋签署合作框架协议，拟认购 5260.97 万股，并受让 1011.725 万股股份，合计持有公司 6272.695 万股股份，约占发行后公司总股本的 24.61%。

**钢铁行业跟踪周报：12 月盈利创年内新高，部委再提压缩钢产量**

投资建议：继续首推板材和特钢。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、中信特钢，关注新钢股份、鞍钢股份、河钢资源、方大特钢。

**电子行业周报：小米 11 重磅发布，vivo 发布 X60 系列**

搭载全球首发高通骁龙 888，新十年首款高端旗舰小米 11 重磅发布。12 月 28 日，小米正式发布新十年首款高端旗舰——小米 11，全球首发骁龙 888 移动平台，并拥有 2K 120hz 四曲面屏、1 亿像素主摄、55W 有线快充等亮点。

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

**电子行业周报：LED 需求回暖，关注 LED 驱动 IC 机遇**

受益于 LED 显示市场的持续增长、小间距/Mini LED 应用升级的快速发展、LED 照明渗透率的提升以及各类新兴应用的推动，LED 驱动芯片市场有望保持持续增长。

**通信行业跟踪周报：本周专题：政策持续支持，流量带动板块向上，持续关注主设备、IDC、光模块等新基建赛道优质标的**

政策推进力度持续，发改委牵头三部门强调构建全国一体化大数据中心；流量核心驱动，板块景气度持续向上；数字化转型为主线，带动数字基础设施建设提速；运营商纽交所“摘牌”无碍国内 5G 推进节奏。

**电气设备新能源行业周报：Model Y 大幅降价引爆电动车市场，Q1 淡季变旺季**

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）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、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)

**零售行业周报 2021 年第 1 期：化妆品新条例生效，放管并重优化市场环境**

《化妆品监督管理条例》1 月 1 日起生效：《化妆品监督管理条例》于 2021 年 1 月 1 日正式生效。新条例放管并重，对化妆品产品和原料按风险高低实行注册和备案管理，细化功效宣称和产品标签管理办法，明确化妆品质量安全责任，加大违法惩戒力度，利于优化市场环境、提振消费者信心、促进行业高质量发展。

**汽车行业周报：12 月前四周累计零售同比+10%，全面看多**

看多汽车板块:整车板块（长城汽车/长安汽车/吉利汽车/比亚迪/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 2021 年度策略：聚焦高景气赛道，成长性与确定性并重**

推荐新材料、元器件、主机厂三条主线：（1）新材料和元器件：最早受益于行业景气提升的环节，将受“装备采购增加+产品渗透率提高+国产化率提高”三重驱动。相对稳定的格局利于强化头部企业的竞争优势，规模效应也将提升企业的盈利能力，从而表现出良好的成长性。重点推荐光威复材、火炬电子、鸿远电子，关注中航高科、宝钛股份、西部超导、宏达电子、中航光电、航天电器；（2）主机厂：最先感受行业订单变化的环节，主要产品进入规模量产阶段的主机厂，其业绩也将因其垄断地位而具有极高确定性，此外主机厂盈利能力和经

营效率有望受益于商业模式和国企改革，重点推荐航空主机厂中航沈飞，关注洪都航空、航发动力。

**医药生物行业：2021 年，医药再启程！**

1）原料药领域：普洛药业、华海药业、美诺华、九洲药业等；2）疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；3）生长激素领域：长春高新、安科生物等；4）创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、亿帆医药等；5）苏州创新药领域：信达生物、康宁杰瑞、泽璟制药等；6）医疗服务领域：信邦制药、通策医疗、爱尔眼科等；7）药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；8）医美领域：爱美客、华熙生物等；9）医疗器械领域：眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

**教育行业周报（2021 年第 1 期）：“内卷加剧”，考研人数再创新高，招录类考试培训持续受益**

就业压力大，考研越来越“内卷”：上周末 2021 年全国硕士研究生如期进行，据教育部数据，今年参加考研的人数再创新高，达到 377 万人，同比增幅达到 10.6%。在经历了 2012-2015 年的相对平静期后，近 5 年我国考研人数持续增加，反映出就业压力之大。我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，加入到考研大军中的学生同样也是会选择参加公务员，事业单位等其他招录类考试，侧面反映出工作越来越内卷。考研并非为了加深学术造诣，而是一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间

**机械设备行业跟踪周报：新能源高景气+制造业持续复苏，建议关注相关设备投资机会**

【锂电设备】宁德时代引领行业扩产新周期，全球电动化趋势确定利好设备商

【光伏设备】短期需求延续+中长期可再生能源渗透率不断提升，设备商最为受益

【通用自动化】制造业维持高景气，建议关注通用自动化相关细分领域

【工程机械】“国四”标准正式落地，建议积极配置低波动周期中的强 α

**银行行业点评：详细测算：重磅房地产贷款新规，对招行等主要银行的影响**

事件：央行及银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将所有银行分为五档，分别设置房地产贷款占比和个人住房贷款占比两个指标上限，对占比超标的银行设置 2 年或 4 年调整过渡期。由于多数国有大行和招商银行等主要中小银行当前占比超标，市场非常关注政策对相关银行贷款投放的影响。

**2021 零售&教育行业年度策略：中国优质供应链品牌化强势崛起，**

**低利率大环境下消费估值中枢抬升**

总体趋势：国内疫情影响基本消退，未来低利率低增长环境下消费品品牌估值中枢有望抬升，建议关注具备持续增长能力的

消费品品牌。渠道：电商仍是主要增长引擎，建议关注阿里/京东/拼多多等头部电商平台。品牌：中国优质供应链品牌化大潮势如破竹，建议关注安克创新、南极电商、名创优品等品牌商。品类-化妆品：具备强韧性的可选消费品类，对“美”的追求为化妆品行业的终极驱动，建议关注珀莱雅、华熙生物、贝泰妮等。品类-轻医美：国货登顶红利可期，建议关注爱美客等。品类-教育：“内卷”加剧，看好高校及职业培训。建议关注中公教育、新东方、希望教育、天立等。

**轮胎行业点评：美国反倾销初裁落地，税率显著好于预期**

投资建议：鉴于美国“双反”初裁结果好于预期，中国轮胎头部企业全球化布局、由大变强趋势不改，随着海外优质产能的加速释放，包袱小、成本低的相关企业有望脱颖而出，推荐关注赛轮轮胎、玲珑轮胎。

风险提示：全球贸易格局继续恶化的风险；原材料价格大幅波动的风险；海外子公司跨国经营的风险。

## 推荐个股及其他点评

**锐科激光（300747）：建立长效激励机制，激光器龙头再添增长动力**

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.8/4.8/6.6 亿，对应 PE 为 92/53/38X，基于对公司高质量快速发展的看好，维持“买入”评级。

风险提示：激光器价格战持续；行业景气度下滑超预期。

**阳光电源（300274）点评：股权激励上马，逆变+储能龙头提速**

我们上修过盈利预测，预计公司 20-22 年业绩为：21.2、33.3、43.3 亿元（原预测 19.83、28.05、36.67 亿元），同比 137%、57%、30%，对应 EPS 为 1.45、2.28、2.97 元，目标价 91.2 元，对应 40 倍 PE，维持“买入”评级。

**中信博（688408）：光伏支架执牛耳者，跟踪系统向阳而生**

迅速成长的老牌光伏支架龙头：公司成立于 2009 年，主营太阳能固定支架和跟踪支架，固定+跟踪支架累计出货量多年全球第一，跟踪支架市场份额位居亚洲第一、全球前五，截至 2019 年底，公司累计安装量近 24GW。同时，公司借助支架技术积累，延伸开发 BIPV 产品，有望成为业绩新的增长点。16-19 年营收 CAGR 达 43.76%，20 年 Q1-3 公司营收 18.43 亿元，同比增长 42.33%，20 年 Q1-3 业绩 1.73 亿元，同比增长 102.91%，发展迅速。

**美诺华（603538）：产能爬坡和新产品获批推动 API 高增长，制剂一体化+CDMO 兑现加速**

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营业收入分别为 13.67、18.23、24.73 亿元，增速分别达 15.9%、33.3%、35.7%；归母净利润分别为 1.69、2.40、3.46 亿元，增速分别达 11.7%、42.4%、44.2%，当前股价对应估值分别为 30、21、15 倍。考虑到公司产能释放，原料药制剂一体化及 CDMO 发展空间较大，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

**长城汽车（601633）：长城 2021 年将实现全车冗余 L3 自动驾驶**

预计 2020-2022 年营业收入 1026.31/1427.60/1734.37 亿元，同比+6.7%/+39.1%/+21.5%，归母净利润 50.01/100.12/134.06 亿元，同比+11.2%/+100.2%/+33.9%，对应 PE 为 67.86/33.90/25.31 倍。公司新一轮产品周期向上，叠加智能驾驶技术布局的催化，维持“买入”评级。

## 宏观策略

### 宏观点评：拜登上台取消关税？中欧 CAI 或埋下伏笔

观点

2021 年拜登上台后是否会取消特朗普的对华关税？相信很多人当前都会说否，毕竟当事人此前已经就这一问题表过态。然而，通过对比中欧投资协定和此前 13 轮中美经贸谈判的内容，我们认为在中欧 CAI 签署后，拜登政府保留对华关税的政治价值和经济价值均已显著下降，这就加大了其通过重启中美谈判来取消关税的可能性。

从内容上来看，中欧 CAI 与原本要进行的中美第二阶段贸易协议有诸多相似之处（图 1）：

在国有企业问题上，中欧 CAI 要求中国国有企业依据商业考虑采取行动，在购买和销售商品或服务时不得歧视；这一非歧视性正是中美第二阶段贸易协议所要解决的。

在市场准入上，此前中美将跨境数字贸易等复杂问题留给第二阶段的谈判；而中国在中欧 CAI 中已同意取消对云服务的投资禁令，也同意缩小计算机服务的市场准入限制。

在补贴的透明度上，中欧 CAI 通过了对服务行业的补贴规定透明度义务，填补了 WTO 规则中的重要空白，并要求中国进行磋商，以提供可能对欧盟投资利益产生负面影响的额外补贴信息。这些同样是中美第二阶段贸易谈判所要涉及的内容。

由此可见，中欧 CAI 所取得的一些重要成果，正好是此前中美将要进行的第二阶段贸易谈判的难点。既然中欧能够通过谈判解决这些问题，中美第二阶段贸易谈判的壁垒已经显著降低了，而第二阶段贸易谈判正是通过解决这些问题来取消关税。

中欧 CAI 的签署，亦令美国企业在对华投资上陷入被动和孤立。中欧 CAI 的签署不仅惠及欧盟各国，也利好其他与中国签订有投资最惠国待遇条款的国家（比如“一带一路”沿线的 56 个国家）。对这些国家而言，中欧 CAI 中的市场准入同样适用。然而，中美迄今并未签订投资最惠国待遇条款，因此相对于上述国家，美国企业对华投资的门槛被动提高了，这就使拜登任上美国企业在对华投资上陷入孤立的地位。

从美国自身经济利益来看，对华关税存续的意义不大。当前美国每月的对华贸易逆差已经回到了征收关税前的水平，可见新冠疫情的冲击大大削弱了关税对美国对华贸易逆差的调节。如果说维持对华关税还有什么意义，可能唯一的理由就是施压中国继续履行第一阶段贸易协议。对此，我们不妨做一个简单的成本-收益分析：2020 年 1-11 月中国累计进口美国商品 820 亿美元，虽然只完成协议目标的 58%（图 2），但在新冠疫情冲击下，中国已经竭尽所能了；然而，根据 IMF 的估算，当前美国消费者每年因对华关税而承担的损失便达到了 800 亿美元。换言之，美国因中国扩大进口获得的全部收入，基本被消费者所承担的关税的损失抵消了。

综上，我们认为在中欧 CAI 签署后，拜登政府不得不重新评估特朗普对华关税的存续价值；而随着中美第二阶段贸易谈判门槛的降低，通过取



请务必阅读正文之后的免责声明部分

消关税，换取中国类似对欧盟的市场准入和公平竞争环境，对拜登任上的美国经济不失为一项明智之举。

风险提示：新冠病毒变异，疫苗失效。

（证券分析师：陶川）

**策略月评：东吴证券月度策略及金股组合：2021 年通胀将超预期**

投资要点：

短期经济有上行风险，短期内的乐观来自于：1.PPI 从负转正,历史上来看，每一次从负转正回升都伴随着利润增速的大幅回升。2.外部需求非常乐观，补库存的需求被低估：美国汽车库存和新房空置率分别下降到了 2012 和 1985 年来的最低水平，未来半年内有较强的补库存需求。3.国内的基本投资需求：目前投资者的共识是，中国的房地产、基建投资都不会快速下降。

货币政策层面的宽松短期将会持续，估值不会明显下降：1.失业率控制：联储目前对通胀并不担心，锚定的第一要义是失业率。2.国债发行的需要：1）美联储，如果拜登上台可能再做一次经济刺激方案，还需配合之前 4 万亿美元的竞选政策发行国债，联储购买国债将继续扩张。2）欧盟，欧盟边缘的国家财政出现了财政窟窿，需要欧盟填补，目前的基调还是会帮助财政困难国家，因此欧盟也需要发债，ECB 还将是主要的购买方。明年一季度不仅欧洲和美联储不会缩表，可能还会继续扩表。3.我国货币政策不会快速收紧：2020 年我国实行的刺激不大，目前来看紧缩货币没有必要，我们预计明年上半年不会提高短端利率，下半年经济回到正常轨道之后还需继续观察。

2020，全球大放水后有没有大通胀：1.本轮资金全部投放在需求上，全球商品价格上涨，通货膨胀压力大。2.需求长期大于供给，物价上涨动力大。1)美国新建住房的空置率已经下降到了历史一个极低的位置，补库存的需求强烈。2)如果美国居民家庭部门和中国企业部门杠杆率增加，需求会显著超过市场现有预期。3.西班牙大流感的经验表明，大流感后的两年，物价和利率水平都将上涨。4.美国充分就业的首要目标使得其扩张性货币政策仍将持续，货币乘数未有明显下降，能源和食品价格涨幅较大。5.受限于其所购买资产的结构，即便通胀超预期，美联储缩表行为至少滞后半年。

2021 年有比较严重的通货膨胀，格外看好明年的经济增长，看好传统意义上的顺周期板块，包括大宗、有色、新能源材料、银行、保险、地产等。

风险提示：通胀上行超预期造成流动性收紧；疫情二次爆发。

（证券分析师：陈李　研究助理：张家琦）

## 固收金工



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**固收月报：11 月数据回顾月报：出口作强劲支撑，经济持续改善**

观点

进出口数据：按美元计，我国 11 月进口同比增长 4.50%；11 月出口同比增长 21.10%；11 月贸易顺差 754.2 亿美元，按人民币计，我国 11 月进口同比下降 0.80%，1-11 月同比下降 0.50%；11 月出口同比增长 14.90%，1-11 月同比增长 3.70%，11 月贸易顺差 5071 亿元。

经济数据：2020 年 1-11 月固定资产投资（不含农户）同比增长 2.6%（前值增 1.8%）；11 月份社会消费品零售总额同比增长 5.0%（前值增 4.3%）；11 月份规模以上工业增加值同比增长 7.0%（前值增 6.9%）。

金融数据：11 月当月人民币贷款增加 1.43 万亿元，同比多增 456 亿元。月末人民币贷款余额 171.49 万亿元，同比增长 12.8%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.4 个百分点。2020 年 11 月社会融资规模增量为 2.13 万亿元，比上年同期多 1406 亿元。初步统计，11 月末社会融资规模存量为 283.25 万亿元，同比增长 13.6%。11 月末，广义货币(M2)余额 217.2 万亿元，同比增长 10.7%，增速比上月末高 0.2 个百分点，比上年同期高 2.5 个百分点。

物价数据：2020 年 11 月，CPI 同比增速-0.5%，由涨转降；PPI 同比增速-1.5%，相较于上月降幅收窄。

外汇储备数据：中国 11 月外汇储备 31784.90 亿美元，前值 31279.82 亿美元，环比增加 505.08 亿美元，上月为环比减少 145.80 亿美元。中国 11 月末外汇储备为 22225.75 亿 SDR，前值 22158.50 亿 SDR，环比下降。10 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

工业企业利润：2020 年 1-11 月，全国规模以上工业企业利润总额 57445.0 亿元，（可比口径）同比增速收于 2.4%。

风险提示：货币政策超预期变动；海外疫情反弹，地缘政治风险。

（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，信用利差走阔**

事件

本周（12 月 26 日-1 月 1 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 65 支，总发行量 604.40 亿元，较上周减少了 866.20 亿元，总偿还量 1356.56 亿元，较上周减少了 624.77 亿元，净融资额-752.16 亿元，较上周减少了 241.43 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 2626.27 亿元，总成交量较上周 4707.15 亿元减少了 2080.88 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 769.58 亿元、1453.19 亿元、267.68 亿元、135.82 亿元。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

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 12 月 31 日，1 年期国债收益率为 2.4739%，较上周 2.6096%下降了 13.57BP。3 年期国债收益率为 2.8174%，较上周 2.8856%下降 6.82BP。5 年期国债收益率为 2.9512%，较上周 3.0030%下降了 5.18BP。7 年期国债收益率为 3.1699%，较上周 3.1950%下降了 2.51BP。10 年期国债收益率为 3.1429%，较上周 3.1878%下降了 4.49BP。

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 12 月 31 日，除 7 年期城投债外，大多数期限和种类信用债的信用利差呈扩大趋势。截至 12 月 31 日，除 1 年期中短票据外，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 1346.46 亿元。其次为公用事业、金融、材料、房地产、能源和可选消费，周交易量分别为 323.40 亿元、245.26 亿元、203.66 亿元、198.00 亿元、186.98 亿元和 75.98 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、总偿还量和净融资额较上周均有所下降。其中，总发行量的主要下降动力来自短期融资券、中期票据、企业债和公司债，其总发行量均有明显下降趋势。总偿还量的主要下降动力自短期融资券和公司债，净融资额的主要下降动力来自中期票据、企业债和公司债。二级市场的交易量在本周同比大幅下降，主要是由于年关将至，且本周五属于法定节假日，市场未发生交易。交易量的主要下降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。本周信用利差延续上周走阔趋势，主要是由于国债收益率下跌被动走阔。分行业看，主要行业中，工业行业虽仍然是对本周交易量贡献最大的行业，但成交量下降 34.84%；各主要行业成交量均有所下跌，其中金融行业的交易量跌幅最小，为 11.42%。

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：美股债普涨迎新岁，美元微跌黄金微涨**

观点

一周观点：失业数据持续改善，财政悬崖得以避免。上周美国初请失业金人数连续两周改善，并再次回到 80 万下方，对比首申失业金人数前后两周变化较大的部分州的新冠住院人数及 ICU 使用率数据，我们认为各州疫情高峰到来的时间差部分平抑了新一轮疫情对美国全国范围内就业市场的冲击。另一方面，二轮纾困及时推出，财政悬崖和政府关门、政府雇员被迫无薪休假的境况并未出现。具体看法案拨款分项，可以发现中小企业援助和居民补助各自均在三成以上，二者合计占法案拨款近七成。总体而言二轮纾困延续了一轮 CARES 法案的思路，重点放在居民和小企业部门。我们认为低息信贷和部分豁免条款有助于减轻中小企业因疫情持续面临的现金流压力，避免倒闭裁员对目前边际改善的劳动



请务必阅读正文之后的免责声明部分

力市场造成进一步冲击；延续此前扩大的居民援助则保证了居民部门购买力现阶段大体维持稳定，低位补库存的节奏将持续，考虑到消费在美国经济中的主导地位，二轮纾困将缓解美国经济复苏受冬季疫情的拖累。

大类资产表现：美元走低、英镑走高；美利率债收益率走低、信用债收益率走低，期限利差分化主要指标 10y-2y 下行 0.9bp，次要指标 10y-3m 上行 0.3bp，30y-5y 下行 1.3bp。具体来看，股市：日＞美＞英；债市：信用债>利率债；汇市：加元>英镑>日元>法郎>美元>欧元；大宗：天然气>白银>原油>黄金>铜。

策略分析

美国：短期来看，二轮纾困将有效托底就业市场，叠加当前阶段冬季疫情对经济的影响边际收缩，因疫情造成的短期不确定性降低，但目前巨量流动性尚未推动通胀抬头；综合来看，短期美元维持低位震荡，美股维持高位震荡，或有缓慢上行趋势，若遇后续疫情影响超预期等则会有所回调，美债收益率曲线边际趋平，因变异毒株对中长期经济影响仍有待观察，投资者存在一定观望情绪；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，英国与欧盟贸易和合作协议进入临时实行阶段，消除部分市场对“无协议脱欧”的担忧，但双方经贸关系的不确定性仍长期存在，且英国内部对“脱欧”协议中的部分内容存在分歧；另一方面，英国疫情受变异毒株影响，单日新增新冠病例达到有史以来最高，疫情反弹为经济带来一定下行压力；综合来看，考虑到“脱欧”协议达成的利好已部分兑现，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，日本政府采取措施限制部分外籍来访，疫情恶化形势持续影响经济复苏节奏；另一方面，日本政府推出系列政策推动绿色经济、数字化经济转型，将其视为持续复苏的新增长点，并预计 2030 年该战略每年带来的经济效益将达到 90 万亿日元；综合判断，维持日元短期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。

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（2020.12.28 -2021.01.03）**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

负面信息：本周（12 月 28 日-01 月 03 日）负面信息共 6 条。重点关注：北京威凯建设发展有限责任公司发行的“19 威凯 01”“20 威凯 01”债项评级下调；紫光集团有限公司发行的“18 紫光 PPN002” 未按时兑付利息；海航资本集团有限公司主体评级下调；凯撒同盛发展股份有限公司评级展望下调为负面；成龙建设集团有限公司发行的“18 成龙 01” 兑付风险警示；湖南景峰医药股份有限公司评级展望下调为负面。

取消发行：亳州宜居综合开发有限公司取消发行 7.4 亿元；南京溧水经济技术开发集团有限公司取消发行 9.63 亿元；中国大唐集团有限公司取消发行 10 亿元；江油市创元开发建设投资公司取消发行 5 亿元；潍坊滨海旅游集团有限公司取消发行 5 亿元；邹城市城市资产经营有限公司取消发行 7 亿元；湖南德山建设投资股份有限公司取消发行 10 亿元；南京市高淳区建设发展集团有限公司取消发行 5 亿元。

持有人会议：珠海港股份有限公司于 2020 年 12 月 28 日召开“16 珠海债”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：北控清洁能源集团涉及重大诉讼(仲裁)；中国建投控股子公司涉及重大诉讼案件；北京首农食品集团子公司涉及重大诉讼；华金证券涉及重大诉讼(仲裁)；厦门路桥建设集团控股子公司重大诉讼(仲裁)；兴业证券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。

（证券分析师：李勇）

**固收点评：中小银行专项债：支持中小银行发展，更好服务实体经济**

事件

12 月 7 日，广东省成功发行全国首单支持中小银行发展专项债券——2020 年广东省政府专项债券（九十一期）（简称为 20 广东债 91），支持 1 家农信社和 3 家农商行补充资本金。本期债券发行规模为 100 亿元，期限为 10 年，存续期第 6-10 年（2026-2030 年），每年按发行规模的 20%（即 20 亿元）偿还本金，发行利率为 3.52%，利息按半年支付。

观点

补充中小银行资本金，提高其抗风险能力。截至第三季度末，我国商业银行资本充足率、一级资本充足率、核心一级资本充足率分别为 14.41%、11.67%和 10.44%，资本充足率和一级资本充足率较上季度末皆有所增加，而今年以来，核心一级资本充足率持续下行。分银行类型来看，大型银行、股份制银行、城商行、农商行资本充足率分别为 16.25%、13.30%、12.44%和 12.11%，大型银行和股份制银行资本充足率情况改善，但二者相差 3%左右，差距较大；且城商行、农商行资本充足率自今年以来持续下行，距 10.5%的监管要求差距缩小，其中农商行下行幅度较大，可见中小银行面临较大的资本金压力，对资金补充需求更迫切。中小银行普遍运用永续债、二级资本债来补充资本金。由于中小银行品牌认可度不高、实力较弱，部分资本补充工具不能完全适



请务必阅读正文之后的免责声明部分

用，因此中小银行补充资本金的途径较为有限，目前来说最有效的方法就是股东增资。20 广东债 91 的发行，将直接补充中小银行最为重要的核心一级资本，这是发行永续债、二级资本债所达不到的结果，将会提高中小银行的抗风险能力，支持中小银行稳步发展。

支持中小微企业发展，提振实体经济。在今年新冠疫情冲击之下，企业面临着较大的生存压力，特别是中小微企业。我国中小银行是服务中小微企业的重要力量，在支持地方经济发展，服务“三农”、民营和小微企业方面发挥着不可替代的重要作用。因此，支持中小银行向好发展，是扶持中小微企业成长、促进实体经济发展的重要环节。20 广东债 91 的发行拓宽了专项债的使用范围，有利于增强中小银行抗风险能力，从而进一步提高其服务实体经济能力，促进其对中小微企业提供的金融服务更加精准有力，助力中小微企业渡过难关。

结论：20 广东债 91 的发行是对中小银行资本金补充新途径的一次有意义的摸索，拓宽了专项债的适用范围，而且对资本补充方式较为有限的中小银行的核心一级资本进行了有效补充，提高其抗风险能力，从而促进中小微企业成长、提振实体经济复苏。中小银行在获取资金支持的同时，要注重完善公司治理、健全内控机制，提高经营管理水平；地方政府应当对中小银行谨慎注资，在全面清产核资、排查风险并依法依规严肃问责的前提下，一行一策稳妥推进补充资本金，严防道德风险。

风险提示：疫情反复，带动宏观经济下行；应对中小银行有选择的救助，谨防道德风险。

（证券分析师：李勇　研究助理：周璐）

**金工专题报告：总量视角下地产行业 2021 年投资机会——房地产 ETF 基金投资价值分析**

研究结论

宏观层面:”三稳”背景下迎来迟到的竣工修复

房地产政策梳理：当前市场已经进入平稳期，“解决好大城市住房突出问题、住房问题关系民生福祉”这一全新提法，体现了高层对地产问题的重视。“坚持房子是用来住的，不是用来炒的”定位写入十四五规划建议，强调避免市场热炒；“因地制宜、多策并举”给予了各地方政府更大的自主决策权。预计短期内不会有更大层面的调控政策出台，政策将保持平稳有序。房地产企业可以顺应政策导向，及时调整自身策略，从而寻找新的业绩增长点。

财政政策延续积极，货币政策谨慎偏紧：2021 年财政政策预计回归常态化积极财政。货币政策将会更加灵活适度、精准导向。保持广义货币供应量和社会融资规模增速，与名义国内生产总值增速基本匹配。

2021 年展望：迟到的竣工修复。从最新的“十四五”规划建议来看，中央在强调“房住不炒”的同时，亦提出了“促进住房消费健康发展”的政策。2021 年竣工的持续修复，有望成为房地产投资的主要支撑。

中观层面：低估值反弹在即，高景气度信号不断



请务必阅读正文之后的免责声明部分

截至 2020 年 12 月 18 日，申万房地产行业指数市盈率 TTM 为 8.90 倍，处于历史 9.45 分位点上。从估值水平来看，存在极大反弹空间。一方面，房地产业绩将迎来逐渐修复；另一方面，过度悲观预期的估值亟待筑底反弹。景气度方面，行业轮动模型自 2020 年 7 月以来，对房地产行业持续发出看多信号。

微观层面：销量持续回暖，融资情况边际改善

销售面积：3 月以来地产销量持续回暖，商品房销量累计同比从 2 月的-39.9%一路上行，终于在 11 月由负转正为 1.3%。疫情之后居民中长贷明显回升，6 月至 9 月连续四个月保持 20%以上增速。

融资能力：30 家房地产企业在 2020 年上半年综合借贷成本为 6.11%，相较于 2019 年底下降了 34BP，融资成本显著改善。

华夏中证全指房地产 ETF

基金介绍：华夏中证全指房地产 ETF，证券代码为 515060，是华夏基金旗下的一款被动指数型基金产品，最新规模为 1.15 亿元。

超额业绩表现亮眼：截至 2020 年 12 月 18 日，相较于基准指数，累计获得正向超额收益 10.57%。

打新高效：ETF 基金规模在 1.2 亿左右，处于打新规模最佳区间。从新股贡献度来看，基金 2020Q2 和 2020Q3 的新股贡献度为 2.22%、4.26%，超过同期可比房地产 ETF 基金。该基金的打新效率和收益较高，给基金带来了丰富的收益。

风险提示：政策调整导致经营风险，企业运营风险，汇率波动和货币政策超预期紧缩，量化模型失效风险。

（证券分析师：高子剑　研究助理：沈芷琦）

## 行业

**环保工程及服务行业周报：首部流域法长江保护法通过，中持股份引入三峡为战略投资者**

建议关注：盈峰环境，ST 宏盛，北控城市资源，中再资环，龙马环卫，玉禾田，洪城水业，维尔利，瀚蓝环境，深圳燃气，海螺创业，上海环境

核心观点

首部流域法律《中华人民共和国长江保护法》通过，2021 年 3 月 1 日起施行。《长江保护法》是我国第一部流域专门法律，包括总则、规划与管控、资源保护、水污染防治、生态环境修复、绿色发展、保障与监督、法律责任和附则 9 章，共 96 条。《长江保护法》强调 1）建立流域统筹协调机制，2）加强水资源保护利用，3）完善水污染防治措施，4）推进生态环境修复，5）绿色发展理念及规划，6）建立长江流域生



请务必阅读正文之后的免责声明部分

态保护补偿制度，加大财政投入，建立中央地方财政事权和指出责任划分原则，推行专项资金。7）严格实施法律责任。《长江保护法》的出台坚持把保护和修复长江流域生态环境放在重要位置，提升政府财政投入，强化政府管理责任，增强法律保障与惩罚力度，将有助于长江流域生态环境的保护、修复与高质量可持续发展。

中持股份拟引入三峡子公司长江环保集团作为战略投资者。近日，中持股份公告称，公司拟引入三峡集团全资子公司长江环保集团作为战略投资者。2020 年 12 月 29 日，长江环保集团与公司、许国栋签署合作框架协议，拟认购 5260.97 万股，并受让 1011.725 万股股份，合计持有公司 6272.695 万股股份，约占发行后公司总股本的 24.61%。本次协议转让和非公开发行完成后，上市公司变更为无实际控制人，本次战略合作将发挥战略协同效应，协助公司完成区域布局，扩大业务规模、提升盈利能力和技术水平，优化资本结构，实现快速发展。

持续推荐环卫电动化，渗透率 25 年后爆发 10 年 20 倍成长空间。1）政策&经济性推动,渗透率有望从 19 年 3.42%提升至 30 年 80%：a)碳排放有望纳入环保督察，公共领域车辆电动化政策加码；b)环卫车低速运行排放大，减排效果显著;c)续航技术成熟；d)全生命周期已平价油车，随成本下降 25 年经济性优势较公交车接近。预计 19-25 年渗透率从 3.42%提升至 15%，市场空间年化增速 32%，25-30 年渗透率加速升至 80%，年化增速 48%。2）长周期、市场化的需求释放，有利于制造、服务、市场化能力强的头部企业享受成长红利。3）建议关注环卫电动装备龙头：盈峰环境、ST 宏盛、龙马环卫。

中期关注需求供给齐升 β，长期优质运营价值重估 α：1）融资环境改善供给，财政投入加大刺激需求，使得财政支付和环保企业融资能力带来边际改善，对环保工程类公司显著受益。从行业空间、公司治理、融资能力恢复 3 个角度关注：a)生态工程类新秀东珠生态；b)土壤修复龙头高能环境；c)有机垃圾处理设备龙头维尔利。2）寻找“现金流内生、持续成长”的优质运营资产：a)环卫服务市场化改革红利，行业龙头集中度提升：关注玉禾田：差异化管理优势的传统环卫服务龙头；盈峰环境、龙马环卫：环卫装备需求提升具有机械化协同优势的环卫装备企业。b)三个角度看水务资产价值重估：关注洪城水业。c)关注垃圾焚烧行业优质资产的稀缺性，关注瀚蓝环境：优秀整合能力得到验证，大固废综合园模式扩张可期；伟明环保：生活垃圾全产业链协同发展；光大国际：焚烧行业龙头地位稳固。d)生产者责任制度完善，再生资源龙头马太效应提升，关注中再资环：废电拆解行业龙头。3）天然气改革驱动市场化红利释放：关注深圳燃气：海气产能占比近半叠加城中村改造，促进量利齐升。

最新研究：ST 宏盛深度研究：制造+服务优势铸就 20 倍环卫电动化率蓝海中的宇通。

风险提示：政策推广不及预期，利率超预期上行，财政支出低于预期

（证券分析师：袁理　研究助理：任逸轩）

**钢铁行业跟踪周报：12 月盈利创年内新高，部委再提压缩钢产量**

行情回顾：本周申万钢铁下跌 1.1%，落后上证综指 3.3%。涨幅居前的个股为安阳钢铁（13.8%）、永兴材料（10.7%）、八一钢铁（9.7%）。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 2.5%、-



请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.2%、-3.0%、4.1%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 18.2%、-14.3%。

行业跟踪：本周钢材社会库存 843 万吨，环比增 1.8%；其中长材库存 444 万吨，环比增 1.2%；板材库存 399 万吨，环比增 2.5%。本周全国 237 家钢贸商出货量 17.3 万吨，环比降 16.0%；本周上海终端线螺走货量 2.2 万吨，环比降 16.0%。高炉剔除淘汰后产能利用率为 84.4%，环比降 0.1pct。钢厂螺纹钢产线开工率为 70.5%，环比涨 1.3pct。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 674、804、1236、702 元/吨，环比分别 -16.8%、-28.3%、-28.1%、-28.7%。

本周观点

12 月份毛利先升后降，均值创年内新高。受情绪波动以及需求淡季影响，黑色系价格近期回归理性。回顾 12 月，虽然成本强势，但不改利润快速扩张的趋势。跟踪的五品种毛利均值 779 元/吨，环比大增 63%，创全年毛利最高值，也明显高于 2019 年同期。理论上四季度钢铁业绩将非常乐观，符合我们年中预测。

内需向下 pk 外需向上，钢铁股表现主要看业绩。未来两个月的钢价走势，将取决于两个因素：1）需求端，国内需求季节性下降（建筑业淡季），与海外需求趋势性上升（制造业为主）的博弈，我们对此中性偏谨慎。2）冬储的力度，从资金成本、节后钢价预期两因素看，我们中性偏乐观。总体上，预计后续钢价窄幅震荡且偏弱运行。因此，后续钢铁股的表现主要看业绩及其预期，我们依然维持相对乐观态度。

工信部再提压减粗钢产量。近期，工信部部长肖亚庆强调“坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降”。虽然目前政策细节尚未出台，但我们判断该讲话释放积极信号：1）政府对上游原料成本问题高度关注，未来包括可再生资源进口等的储备政策有望加快推出；2）部委对钢铁产能过剩依然高度重视，不排除继续出台相关产能压缩或产量控制的政策；3）基于供给侧改革的成功经验，我们对相关政策的出台，以及执行效果持乐观态度，对钢铁行业非常有利。

投资建议：继续首推板材和特钢。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、中信特钢，关注新钢股份、鞍钢股份、河钢资源、方大特钢。

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）

**电子行业周报：小米 11 重磅发布，vivo 发布 X60 系列**

投资要点

搭载全球首发高通骁龙 888，新十年首款高端旗舰小米 11 重磅发布。12 月 28 日，小米正式发布新十年首款高端旗舰——小米 11，全球首发骁龙 888 移动平台，并拥有 2K120hz 四曲面屏、1 亿像素主摄、55W 有线快充等亮点。小米 11 此次共有多种配色和材质版本，AG 玻璃版提供了白、蓝、黑三款配色，素皮版为烟紫和卡其色。在与上一代全面升级的基础上，售价却维持不变。3 个存储版本，8GB+128GB 售价 3999 元，8GB+256GB 售价 4299 元，12GB+256GB 售价 4699 元。目前已开启全渠道预售，将于 2021 年 1 月 1 日零点正式开售。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

vivoX60 系列新品发布，全球影像战略合作发布。12 月 29 日 19:30vivo 官方如期举行 X60 系列发布会，vivoX60 与 vivoX60Pro 两款手机产品亮相。值得一提的是，vivo 宣布与全球影像光学的开创者、奠基者和引领者蔡司成为全球影像战略伙伴。vivoX60 系列将是“双蓝合璧”的第一款手机产品。

iPhone12ProMax 被评为 2020 最佳苹果产品。iPhone12ProMax 是迄今为止苹果最大的 iPhone，它配备了 6.7 英寸超大显示屏。不过，使其在其他 iPhone12 系列型号中脱颖而出的是相机设置，与 iPhone12 和 iPhone12Pro 相比，“最大”iPhone 使用的 1200 万像素主摄像头传感器也更大。它还具有传感器位移稳定功能，可以使手持稳定镜头的时间更长。这些改进意味着 iPhone12ProMax 相机的性能优于 iPhone12 和 iPhone12Pro，在弱光下尤其明显。

三星 2020 年手机出货量约 2.7 亿部，9 年来首次少于 3 亿。在近日一份韩国的报告显示，三星手机 2020 年的出货量约为 2.7 亿部，连续九年出货量突破 3 亿部之后，首次出货量跌至 3 亿部以内。报告显示，到 2020 年第三季度末，三星确认已出货 1.89 亿部手机，但没有指出今年出货量大幅度下降的原因。

明年超 1 亿台设备将成为华为鸿蒙新入口，已累计超 200 万人次访问开源代码。12 月 30 日在华为开发者日暨 HarmonyOS2.0 手机应用开发者 Beta 活动上，华为消费者业务软件部副总裁杨海松透露称，明年将有超 40 家主流品牌、1 亿台设备成为消费者全场景（HarmonyOS）体验的新入口。截至目前，已累计超过 200 万人次访问 HarmonyOS2.0 开源代码，OpenHarmony 项目成为国内最受欢迎的开源项目之一。

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

风险提示：宏观经济波动；行业竞争加剧；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

**电子行业周报：LED 需求回暖，关注 LED 驱动 IC 机遇**

投资要点

LED 驱动芯片是控制 LED 终端应用性能的关键：驱动芯片作为 LED 器件中不可或缺的核心部件，其控制着 LED 的发光线性度、功率、寿命以及电磁兼容等关键因素，对整机的性能有着重要影响，被誉为 LED 器件的“大脑”。

LED 驱动芯片伴随 LED 市场应用领域的不断拓展而快速发展：LED 是新一代照明光源及绿色光源，近年来，随着 LED 技术不断进步，LED 的成本和价格不断走低，使得下游 LED 终端应用的综合性价比优势日益突出，使用范围不断扩大，LED 终端应用产品的市场潜力被进一步发掘，催生了下游的众多新兴需求，LED 的智能化显示功能可以应用到多种场景和电子产品中，包括 LED 透明广告屏、智能音箱等各种电子产品的阵列显示中。而且，随着 LED 显示屏小间距化发展，LED 显示将实现电视领域的商用，并进一步进入可穿戴设备、手机、AR/VR 等消费电



请务必阅读正文之后的免责声明部分

子领域，LED 在下游市场的渗透率进一步提高。随着 LED 在下游应用市场的不断渗透，LED 驱动芯片顺应市场趋势得到快速发展。

LED 显示市场持续增长，推动 LED 驱动芯片需求提升：LED 显示市场持续增长，小间距、MiniLED 和 MicroLED 引领 LED 显示技术迭代，未来 LED 显示市场增长动能充足。在 LED 显示系统中，LED 驱动芯片是驱动 LED 发光或控制 LED 模块组件在最佳电压或电流状态下正常工作的关键部件，伴随着 LED 灯珠间距越来越小，对于驱动芯片一致性、稳定性、功耗和集成度的要求越来越高，LED 驱动芯片的竞争壁垒也越来越高，高集成和低功耗的驱动芯片已成为显示驱动芯片的发展方向。随着 LED 显示市场的快速发展，配套的 LED 驱动芯片的市场需求有望持续提升。

LED 照明渗透率持续提升，LED 驱动芯片环节有望充分受益：凭借高效、节能和环保等优势，LED 照明已逐步发展为传统光源的最优替代方案，LED 照明渗透率持续提升，市场规模稳步增长。同时，伴随家居智能化趋势的逐步兴起，未来 LED 照明产品有望朝智能化方向不断发展，由此对智能 LED 驱动芯片的需求快速增长。LED 照明驱动芯片的恒流精度、高效率和可靠性直接决定了 LED 照明灯具的使用寿命、调光调色等性能指标，是 LED 照明产品的核心部件，未来有望充分受益于 LED 照明产业的快速发展。

投资建议：中国是全球 LED 行业最重要的生产和出口基地，据 GGII 统计数据显示，全球 70%以上 LED 应用产品是在中国生产的。依托广阔和快速发展的本土市场，国内 LED 驱动芯片企业的整体技术水平已逐步赶上国际先进水平，尤其是在高性价比方面有较大优势。受益于 LED 显示市场的持续增长、小间距/MiniLED 应用升级的快速发展、LED 照明渗透率的提升以及各类新兴应用的推动，LED 驱动芯片市场有望保持持续增长，集创北方、富满电子、明微电子、晶丰明源等相关产业链公司有望充分受益，建议关注：富满电子、明微电子和晶丰明源等标的。

风险提示：市场需求不及预期；企业研发不及预期；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳）

**通信行业跟踪周报：本周专题：政策持续支持，流量带动板块向上，持续关注主设备、IDC、光模块等新基建赛道优质标的**

投资要点

本周策略观点：1、政策推进力度持续，发改委牵头三部门强调构建全国一体化大数据中心：发改委本次指导意见围绕“基建”、“数据”以及“数字化转型”三个关键，进一步强调维持数据中心更好更快的建设节奏。2、流量核心驱动，板块景气度持续向上：11 月国内移动互联网流量同比增速 45.06%，相比 10 月提升 7.22pct，流量加速向上转折点已至，将持续驱动板块景气度加速向上。3、数字化转型为主线，带动数字基础设施建设提速：全社会数字化转型已成确定性趋势，带动数字基础设施建设提速，IDC 预计 2021 年中国工业云基础设施市场规模增速达 41.09%，相比 2020 年提升 7.15pct，建议持续关注主设备、光模块、IDC 等新基建赛道优质标的。4、运营商纽交所“摘牌”无碍国内 5G 推进节奏。我们认为，此次运营商纽交所“摘牌”事件对运营商业务运营及业绩无实质影响，国内 5G 建设继续加速向前，5G 流量将进一步驱动



请务必阅读正文之后的免责声明部分

运营商业绩持续提升。

行业动态及点评：阿里巴巴达摩院发布 2021 十大科技趋势；中国三大运营商被纽交所“摘牌”；IDC 发布中国未来连接十大预测；工信部副部长刘烈宏：持续打造高质量 5G 网络，大力推进 6G 研究；5GSA（5G 切片联盟）年度研讨会成功举办。

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）指数上涨 3.24%；沪深 300 指数上涨 4.23%；行业跑输大盘 0.98pp。东吴通信优选指数近期表现：一周上涨 5.44%，年初至今上涨 27.03%。

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）

**电气设备新能源行业周报：Model Y 大幅降价引爆电动车市场，Q1 淡季变旺季**

投资要点

电气设备 8479 上涨 0.64%，表现弱于大盘。新能源汽车涨 1.24%，工控自动化涨 1.24%，核电涨 1.1%，锂电池涨 0.62%，发电及电网跌 1.67%，光伏跌 2.73%，发电设备跌 3.62%，风电跌 3.79%。涨幅前五为洛阳钼业、先导智能、岱勒新材、沧州明珠、爱康科技；跌幅前五为华自科技、晶澳科技、青岛中程、德方纳米、泰胜风能。

行业层面：电动车：四部委联合发布通知新能源汽车购置补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%；特斯拉 2020 年总产量 509,737 台，交付量 499,550 台;特斯拉 ModelY 长续航版的起售价为 33.99 万元，本月开启交付，高性能版起售价为 36.99 万元，与今年 Q3 交付；理想 ONE 在 12 月交付 6126 辆，环比 11 月增长 31.9%，全年交付 3.2 万辆，超 3 万辆目标；法国 12 月电动车注册 3.59 万辆，同比+401%，环比+93%；交通



请务必阅读正文之后的免责声明部分

部：鼓励开展自动驾驶车辆试运行及商业运营服务；特斯拉与雅化集团签订 8.8 亿美元合同，保障正极材料氢氧化锂供应；印尼与 LG 签订 98 亿美元电池生产备忘录；松下最早 2021 年开始生产特斯拉 4680 电池原型；宝马计划到 2023 年实现 20%的车辆电动化。新能源：全国碳市场配额分配方案正式出台，1 月 29 日前完成预分配；加快绿色发展，习大大同德国、法国、欧盟领导人举行视频会晤，中欧领导人共同宣布如期完成中欧投资协定谈判；重返巴黎协定，2021 年美国光伏市场将首次突破 20GW;国家能源局：“二代异质结太阳能电池生产装备”列入重大技术装备清单。本月光伏并网或超 15GW，全年有望突破 42GW，超预期！工控&电网：12 月制造业 PMI51.9，环比-0.2 个点，仍在高景气区间；西北能源监管局推动陕西省电力辅助服务市场转入正式运行。

公司层面：宁德时代：拟投建福鼎生产基地，在江苏溧阳、四川宜宾分别扩建，投资金额不超过 170/120/100 亿元。璞泰来：1）拟出资 5 亿元设立全资子公司：四川紫宸；2）拟将年产 5 万吨锂电池负极材料项目主体变更为四川紫宸；年产 2.49 亿平方米的锂电池隔膜项目主体变更为四川卓勤。新宙邦：拟取消对 18 项重大资产购买相关提案的审议。比亚迪：同意子公司比亚迪半导体筹划分拆上市。当升科技：全资子公司常州当升获得专项奖励款 1.1 亿元。华友钴业：证监会核准非公开发行不超过 3.42 亿股。福莱特：1）预计实现归母 15-16.6 亿元，同增 109.2%-131.52%；扣非归母 14.75-16.35 亿元，同增 114.39%-137.65%；2）拟投资约 43.5 亿元建设 5 座日熔化量 1200 吨项目。3）与晶科能源签订总金额 141.96 亿合同。福斯特：控股股东林建华减持 3848 万股，占总股本 5.00%。晶澳科技：签订包头三期 20GW 拉晶、20GW 切片项目投资框架协议，计划投资总额 58 亿元。阳光电源：全资子公司阳光新能源拟通过增资扩股方式实施股权激励。汇川技术：2020 年度拟计提资产减值准备约 1.42 亿元，预计减少当期归母净利润 1.23 亿元。贝特瑞：拟向龙蟠科技出售磷酸铁锂相关资产。嘉元科技：1）拟节余募集资金 5663 万元用于“宁德 1.5 万吨锂电铜箔项目”；2）3 名股东减持后持 1446 万股，占比由 7.34%降至 6.26%。厦门钨业：子公司厦钨 IPO 不超过 6289.31 万股在科创板上市，筹 24.5 亿元用于 4000 吨锂电材料。天齐持 566.04 万股，占 3%。

投资策略：ModelY 公布 33.99 万预售价带来火爆订单，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，今年上调至 135 万，明年国内预计 200 万+，同增 50%+；12 月欧洲年底冲量预计很强劲，法国注册环比 93%增长，今年欧洲上调至 125 万，同增 110%+，明年进一步上修到 200 万辆+，同增 70%+；美国拜登当选有望鼓励电动化，日本考虑 20230 年全电动化，明年电动车国内和海外均是大年，均有望超预期高增，强烈推荐全球供应链龙头和有价格弹性标的。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 Q4 旺季和 Q1 均为旺季，今年国内装机估计 42GW+，同增 30%+；明年 60GW+，今年全球 120-130GW，同增 10%，明年确定性大年，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 年继续抢装，估计 30GW+（20%+），海上



请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）、容百科技（高镍正极龙头、产能释放高增可期）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、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）、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）、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）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、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、三花智控、比亚迪、爱旭股份、雷赛智能、欣旺达、福莱特、良信电器、天合光能、天奈科技、孚能科技、思源电气、正泰电器、麦格米特、星源材质、国轩高科、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）

**零售行业周报 2021 年第 1 期：化妆品新条例生效，放管并重优化市场环境**

行业观点：

《化妆品监督管理条例》1 月 1 日起生效：《化妆品监督管理条例》于 2021 年 1 月 1 日正式生效。新条例放管并重，对化妆品产品和原料按风险高低实行注册和备案管理，细化功效宣称和产品标签管理办法，明确化妆品质量安全责任，加大违法惩戒力度，利于优化市场环境、提振消费者信心、促进行业高质量发展。

对化妆品产品和原料分别实行分类管理，新原料申请宽进严出：普通化妆品备案管理，特殊化妆品注册管理；风险较高新原料注册管理，其他新原料备案管理。同时新条例放开新原料申报，规定限定批复时间。

功效宣称需有依据，产品标签标注要求准确，规范化妆品营销：条例要求化妆品的功效宣称应当有充分的科学依据，化妆品注册人/备案人需对此负责。新条例还要求明确宣称依据来源，例如宣称“专为中国研发”须提供说明资料，标签中禁止明示或暗示具有医疗作用内容等。新条例还从多方向规范化妆品营销，旨在规范市场行为，保护消费者合法权益。

通过明确主体责任、规定连带责任、提高惩罚力度来共同提高化妆品产品的质量安全：①明确责任主体，化妆品生产者以其名义将产品投放市



请务必阅读正文之后的免责声明部分

场，对产品质量安全承担主体责任，还明确了原料生产商需承担其生产原料的安全责任。②规定连带责任，电商平台应对化妆品经营者进行实名登记，承担管理责任。③提高惩罚力度，单位和个人将面临 3/5/10 年禁入化妆品行业处罚，罚款为货值的 5-10 倍。

近期报告：

《理肤泉的“得”与薇姿的“失”，探讨信息平权和电商红利时代下的功效护肤风口》：通过对比薇姿和理肤泉在我国发展历程，探讨功效性、内容营销、渠道红利三大要素发挥的作用。

投资建议：

新条例生效有望提升我国化妆品行业整体的质量安全壁垒和技术壁垒，改善行业竞争格局，拥有研发和成本优势的企业有望获得更大份额。

建议关注拟上市的贝泰妮和创尔生物，上市公司爱美客、华熙生物、珀莱雅、丸美股份、上海家化。

风险提示：行业竞争加剧，产品质量问题，宏观经济波动风险。

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

**汽车行业周报：12 月前四周累计零售同比+10%，全面看多**

投资要点

每周复盘

SW 汽车上升 1.7%，跑输大盘 0.7pct。除了 SW 商用载客车、SW 汽车销售以外，其余汽车子板块呈上升形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 13 名，排名居中。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 21-27 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比下降。12 月 21-27 日乘用车零售销量日均 77421 辆，同比下降 12%，月度累计零售销量日均 60211 辆，同比上升 10%。12 月 21-27 日乘用车批发销量日均 64023 辆，同比下降 14%，月度累计批发销量日均 57094 辆，同比下降 1%。

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 月上旬折扣率小幅增加。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 月上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 10.98%，环比 11 月下旬+0.13pct。2）部分车企 12 月上旬折扣率增加，幅度较大的是一汽奥迪（奥迪 Q5Lsportback）+一汽大众+长安福特+东风日产+长城汽车，豪华品牌折扣率降低明显。

重点关注



请务必阅读正文之后的免责声明部分

12 月 27 日，长城汽车发布第三代哈弗 H6 侧面碰撞试验公告。12 月 29 日，长安欧尚 2021 款欧尚 X7 正式上市，售价 7.77 万起。12 月 30 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。12 月 31 日，一汽奔腾奔腾 T331.2T 车型上市，售价 8.59 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（长城汽车/长安汽车/吉利汽车/比亚迪/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 2021 年度策略：聚焦高景气赛道，成长性与确定性并重**

投资组合：

光威复材、火炬电子、鸿远电子、中航沈飞

行业观点：

军工板块主题色彩有所淡化，内生驱动特征开始显现。经过 2020 年的修复军工板块估值已回归至历史中位数附近，基金持仓比例由历史最低点有所反弹。

展望十四五，外部环境、军队发展目标、装备研制进度、产业链保障能力等因素都表明，军工行业将进入新的发展阶段，先进装备规模量产带动景气上行有望贯穿十四五，预计导弹、航空装备和国防信息化将是发展最快的领域。

投资建议：

受益于武器装备列装/换装的加速，军工板块业绩有望快速释放，内生力量仍将是明年军工板块主要驱动因素。我们建议 2021 年重点聚焦高景气赛道，从成长性和确定性的角度，推荐新材料、元器件、主机厂三条主线：

（1）新材料和元器件：最早受益于行业景气提升的环节，将受“装备采购增加+产品渗透率提高+国产化率提高”三重驱动。相对稳定的格局利于强化头部企业的竞争优势，规模效应也将提升企业的盈利能力，从而表现出良好的成长性。新材料领域看好复合材料和钛合金，重点推荐光威复材，关注中航高科、宝钛股份、西部超导；电子元器件领域重点看好被动元器件和连接器，重点推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电



请务必阅读正文之后的免责声明部分

子、中航光电、航天电器。

（2）主机厂：最先感受行业订单变化的环节，主要产品进入规模量产阶段的主机厂，其业绩也将因其垄断地位而具有极高确定性，此外主机厂盈利能力和经营效率有望受益于商业模式和国企改革，重点推荐航空主机厂中航沈飞，关注洪都航空、航发动力。

风险提示：武器装备订单释放进度不及预期；军品交付进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：刘中玉）

**医药生物行业：2021 年，医药再启程！**

投资要点

1、本周生物医药指数上涨 0.33%，板块表现弱于沪深 300 的 3.36%的涨幅。2021 年医药投资策略：尽管受到创新药医保国谈、器械国采等影响，创新药国谈进医保后放量将会明显提速，信达生物 PD1 为典型代表，另外创新药公司必须考虑国际化战略方有未来；器械耗材国采扩面必然趋势，最终体现为成本、产品线及国际化能力的较量。尽管医药板块估值较贵，但其增长的确定性成为众多机构投资者重配方向；消费升级及高端制造板块机会可能更多，科技创新领域高成长创新药及疫苗也会有大机会。基于上述判断，2021 年建议关注十支个股：恒瑞医药、信达生物、长春高新、智飞生物、康泰生物、迈瑞医疗、药明康德、爱美客、爱尔眼科、益丰药房。

2、2021 年，国内创新药企获批将继续引吭高歌。。新年伊始，回顾 2020 年 NMPA 获批的创新药物，不难发现，国家政策改革下国内创新药获批进入加速期。2020 年，国家药品监督管理局（NMPA）共获批 48 个创新药物，其中国产新药 20 个，进口新药 28 个。从药物类型上看，包括化学药物 28 个，生物药 15 个。从疾病领域来看，2020 年 NMPA 批准的新药仍以肿瘤药居多。从药物剂型来看，2020 年 NMPA 批准的新药以注射剂最多，注射剂如何获得壁垒优势、如何布局改良药物研发以及如何通过获得首仿将成为企业战略布局的重要考量。2020 年 NMPA 批准的 48 个新药中，有 31 个是以“优先审评”的方式获批，占比 65%，化药、生物药、中药均有涉及。此外，NMPA 在 2020 年批准了 8 个罕见病药物（均为进口药），8 个临床急需用药。值得指出的是，2020 年 NMPA 批准的 48 个新药中，已经有 14 个通过医保谈判纳入了 2020 年国家医保目录，不断缩短的上市-医保时间窗也暗示，抓住医保谈判的机遇迅速进院，将成为创新药企获得先发优势占领市场的关键要素。。

3、国药中生新冠灭活疫苗已获批准附条件上市，和黄医药索凡替尼在中国获批上市。国药集团中国生物北京生物制品研究所其新冠病毒灭活疫苗接种后安全性良好，免疫程序两针接种后，疫苗组接种者均产生高滴度抗体，现已获批准附条件上市。另外，和黄医药自主研发的创新药索凡替尼正式在中国获批上市，用于无法手术切除的局部晚期或转移性、进展期非功能性、分化良好的非胰腺来源的神经内分泌瘤。同时，和黄医药已开始向美国 FDA 滚动提交该药用于治疗胰腺和非胰腺神经内分泌瘤（NETs）的新药上市申请的第一部分，并计划于 2021 年上半年完成新药上市申请提交。仿制药方面，正大天晴的第二代 EGFR-TKI 马来酸阿法替尼片获批上市，获批后视同通过一致性评价。

4、具体配置思路。1）原料药领域：普洛药业、华海药业、美诺华、九



请务必阅读正文之后的免责声明部分

洲药业等；2）疫苗领域：康泰生物、智飞生物、万泰生物等；3）生长激素领域：长春高新、安科生物等；4）创新药及产业链领域：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、亿帆医药等；5）苏州创新药领域：信达生物、康宁杰瑞、泽璟制药等；6）医疗服务领域：信邦制药、通策医疗、爱尔眼科等；7）药店领域：大参林、老百姓、益丰药房等；8）医美领域：爱美客、华熙生物等；9）医疗器械领域：眼科耗材：爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学。

5、风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退；医保政策进一步严厉等。

（证券分析师：朱国广）

**教育行业周报（2021 年第 1 期）：“内卷加剧”，考研人数再创新高，招录类考试培训持续受益**

本周观点

就业压力大，考研越来越“内卷”：上周末 2021 年全国硕士研究生如期进行，据教育部数据，今年参加考研的人数再创新高，达到 377 万人，同比增幅达到 10.6%。在经历了 2012-2015 年的相对平静期后，近 5 年我国考研人数持续增加，反映出就业压力之大。我们认为考研人数能够很好地作为我国年轻一代的就业焦虑指数，加入到考研大军中的学生同样也是会选择参加公务员，事业单位等其他招录类考试，侧面反映出工作越来越内卷。考研并非为了加深学术造诣，而是一方面学生希望通过考研来避开就业高峰期，另一方面学生也认为自己的本科无法带来更高的起点，希望通过考研来增强背景竞争力，获得更加充分的准备时间。

招录类考试培训市场核心增长的来源是参培率&客单价的提升，而不是招录岗位的变动。在激烈的竞争环境下，人们的焦虑感增强，参培率提升，并且，在对于不确定性的预期和对于此类工作的向往之下，客单价会提升。二者的持续提升在可见的未来（5-15 年）中都是比较具有确定性的。

招录类考试市场培训体系还未完全成熟，大品牌持续受益：在内循环的大背景下，我们预计招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，但这些市场的培训体系目前还未完全成熟，需要像中公教育这样的龙头企业对其进行成熟化、规范化、工业化的改造，而在这个过程当中，中公教育也有望持续提升市场份额，进一步加深品牌和管理系统的护城河地位。随着参培率的提升，量价齐升带来头部公司的广阔的业绩增长空间。

近期研究汇总

华夏视听教育拟 3 亿元收购国内最大的美术艺考培训机构之一水木源画室，对应 21 年 PE 为 12.5 倍。承诺 21-23 年归母净利润分别不少于人民币 2400 万/2760 万/3174 万元，水木源是国内领先的美术艺考培训机构，2019 年实现收入 1.87 亿元，同比+30.7%，实现净利润 2461 万元，同比+44.6%。拥有北京、济南、杭州、深圳及大连五大直营校区及培训中心，年培训学员约 3,100 人。连续 9 年拿到清华美院和中央美院合格证的人数均排名第一。此次收购将使得集团艺术类培训网络进一步丰富



请务必阅读正文之后的免责声明部分

多元，未来还有持续内生外延空间。此外，江苏学费开始放开，2021 年预计大概率开始上调，也将增厚集团利润。

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：周良玖　证券分析师：张良卫　证券分析师：张家璇）

**机械设备行业跟踪周报：新能源高景气+制造业持续复苏，建议关注相关设备投资机会**

1.推荐组合

【三一重工】【杭可科技】【柏楚电子】【杰瑞股份】【锐科激光】

【晶盛机电】【恒立液压】【浙江鼎力】【华测检测】【中联重科】

2.投资要点

【锂电设备】宁德时代引领行业扩产新周期，全球电动化趋势确定利好设备商

宁德时代 12 月 29 日晚间公告称，拟投资建设动力及储能锂电池研发与生产项目、锂离子电池福鼎生产基地以及扩建动力电池宜宾制造基地项目，总投资不超过 390 亿元。2020 年以来，宁德时代公布多个扩产计划，其作为扩产提速的行业风向标，有望引领行业扩产新周期。综合各主机厂的规划数据，我们预计至 2025 年全球电动车将突破 1640 万辆，电动化率达到 12.2%；至 2030 年达 3800 万辆，电动化率有望突破 27.5%，全球电动化趋势将势不可挡。电动车行业在未来 5 年将开启 8-10 倍增长，CAGR 达 35-39%，成为未来几年少数高速成长的万亿级别行业。

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：LG 核心后道设备商【杭可科技】，电芯设备龙头【先导智能】。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】。

【光伏设备】短期需求延续+中长期可再生能源渗透率不断提升，设备商最为受益

短期来看，光伏行业需求火热延续，硅片和电池片价格坚挺。隆基股份 21 年 1 月 G1/M6/M10 硅片单片报价分别为 3.15/3.25/3.90 元，维持 12 月价格高点；通威股份 158.75/166/210 单/双面 PERC 电池片的报价分别为每瓦 0.91/0.95/0.99 元，其中 158.75 电池片价格较上期价格+3.41%，不减反增，光伏景气度延续。

中长期可再生能源渗透率不断提升+技术迭代，建议重点关注设备投资机会。我们认为可再生能源渗透率中长期不断提升是大趋势，随着平价时代到来，未来 5-10 年渗透率将加速提升。目前光伏硅片和电池片环节都将面临新技术迭代，也将带动设备公司成为光伏行业增长最快的环节。我们重点看好国内硅片设备龙头【晶盛机电】，HJT 具备整线能力



请务必阅读正文之后的免责声明部分

的某丝网印刷设备龙头，产品线广、协同性强的电池设备龙头【捷佳伟创】，组件设备龙头【奥特维】，单晶炉热场龙头【金博股份】。

【通用自动化】制造业维持高景气，建议关注通用自动化相关细分领域

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】。

【工程机械】“国四”标准正式落地，建议积极配置低波动周期中的强α

2020 年 12 月 28 日，生态环境部正式批准发布《非道路柴油移动机械污染物排放控制技术要求（发布稿）》，指出自 2022 年 12 月 1 日起非道路移动机械“国四”标准将正式实施。根据挖机 8 年寿命简单测算，目前市场上国二及以前的存量挖机还有 30-40 万台，我们判断这部分挖机将在 2022 年底之前加速更换。

此外据 CME 观测，12 月挖机（含出口）销量有望达 3.2 万台，同比+56%左右，高速增长是不变的基调。我们预计 2021 年挖机销量在高基数的基础上仍将保持 5%-15%的稳定增长，未来几年波动估计维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多。【三一重工】作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，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。其余建议关注【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。

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）

**银行行业点评：详细测算：重磅房地产贷款新规，对招行等主要银行的影响**

事件：央行及银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将所有银行分为五档，分别设置房地产贷款占比和个人住房贷款占比两个指标上限，对占比超标的银行设置 2 年或 4 年调整过渡期。由于多数国有大行和招商银行等主要中小银行当前占比超



请务必阅读正文之后的免责声明部分

标，市场非常关注政策对相关银行贷款投放的影响。

投资要点

核心结论：①主要银行中，招商银行、兴业银行、成都银行、建设银行、中国银行，目前涉房类贷款占比超标幅度相对明显，未来 4 年要降低新增贷款中的房贷比例；②工商银行与邮储银行的个人住房贷款占比小幅超标，未来 2 年需调整；③平安银行、宁波银行、常熟银行的房贷占比很低，没有调整压力；④调整压力较大的银行，短期估值受影响，但招商银行的零售业务经营能力强，完全有能力在充足的过渡期内平稳切换。

政策要求：对所有银行的个人住房贷款和房地产贷款占比分档设限。

政策设定了“个人住房贷款占比”和“房地产贷款占比”两个指标（表 1），上限按照不同银行类型分五档。首先明确指标的计算方式：

①“个人住房贷款”，即银行报表中计入零售业务的按揭贷款，大部分上市银行都会单独披露。需要强调的是，部分银行披露的住房抵押类贷款（例如平安银行），我们认为本质上属于经营性或消费类贷款，不应纳入统计。

②“房地产贷款”，我们认为是指在上述“个人住房贷款”基础上，再加上对公业务中归为“房地产行业”的公司贷款，相当于“总涉房类贷款”概念。判断依据是每一档的指标上限，“房地产贷款”都高于“个人住房贷款”。

③“人民币贷款余额”是指标的分母，但在银行报表中没有明确披露。考虑政策写明“人民币贷款”不包含境外分行，我们建议用贷款总额减去报表披露的境外贷款作为估算值。不过，由于不同银行的披露口径不一致，所以该估算值和实际情况存在细微的差异。

从结果来看，中大型银行受政策影响比较明显。如果基于 2020 年中报数据测算，10 家上市银行的住房贷款占比超标、11 家的房地产贷款占比超标（表 6）。另外，考虑下半年房贷投放加速，预计 2020 年末的指标更高。

不过，政策给予充足过渡期，商业银行不需要对存量的涉房类贷款进行“压降”，只需要调整未来 2~4 年的新增贷款结构，逐步推动存量占比达标。根据监管政策，超标 2pct 以内的银行调整过渡期 2 年，超标 2pct 以上的调整过渡期 4 年。不过，政策也明确，涉及住房租赁的贷款及资管新规过渡期内（2021 年底）回表的涉房类贷款不在统计范围内。

招商银行：超标压力相对较大，4 年过渡期内需要调整新增贷款结构。

根据测算，招商银行 2020 年 6 月末个人住房贷款占比 25.5%，超标 5.5pct，房地产贷款占比 34.3%，超标 6.8pct，政策给予 4 年调整期。

回顾招商银行近五年的新增信贷投放结构，按揭贷款一直是零售业务的重要品类，在 2018、2019 年净新增人民币贷款中的占比分别为 27%、33%。假设未来四年，招商银行人民币贷款每年增速保持 11%，那么每年的新增贷款中，按揭贷款的占比需要压降到 8%以内，同时房地产行业公司贷款的占比也要维持在 4%以内，这样才能在 2024 年达标。这两个临界值都明显低于最近几年的实际水平，所以存在新增贷款结构调整



请务必阅读正文之后的免责声明部分

的压力。

我们认为，房贷投放受限对招商银行的经营客观上有一定影响，因为按揭贷款目前是商业银行的优质业务品种，虽然收益率不高，但不良率很低、资本消耗又非常少（按 50%折算风险资产）。不过，招商银行零售产品线丰富，我们相信消费贷及个人经营性贷款可能接替按揭贷款，成为未来几年新增零售贷款的主力。如果未来新增零售贷款向其他产品切换，预计资产端收益率有望提高，但资本消耗更高、资产质量管控的挑战也更大，本质上是对风险、收益与资本的再平衡（表 3）。

平安银行、宁波银行等零售银行：存量房贷占比很低，基本没有调整压力。

头部零售银行中，宁波银行过去一直对房地产类贷款及投资非常审慎，存量规模很小。平安银行的按揭贷款占比也很低，其零售业务主要聚焦于更高收益率的消费贷、信用卡等产品，2020 年开始提升消费及经营性的房地产抵押贷款规模。截止 2020 年 6 月末，平安银行个人住房贷款占比及房地产贷款占比分别仅为 8.8%、20%，而宁波银行分别仅为 1.1%、6.3%，两家银行指标均显著低于监管上限。

尽管平安银行与宁波银行没有涉房类贷款占比调整的压力，但也不意味着能借势推动房贷业务高增长，因为政策明确指出“集中度符合管理要求的银行，应稳健开展房地产贷款相关业务，保持房地产贷款占比、个人住房贷款占比基本稳定”。本次政策的目标是促进房地产和金融市场平稳健康发展，核心是通过银行贷款间接管控房地产，因此未来即使额度宽松的银行也无法再大规模加速投放涉房类贷款。

不过，我们预计平安银行和宁波银行新增贷款中的按揭贷款占比仍可能小幅提高。近几年，消费贷及信用卡受个人共债风险上升冲击，风险管控压力加大，今年疫情期间已经暴露过一轮风险，性价比降低。当前时点，按揭贷款的风险、收益性价比更优。

此外，常熟银行、张家港行等农商行由于主打小微类零售信贷，因此存量的个人住房贷款、房地产贷款占比都很低，同样没有调整压力。

兴业银行：股份行里超标幅度接近招商银行，新增贷款结构调整压力较大。

截止 2020 年 6 月末，兴业银行的个人住房贷款占比高达 25.7%，超标 5.7pct，房地产贷款占比 33.7%，超标 6.2pct，超标幅度接近招商银行。过去三年，兴业银行的个人住房贷款在净新增贷款规模中占比大约 20%~30%，贡献比较显著，但未来需要大幅压降至 11%以内，同时房地产行业公司贷款的净新增投放中的占比也要压降至 6%以内（测算中假设兴业银行贷款增速每年保持 14%）。考虑兴业银行近年来本身正在重构资产负债表，预计房贷投放受限对新增贷款有一定影响。

国有大行：建设银行与中国银行超标幅度相对较大，预计资源向小微倾斜。

国有大行是住房按揭贷款的主要供给方。2020 年 6 月末，建设银行与中国银行的个人住房贷款占比高达 36.1%、35.6%，分别超标 3.6pct、3.1pct；房地产贷款占比 41.0%、41.4%，分别超标 1.0pct、1.4pct（我们测算的中国银行指标采用内地业务数据口径）。此外，工商银行和邮储银行的个人住房贷款占比也小幅超标 1pct、1.1pct。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

我们预计，建设银行、中国银行、邮储银行的调整压力相对较大，2018~2019 年，这三家银行的净新增人民币贷款规模中，个人住房贷款占比约 40%~55%，而且建设银行也是国内个人住房贷款龙头。预计国有大行在调整过程中，会继续将信贷资源向小微贷款倾斜，借此同时满足房贷管控政策及鼓励小微信贷投放的导向。

其他中小城商行：成都银行的调整压力相对最大，按揭与对公贷款均超标明显。

小型上市银行中，成都银行 2020 年 6 月末的个人住房贷款占比高达 26%，超标 8.5pct；房地产贷款占比高达 35.8%，超标 13.3pct。作为区域型中小城商行，过去三年成都银行的净新增人民币贷款中，住房贷款占比一直高达 25%~30%，未来如果需要调整贷款结构，预计会向对公业务及小微贷款倾斜。根据我们测算，成都银行未来四年的净新增贷款中，个人住房贷款的占比需要压降至 5%以内，而房地产行业公司贷款需压降至 0%。

风险提示：1）由于不同银行的报表披露数据口径存在差异，因此本文中的所有指标测算可能与实际情况存在差异，仅供参考；2）房贷受限导致新增贷款投放压力加大；3）银行利润持续下滑；4）宏观经济不及预期造成银行资产质量承压。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

**2021 零售&教育行业年度策略：中国优质供应链品牌化强势崛起，低利率大环境下消费估值中枢抬升**

总体趋势：国内疫情影响基本消退，未来低利率低增长环境下消费品品牌估值中枢有望抬升，建议关注具备持续增长能力的消费品品牌。11 月线下社零增速疫情后首次回正，标志着疫情对消费的影响基本消退。考虑到 2020H1 消费的低基数，2021H1 消费复苏有望使社零出现较高增速。近年来我国利率进入下行通道，未来经济或随日欧等发达国家步入低利率低增长环境。在这样的趋势下，能够保持稳定增速且具有韧性的消费品品牌的估值中枢有望抬升。

渠道：电商仍是主要增长引擎，建议关注阿里/京东/拼多多等头部电商平台。近年来线上已成为社零的主要增长点，2018 年以来我国社零的线上拉动比例保持在 50%以上。疫情期间线上消费展现较强韧性，一直保持正增速，2020 年 1-11 月线上渗透率也提升至 30%，创历史新高。从电商的行业规模及发展完善程度上看，我国均处于世界领先水平，未来中端及大众消费品的线上化程度仍有进一步提升空间，因此也建议关注电商平台及电商渠道的品牌化大趋势。

中国优质供应链品牌化大潮势如破竹，建议关注安克创新、南极电商、名创优品等品牌商。我国具备多个优质产业链集群，以及众多出色的代工厂。这些供应商能产出物美价廉的货品，其中不乏一些国际知名大牌的供应商。但一直以来由于缺少“品牌”，许多优质供应商的产品无法兑现其应有的价值，甚至衍生出“山寨”等畸形业态。因此，我们需要“中国品牌”来整合国内优质的供应链资源，其中存在巨大的机会，我们称之为“优质供应链品牌化”。

品类-化妆品：具备强韧性的可选消费品类，对“美”的追求为化妆品行业的终极驱动，建议关注珀莱雅、华熙生物、贝泰妮等。化妆品品类在



请务必阅读正文之后的免责声明部分

疫情期间展现较强韧性，4 月即恢复正增速，其后增速一直领跑各大可选消费品类。对“美”的追求为行业的终极驱动，而 Z 世代和下沉市场这两大需求金矿为行业带来较大的增长空间。纵观化妆品产业链各环节，品牌商盈利强、资产轻，且在低利率低增长大环境下有估值中枢抬升的空间，建议重点关注。

品类-轻医美：国货登顶红利可期，建议关注爱美客等。我国医美、轻医美渗透率较发达国家（尤其是日韩等东亚发达国家）有较大的差距，近年来随着公众对医美认知的转好，行业有望进入快速增长期。随着国产轻医美产品逐渐替代海外进口产品，国产医美产品或迎来高增。医美产业链中，生产商&品牌商环节溢价最高，利润最为丰厚。“不可逆、比较焦虑型消费、价格不敏感”等行业特性或使头部品牌的溢价能力越来越强。

品类-教育：“内卷”加剧，看好高校及职业培训。建议关注中公教育、新东方、希望教育、天立等。展望 2021 年，①政策加持+内生增动力足+外延并购机会，高校行业发展确定性强，且整体估值水平较低（仅 15 倍 PE），我们重点推荐港股高等教育板块。②随着国内就业压力增加，招录类考试培训需求增加，模糊且重要的行业特性决定了试错成本高，大品牌具有强定价权，利好 A 股职业教育培训龙头企业。③建议关注 K12 培训等其他细分领域。

风险提示：疫情反复，消费增速放缓，市场竞争加剧，品类扩张的风险，国际形势紧张，政策风险等

（证券分析师：吴劲草　证券分析师：张家璇）

**轮胎行业点评：美国反倾销初裁落地，税率显著好于预期**

事件

北京时间 2020 年 12 月 31 日，美国商务部公布对来自越南、泰国、台湾、韩国半钢胎的反倾销税率初步裁定，其中越南 0%~22.30%，泰国 13.25%~22.21%，台湾 52.42%~98.44%，韩国 14.24~38.07%，玲珑轮胎反倾销税 22.21%，未对赛轮轮胎施加反倾销税，初裁结果全面好于预期。美国商务部最终裁定将于 2021 年 5 月公布。

投资要点

反倾销税率初裁结果显著好于预期：2020 年 5 月 13 日，美国 USW 提出对韩国、泰国、越南及中国台湾地区反倾销和反补贴调查申请。6 月美国商务部投票决定启动反倾销和反补贴税调查，7 月 15 日，美国 ITC 以 5 比 0 投票一致通过，称有迹象显示这些产品在美国以低于公平价格销售。如果按最初申请书显示，泰国、韩国、中国台湾、越南地区轮胎将要分别被征收 217%、195%、147%、33%的反倾销重税。相比于最初申请书税率，如今公布的初裁税率结果显著好于市场预期。

短期冲击有限，长期发展未来可期：我国轮胎行业已经历多次“双反”制裁，应对经验充足，通过终裁公布前集中出口、向欧洲转移订单市场等手段对冲短期影响。长期看，终裁落地后一年左右的时间，市场将逐步消化掉“双反”对出口贸易的影响，2022 年年中出口美国市场有望恢



请务必阅读正文之后的免责声明部分

复。

持续推进全球化布局，中国轮胎企业由大变强趋势不改：当前国内头部轮胎企业通过在越南、泰国等东南亚国家设厂来规避美国对华轮胎的“双反”制裁，同时玲珑轮胎继续设立塞尔维亚基地，其他头部企业仍有加速国际化布局预期，贸易壁垒终将弱化。未来随着国产厂商产能规模的继续扩大、自动化水平的不断提升、国内轮胎市场集中度不断提升，中国轮胎企业由大变强的趋势不改。

投资建议：鉴于美国“双反”初裁结果好于预期，中国轮胎头部企业全球化布局、由大变强趋势不改，随着海外优质产能的加速释放，包袱小、成本低的相关企业有望脱颖而出，推荐关注赛轮轮胎、玲珑轮胎。

风险提示：全球贸易格局继续恶化的风险；原材料价格大幅波动的风险；海外子公司跨国经营的风险。

（证券分析师：陈元君　证券分析师：柴沁虎）

## 推荐个股及其他点评

**锐科激光（300747）：建立长效激励机制，激光器龙头再添增长动力**

事件：12 月 31 日，公司发布长期股权激励计划及首期股权激励计划草案。

投资要点

建立健全长效激励机制，助力公司高质量快速发展

我们认为长效激励机制的建立健全，有助于吸引和留住公司核心管理、技术和业务人才，充分调动其积极性和创造性，助力公司高质量快速发展。①从时间上看，本长期激励计划分两期实施，每期激励计划的有效期为 5 年，激励时间跨度较长，有利于夯实公司长期发展动能。②首次激励的对象共 335 人，占公司总员工的 15%（2020 年期中员工总数 2203 人），激励对象涵盖高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员及骨干员工，激励覆盖范围较广，有望最大限度激发公司活力。③限制性股票在上市日起满 24 个月后分三期解除限售，解除限售的比例分别为 33%/33%/34%，业绩考核目标为以 2019 年营收为基数，2022-2024 年营收复合增长率分别不低于 25%/26%/27%，且 ROE 分别不低于 15%/16%/17%。2019 年，公司实现营业收入 20.1 亿元，暨解禁条件要求 2022-2024 年公司营收不低于 39.3/50.7/66.4 亿元，设定的考核指标有助于持续提升公司盈利能力，确保公司未来发展战略和经营目标的实现，为股东带来更高效、更持久的回报。

从宏观到微观数据均表明制造业持续复苏，激光行业需求旺盛

①宏观：11 月 PMI 为 52.1，连续 9 个月位于荣枯线以上，1-10 月制造业固定资产投资完成额累计同比-5.30%，制造业投资持续改善；②中



请务必阅读正文之后的免责声明部分

观：工业机器人产量高速增长，11 月达 23,635 台，同比+31.7%，金属切削机床产量在 3 月触底后快速提升，2020 年 11 月达 4.4 万台，同比增速 25.7%；③微观：IPG 中国区收入降幅自 2019Q4 开始收窄，2020Q3 已扭转下跌趋势，同比+22%。锐科激光和柏楚电子 Q1 以来订单需求旺盛，收入增速环比提升显著，Q3 锐科激光收入同比+78.28%，柏楚电子收入同比+59.42%。制造业持续复苏背景下，激光等行业景气度不断提升，行业拐点已经出现。

激光行业仍是成长性赛道，看好公司长期前景

从中长期来看，激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场较长时间内将保持增长。公司在巩固中低功率激光器龙头地位的同时，积极布局高功率和超快激光器，进一步打开公司成长空间。公司高功率激光器技术全国领先，正逐步替代 IPG 等海外龙头产品，2020H16000W 及以上高功率光纤激光器销售数量较 2019 年同期增长 100.4%，销售增长态势迅猛。在超快激光器领域，公司不断丰富相关产品，广泛用于显示和面板玻璃切割、汽车玻璃切割，厚玻璃切割等领域。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.8/4.8/6.6 亿，对应 PE 为 92/53/38X，基于对公司高质量快速发展的看好，维持“买入”评级。

风险提示：激光器价格战持续；行业景气度下滑超预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连　研究助理：严佳）

**阳光电源（300274）点评：股权激励上马，逆变+储能龙头提速**

投资要点

事件：阳光 EPC 子公司通过增资扩股的方式实施股权激励，激励对象为上市公司、子公司高管以及核心技术人员在内的员工持股平台。

股权激励绑定员工，利好长期发展：EPC 子公司 20Q1-3 归母净利 2.25 亿元，净利率 41%，本次员工及持股平台注资 5.7 亿，占 23%股本，投后公司估值 24.8 亿，投前公司估值 19.1 亿元，对应 1.9 倍 PB。注资后董事长曹仁贤占 4.1%、副董事长张许成占 2.7%、高级副总裁顾亦磊占 0.47%，核心高管合计占比 7.27%，约占激励的 1/3。本次交易的成功实施，有利于各版块协同，且能够有效调动管理层和核心骨干的工作积极性和主动性，强化其企业认同感，提升企业人才队伍的稳定性，进一步推动公司及阳光新能源稳健发展、做强做优。

中国龙头加速出海，组串崛起：未来行业两大趋势：1）国内逆变器质优价廉（单价低 30-50%），19 年国内企业海外份额在 55%（按 GW），20 年预计 60%+，未来 80%+，出口加速趋势明确；2）分布式发展+渗透电站，19 年全球组串式占比 60%，预计 20 年 65%；3）毛利率：海外>国内、组串式>集中式

逆变器全球龙头，市占率加速提升：公司是逆变器全球龙头，今年市占率加速提升，海外高占比高增速。逆变器出货约 30GW（市占率 24%，19 年 15%），其中海外 21GW（市占率约 25%，19 年 11%），国内 9GW；明年全球装机高增长，预计公司出货 50GW+，同增 67%+，市占



请务必阅读正文之后的免责声明部分

率 27%，其中海外 35GW（市占率 32%），国内 15GW。

国内最大储能龙头，放量在即：长期来看，随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近，以及平价后全球光伏渗透率提升，储能平滑发电的重要性凸显，预计储能行业未来三年将持续高速增长。公司是国内最大的储能逆变器龙头，储能系统装机已连续四年稳居全国第一，19 年收入 5.4 亿元，20 年预计 10 亿元，同增 80%+，未来两年预计翻倍增长。

盈利预测与投资评级：我们上修过盈利预测，预计公司 20-22 年业绩为：21.2、33.3、43.3 亿元（原预测 19.83、28.05、36.67 亿元），同比 137%、57%、30%，对应 EPS 为 1.45、2.28、2.97 元，目标价 91.2 元，对应 40 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

**中信博（688408）：光伏支架执牛耳者，跟踪系统向阳而生**

投资要点

迅速成长的老牌光伏支架龙头：公司成立于 2009 年，主营太阳能固定支架和跟踪支架，固定+跟踪支架累计出货量多年全球第一，跟踪支架市场份额位居亚洲第一、全球前五，截至 2019 年底，公司累计安装量近 24GW。同时，公司借助支架技术积累，延伸开发 BIPV 产品，有望成为业绩新的增长点。16-19 年营收 CAGR 达 43.76%，20 年 Q1-3 公司营收 18.43 亿元，同比增长 42.33%，20 年 Q1-3 业绩 1.73 亿元，同比增长 102.91%，发展迅速。

千亿黄金赛道，跟踪支架渗透率提升+国产替代双红利：1）性价比及平价驱动跟踪支架渗透率提升：跟踪支架发电量增益普遍超过 20%，而按目前价格测算，当跟踪支架发电量增益为 20%时 IRR 超过固定支架 0.39%，此时合理价差应为 0.47 元/W，高于目前实际价差 0.38 元/W，跟踪支架性价比凸显。19 年全球跟踪支架渗透率为 30%，中国 7%，美国 70%，随着平价市场到来，预计全球跟踪支架渗透率未来可达 55%+。2）千亿高成长赛道：跟踪支架技术含量更高，单瓦高价值量、高毛利率带来结构性α，随着跟踪支架渗透率提升，驱动支架市场超越主环节高成长，预计到 2023 年支架市场空间将达到 1256.49 亿元左右，三年 CAGR28.36%，超行业增速。3）国产替代空间大：目前跟踪支架行业国产占比仅约 10%，远低于光伏主环节。且跟踪支架门槛高，格局较支架行业而言相对集中，龙头技术与成本优势显著，行业集中度有望进一步提升。

亚洲支架第一股，行业领跑者：1）注重研发，行业规范制定者：公司注重研发投入，研发费用营收占比达 4.16%，远超同行，掌握多项核心技术，是国内首家通过全部风洞测试的支架企业，也是国内光伏行业内少数主导制定过国际标准的企业；2）跟踪支架领军者，产品性能优异加速渗透海外：跟踪支架技术相较于固定支架，需要更强的稳定性、耐久性以及算法和 AI，因此国内仅两家龙头脱颖而出。公司通过聚焦高端产品，跟踪支架快速迭代，产品质量已能比肩海外龙头，而单价低于海外。行业看，跟踪支架出货主要在海外，海外盈利能力更强。公司海外全方位布局，跟踪支架海外高增长，带来高价值量、高毛利率。3）品



请务必阅读正文之后的免责声明部分

牌力强，客户质优面广：公司凭借产品优势建立起良好的品牌声誉，已经积累了大量全球知名客户如 BIOSAR、BESTER、ADANI 等，与国电投、阳光电源等央企及上市公司建立了战略合作关系；4）高单价+低成本，毛利率出色：跟踪支架出货量占比提升，而 2019 年跟踪支架每瓦单价是固定支架的 2.23 倍，从而推高了公司支架平均单价，叠加规模效应带来的出色成本控制能力，公司毛利率优于同业海内外竞争对手，并从 17 年的 17.26%持续上升至 19 年的 24.18%，随着跟踪支架进一步渗透，公司盈利能力将持续改善；5）产能加码未来可期：公司上市募集 5.01 亿元建设 2.8GW 光伏支架生产能力，并提高生产线的自动化水平和生产效率，进一步降低生产成本，提升产品品质。

低起点，高成长的跟踪支架龙头：1）跟踪支架叠加渗透率提升后增速快于支架行业，赛道高成长；2）从竞争格局来看，行业龙头均为国外企业，中信博作为国内支架龙头第一股，2019 年出货市占率仅为 6%，公司支架性能比肩海外龙头，成本相比海外龙头低约 20%，未来国产替代空间大；3）目前公司覆盖区域数量有限，主要集中在亚洲、南美等地，21 年预计海外建厂进军美国、欧洲等高毛利地区，有望量利双升。

布局 BIPV，业务新亮点：BIPV 前景广阔，测算未来居民+工商业屋顶 BIPV 的潜在空间合计在 5596W+。公司提前布局 BIPV，产品迅速更新迭代，也拥有产品独家专利，并参与行业规范编制。目前公司 BIPV 业已经承接了多个项目，未来有望利用先发优势，率先受益于 BIPV 市场快速增长。

盈利预测与投资评级：预计中信博 20-22 年业绩分别为 2.91/4.86/7.04 亿元，同比增速分别为 79.4%/66.9%/44.9%。对应 EPS 为 2.14、3.58、5.19 元，公司目标价 197 元，对应 21 年 55 倍 PE，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：竞争加剧，光伏政策变化，海外拓展不及预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：陈瑶　研究助理：黄钰豪）

**美诺华（603538）：产能爬坡和新产品获批推动 API 高增长，制剂一体化+CDMO 兑现加速**

投资要点

心血管特色原料药优势企业，公司拥有稳定的基本盘：美诺华是国内优秀的心血管（降压、降血脂、抗凝）特色原料药及制剂生产企业。主营业务中沙坦类降压原料药 19 年收入占比约 47.4%，由于公司主要销售对象是 KRKA 等欧洲客户，受非法规市场价格波动影响较小，预计未来价格企稳；而其他原料药（他汀类、中枢神经类等）19 年收入占比 35.2%，贸易和药品经销占比 17.2%，此二项业务稳步增长。总体来看，公司立足心血管和中枢神经领域原料药，基本盘较为稳定。

超 2000 吨产能扩张 21 年起密集落地，新品种获批及产能爬坡推动 API 较快增长：截止到 2020 年底，公司现有原料药产能 1720 吨，19 个商业化的 API2019 年销量占全球市场的 16%。在建产能合计达到 2050 吨，将在 2021 年开始逐步释放。与新增产能配套的是，公司将要商业化的 4 个品种维格列汀、利伐沙班、阿哌沙班、伏诺拉生是市场大、增长快、竞争者企业少的产品，此外还有 28 个品种处于技术储备中。新建工厂经过 2-3 年的磨合期，产能利用率提升将为公司原料药扩张提供充足保



请务必阅读正文之后的免责声明部分

障。公司重要新品种的获批及丰富的储备，叠加翻倍以上的产能逐步爬坡，预计公司 API 未来三年将实现近 30%的收入增长。

原料药制剂一体化成果初显，CMO/CDMO 业务有望提供爆发点：公司原料药制剂一体化战略围绕“技术转移+自主申报+国内 MAH 合作”模式进行，2020 年底培哚普利叔丁胺片和普瑞巴林胶囊的上市充分证明公司能力。截止 2020 年 12 月，公司待审批的 8 个品种 19 年合计市场规模约为 160 亿元，我们认为公司有望依靠高确定性的 KRKA 欧洲销售产品国内转报及自主研发管线的落地迅速打开巨大的国内仿制药制剂市场空间，预计制剂业务未来三年复合增速超 50%。CDMO 业务一方面内生增长拓展客户，另一方面依托服贸基金（2020 年受让大股东 5%股权）开展外延式扩张，预计 21-22 年复合增速超 80%。

盈利预测与投资评级：预计公司 20-22 年营业收入分别为 13.67、18.23、24.73 亿元，增速分别达 15.9%、33.3%、35.7%；归母净利润分别为 1.69、2.40、3.46 亿元，增速分别达 11.7%、42.4%、44.2%，当前股价对应估值分别为 30、21、15 倍。考虑到公司产能释放，原料药制剂一体化及 CDMO 发展空间较大，首次覆盖，给予“买入”的投资评级。

风险提示：制剂研发与申报进度不及预期、扩产工程进度不及预期、原料药价格波动风险、汇兑损益风险等。

（证券分析师：朱国广　证券分析师：周新明）

**长城汽车（601633）：长城 2021 年将实现全车冗余 L3 自动驾驶**

投资要点

事件要点：2020 年 12 月 30 日，长城汽车召开智能驾驶战略升级发布会，正式发布全新的咖啡智驾“331”战略，下一代座舱 2021 正式发布。长城汽车轮值总裁孟祥军，多位长城汽车领导及各领域专家、合作伙伴出席发布会，深度探讨智能驾驶的当下与未来。

双智融合升级为三智融合，智能服务成为智能第三级

长城汽车围绕用户，把智能驾驶、智能座舱、智能服务成为驾驶新品类。今年取得首台 5g（TBOX）汽车的认证，即将首次搭载我们第三代 H6 等多个车型。2020 年 4 月启动的下一代座舱系统将在 21 年 Q1 交付。

智能驾驶（咖啡智驾）打造全闭环硬核竞争力，强化用户安全保障

长城汽车自研自动驾驶的软件系统、控制器和中间件系统，即除了 OS 和芯片，都采用自研方式。自研自动驾驶计算平台匹配不同价位的车型。算法软件方面，完成了 ACC、AEB 等传统领域功能和自动驾驶的感知、融合、预测、规划、控制、决策等模块的工程化部署。1）数据闭环方面，基于所有的数据平台都已实现针对数据的实时处理和回传。2）安全方面，构建了六大安全系统，分别为：感知冗余、控制冗余、架构冗余、电源冗余、制动冗余、转向冗余。传感器方案：8 个毫米波雷达、8 个摄像头、3 个激光雷达、12 个超声波传感器、1 套高清地图和 1 套 V2X 设备。转向系统由蜂巢转向提供的第三代智能转向器（具备双绕组电机、双电机位置传感器、双 CPU、双控制器等）。



请务必阅读正文之后的免责声明部分

联合智能技术头部企业高通+华为，加速技术落地保障

长城汽车与高通、华为、IBEO（激光雷达）等智能技术领域头部企业签署战略合作协议，为智能驾驶落地提供坚实的技术保障。1）高通合作：域控制器系统冗余。域控制器基于高通的骁龙 8540+9000 芯片打造，7 纳米工艺，不同汽车骁龙 SOC 加上加速器（AI 单元）的组合方式，总算力 360Tops，功耗 65 瓦，5.5TOPS/W，双控制平台算力总计达 760TOPS，实现 L4/L5 的全场景自动驾驶功能。2）华为合作：华为提供 MDC 平台为基础智能驾驶计算平台，本次为 MDC610，华为将积极配合长城完成激光雷达、摄像头等感知组件的各项评估和测试，实现 L3/L4 的全场景自动驾驶功能。

投资建议：预计 2020-2022 年营业收入 1026.31/1427.60/1734.37 亿元，同比+6.7%/+39.1%/+21.5%，归母净利润 50.01/100.12/134.06 亿元，同比+11.2%/+100.2%/+33.9%，对应 PE 为 67.86/33.90/25.31 倍。公司新一轮产品周期向上，叠加智能驾驶技术布局的催化，维持“买入”评级。

风险提示：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）



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