东吴证券月度策略及金股组合

2021 年通胀将超预期

2020 年 12 月 31 日

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）海外将维持宽松的货币政策：1.失业率控制：**联储目前货币政策锚定的是失业率。**2.国债发行的需要：**一季度欧洲和美联储为了帮助欧洲财政困难的国家和新一轮的财政刺激还将继续扩表。**2）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，回顾 2017 年收缩是因为暴露了很多金融系统的不稳定性，我们预计明年国内不会这么急迫去提高短端利率，因此明年上半年的流动性仍将保持较为宽松，下半年经济回到正常轨道之后还需继续观察。

- **股市微观流动性整体宽裕，以顺周期及消费为代表的价值风格占优：1）资金面迎来公募及外资共同流入。**12 月以来海外疫情再次恶化拖累经济复苏，国内经济率先实现正增长，A 股领涨全球，大幅提高 MSCI 提高 A 股权重的可能，同时 2020 下半年以来人民币持续升值，外资有望在一季度继续流入。9 月公募基金申请材料接受日指标出现峰值，考虑到 2021 上半年基本面仍将驱动牛市下半场，预计一季度公募基金发行将迎来开门红。**2）跨年行情延续，通胀主题+可选消费。**20Q3 以来全球供需回暖叠加库存低位，国内出口有望从供给驱动转变为需求拉动，未来 6 个月将维持强劲势头。全球供需匹配推动原材料价格上行，叠加疫苗预期，通胀加快归来。疫情后就业改善促消费政策落地，消费将成为下半年经济稳定器，早周期的可选消费率先启动。综合来看，在国内经济复苏的背景下，预计一季度以顺周期及消费为代表的价值风格将胜出。

- **本月十大金股**

单位：元

代码	简称	行业	20EPS	21EPS	20PE	21PE
002027.SZ	分众传媒	传媒	0.26	0.41	37.31	23.66
03998.HK	波司登	零售	0.11	0.13	35.09	29.69
600276.SH	恒瑞医药	医药	1.23	1.59	91.63	70.88
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	3.05	3.75	119.30	97.03
688188.SH	柏楚电子	机械	3.58	4.66	72.07	55.36
603678.SH	火炬电子	军工	1.11	1.35	61.26	50.37
601633.SH	长城汽车	汽车	0.55	1.10	67.60	33.80
600036.SH	招商银行	银行	3.76	4.46	11.45	9.65
300750.SZ	宁德时代	电新	2.23	4.16	152.47	81.73
603799.SH	华友钴业	电新	0.89	1.33	82.29	55.07

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

- **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
执业资格证书号码：S0600518120001
yjs_chenl@dwzq.com.cn
研究助理 张家琦
执业资格证书号码：S0600119070011
zhangjiaqi@dwzq.com.cn
证券分析师 马祥云
执业资格证书号码：S0600519020002
maxy@dwzq.com.cn
证券分析师 吴劲草
执业资格证书号码：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 杨 件
执业资格证书号码：S0600520050001
yangjian@dwzq.com.cn
证券分析师 朱国广
执业资格证书号码：S0600520070004
zhugg@dwzq.com.cn
证券分析师 黄细里
执业资格证书号码：S0600520010001
huangxl@dwzq.com.cn
证券分析师 杨默曦
执业资格证书号码：S0600518110001
yangmx@dwzq.com.cn
证券分析师 张良卫
执业资格证书号码：S0600516070001
zhanglw@dwzq.com.cn
证券分析师 曾朵红
执业资格证书证号：S0600516080001
zengdh@dwzq.com.cn
证券分析师 陈显帆
执业资格证书号码：S0600515090001
chenxf @dwzq.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 策略分析: 3
2. 本月十大金股推荐 5
2.1. 传媒：分众传媒 5
2.2. 零售：波司登 6
2.3. 医药：恒瑞医药 6
2.4. 食品饮料：山西汾酒 7
2.5. 机械：柏楚电子 8
2.6. 军工：火炬电子 9
2.7. 汽车：长城汽车 10
2.8. 银行：招商银行 11
2.9. 电新：宁德时代 12
2.10. 电新：华友钴业 12
3. 本月十大金股财务数据 13
4. 风险提示 13

1. 策略分析：

一、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毛利率的大幅回升：最近一次是 2016Q4 到 2017Q3，2016 年 9 月 PPI 从负转正，16Q4 和 17Q1 利润增速明显超出预期，PPI 从负转正对企业盈利有很大帮助。

2）外部需求非常乐观，补库存的需求被低估：1.汽车低库存。北美市场的汽车库存水平下降到了 8 年来的最低的水平，并不是买的多供给少，丰田 1-3 季度的销售量在北美是历史新高，新冠疫情的突发，使得大家都想买车。**2.房地产低库存。**美国新建住房的空置率是 1985 年以来的最低点，一方面是供给受到限制，其次是美国住房销售量创下历史新高所导致。**3）海外出口已保持正增长。**除中国以外疫情控制比较好的地区，包括越南和台湾 8 月对外出口同比增速达到 8.1%和 8.3%，表明全球经济都在恢复的正常轨道中。

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，房地产企业三季度的资产负债表持续改善也印证了国内投资不会快速下降。

二、货币政策层面的宽松没有办法退出，估值不会明显下降：

1）失业率控制：失业率是当前最重要的指标而不是通胀，由于疫情的爆发，使得就业的回升较慢，这种情况下是不可能马上恢复，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：在 1、2 月美联储不会收缩，而且可能会去做扩张。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，国债发行也需要联储来购买。**欧洲扩表维护边缘国家：**今年欧洲扩表很快，但是比较边缘的国家财政出现了更大的窟窿，需要欧盟填补，目前的基调还是会帮助财政困难国家，因此欧盟也要发债，ECB 还是主要的购买方，**明年第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，回顾 2017 年收缩是因为暴露了很多金融系统的不稳定性，我们预计明年国内不会这么急迫去提高短端利率，因此明年上半年的流动性仍将保持较为宽松，下半年经济回到正常轨道之后还需继续观察。

三、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。本轮放水与 2009 年情况不同，2009 年的资金投放填补了金融系统的窟窿。但本轮 14 万亿美元全部投放在需求上，全球大宗商品价格普遍上涨，通货膨胀的压力很大。

2）需求长期大于供给，物价上涨动力大。经济有上行风险。估值暂时停止下跌，但是趋势还是会下跌。关注通胀的可能性，向通胀受益的板块靠拢

1.补库存的需求强烈。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，住房的销售金额创了历史新高，住房的供给比较低，所以补库存是必然的。美国的住房建设许可在明年上半年大幅攀升之后，会带来一个比较强劲的补库存需求。

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。从 2016 年美联储第二次加息以来，美国居民家庭的资产负债表不断下降。目前在美国人均可支配收入连续 4 年上升的情况下，面临最低的按揭贷款利率，美国居民家庭部门在未来几年可能通过购买房产的形式提高杠杆。美国居民家庭负债率开始上升，与此相对应的是中国企业部门的负债率也开始上升，制造业投资从 2019 年下半年以来就已经开始回升。如果美国居民家庭部门和中国的企业都加杠杆的话，那么需求会显著超过市场上所有人的预期。2021 年经济增速是有所下降，但是市场目前完全忽视了需求的上行风险。

3）西班牙大流感的经验表明：大流感后的两年，物价和利率水平都是上涨的。西班牙大流感 1918 年开始爆发，1918 到 1920 年初，零售物品价格是上涨的，汽车销量也在上升。那个时候供给方面因为死掉了 3100 万人，制造业的产能是下降的。需求快速回升，制造业产能有所下降，导致物价上涨、利率上升。

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。

1.本轮货币的扩张过程中，美国没有出现货币乘数的下降。08 年货币乘数大幅下降的原因是绝大多数的货币都用来填补不良资产。但现在金融系统没有很大的风险，所以释放的巨额货币导致货币乘数并没有下降，转变为需求的能力远大于 08 年。

2.美联储现在首要目标是充分就业，在失业率没有降到 5%以下时，都没有必要退出宽松政策。原来美联储的长期政治目标的第一位是保持物价稳定，现在他把最大充分就业作为一个非常重要的第一位目标。美联储认为在失业率没有降到 5%以下，都没有必

请务必阅读正文之后的免责声明部分

要退出宽松政策。

5）受限于其所购买资产的结构，美联储缩表行为至少滞后半年，这对商品和能源价格的推动有很大作用。美联储购买的一年以内的债券只占到整个购买规模的 7.7%，所购买的主要的是 1 到 5 年期的债券。美联储只能在 2021 年的 11 月以后才能开始比较快的缩表。所以即便联储看到明年上半年物价上涨，缩表行为也要滞后半年左右才能启动。

四、股市微观流动性整体宽裕，以顺周期及消费为代表的价值风格占优

1）资金面迎来公募及外资共同流入。12 月以来海外疫情再次恶化拖累经济复苏，国内经济率先实现正增长，A 股领涨全球，大幅提高 MSCI 提高 A 股权重的可能，同时 2020 下半年以来人民币持续升值，外资有望在一季度继续流入。9 月公募基金申请材料接受日指标出现峰值，考虑到 2021 上半年基本面仍将驱动牛市下半场，预计一季度公募基金发行将迎来开门红。

2）跨年行情延续，通胀主题+可选消费。20Q3 以来全球供需回暖叠加库存低位，国内出口有望从供给驱动转变为需求拉动，未来 6 个月将维持强劲势头。全球供需匹配推动原材料价格上行，叠加疫苗预期，通胀加快归来。疫情后就业改善促消费政策落地，消费将成为下半年经济稳定器，早周期的可选消费率先启动。综合来看，在国内经济复苏的背景下，预计一季度以顺周期及消费为代表的价值风格将胜出。

2. 本月十大金股推荐

2.1. 传媒：分众传媒

投资建议：

1. 公司经营杠杆高，边际收入变化都会体现在边际利润上，因此在经济逐步复苏的过程中，分众的盈利弹性会非常大。当前占公司收入约 40%的消费类广告主盈利新高，纷纷加大了在品牌广告上的投放，公司收入出现明显恢复。Q3 楼宇媒体已实现 32.37 亿元，同比增长 19.8%，公司全年业绩预告中预计归母净利润可达到 38.6-42.6 亿，Q4 实现利润在 16.58-20.58 亿之间，大幅超越市场预期。展望明年，公司影院业务将逐步恢复，预计也将带来一定的利润增量。叠加 2020 年世界杯、奥运会等赛事有可能后延至 2021 年，这将促进明年广告主的广告投放，分众收入增长有望再超预期。

2. 公司收入上升趋势持续，而盈亏平衡点下移，利润弹性突显，我们预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 116.96/152.40/172.40 亿元，同比增长-3.6%/30.3%/13.1%，

归母净利润分别为 37.92/59.63/68.42 亿元，同比增长 102.2%/57.2%/14.8%，对应 PE 分别为 37.31/23.66/20.64 倍。我们维持公司“买入”评级。

关键假设及驱动因素：经济逐步恢复，竞争格局稳定。

有别于大众的认识：我们先于市场观察到了消费品广告主盈利情况及其广告投放行为的变化，当前消费类广告主盈利新高，他们因此有很强的动力去做品牌推广，分众作为线下高效的品牌推广渠道，率先受益。

股价催化剂：宏观经济好转，成本下行超出预期。

风险提示：疫情反复，宏观情况超预期下滑，回款不利。

2.2. 零售：波司登

投资建议：

1. **“重新聚焦羽绒服”战略后，公司品牌力持续提升。**2017 年重新聚焦羽绒服战略提出后，恰逢大鹅等外国奢侈品羽绒服进入中国，消费者对于羽绒服的心理价格带显著提升，公司在研发，宣传，设计等多方面持续发力，品牌力持续提升，价格带也不断提升，讲功能性羽绒服赋予了时尚性的标签。品牌势能实现了长期性的提升，此外，利润增长显著快于营收增长。

2. **去年同期暖冬+疫情低基数，今年有望实现高增。**波司登的财务年是截至 3.31 的一年，去年（2019.4.1-2020.3.31）受到疫情+暖冬的冲击，今年有望实现高增长。

3. **盈利预测与投资评级：**看好公司品牌升级和业绩高增，我们预计公司 FY2021-23 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 29.69 /24.13 /19.3，给予目标价 4.8 港元，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：品牌持续升级，价格带的持续提升，体现在店效提升上，最终反映出良好的业绩。

有别于大众的认识：市场认为波司登是单纯功能性的服饰，在既有市场上维持现状。但波司登过去 2-3 年，已经顺利实现品牌升级，在功能性的基础上，以及具备了相当的时尚性。

股价催化剂：冬季降温，销售数据良好。

风险提示：疫情反复，天气回暖。

2.3. 医药：恒瑞医药

投资建议：

1. **公司多款产品进入国家医保谈判目录，阿帕替尼、吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、硫培非格司亭创新产品进入国家医保：**1）公司卡瑞利珠单抗顺利进入国家医保，覆盖四个适应症：一线非鳞非小细胞肺癌、二线肝癌、二线食管鳞癌和二线经典性霍奇金淋巴瘤，其中前三个适应症是本次医保谈判中唯一进入医保支付的癌种；2）依靠五大核心逻辑：获批适应症广、医保价快进院速度、患者自费负担低、商业化团队重塑、治疗线数前移，我们预计 2021 年卡瑞利珠单抗将获得销售收入 90 亿元；3）公司销售结构调整（卡瑞利珠单抗和阿帕替尼销售团队分割）与医保准入，利于阿帕替尼二次放量；4）吡咯替尼和硫培非格司亭的市场有望依靠医保实现进一步放量；

2. **两大核心产品领衔 2021 年市场遐想，PARP 和 CDK4/6 抑制剂有望成为新一轮重磅产品：**1）氟唑帕利和 SHR6390 将成为首个本土自主研发的 PARP 和 CDK4/6 抑制剂，将大幅降低海外产品的国内议价权；2）氟唑帕利四大适应症两大逻辑，看好卵巢癌（“增量+存量”逻辑）和未来胰腺癌（临床需求逻辑）市场，预计销售峰值在 30~50 亿左右；3）2020 年 CSCO 指南对于 CDK4/6 抑制剂的临床使用方案做出调整，CDK4/6 进入一线治疗，适用人群进一步扩大；3）2021 年贝伐珠单抗生物类似物、氟唑帕利、海曲波帕乙醇胺、磷酸瑞格列汀、脯氨酸恒格列净、法米替尼等作为优先审评、特殊审批或重大专项上市等快速审批，有望成为公司创新药领域新一轮催化剂；

3. **长期催化剂下，公司业绩成长性确定，国际化战略布局加快：**1）2020 年公司 10 余款项目申报临床，为公司后续业绩成长注入持续动力；2）URAT、JAK1、AR、CDK4/6、PCSK9、BTK、PD-L1/TGF-β 等均是目前重要创新药靶点，且研发进展处于全国领先地位；3）吡咯替尼、卡瑞利珠单抗、盐酸右美托咪定等多款产品均已实现国际化，多款产品已在海外布局临床试验。4）内生性适应症拓展+外延式创新输出，公司研发战略布局凸显，大癌种广覆盖正逐步实现。

关键假设及驱动因素：1. 现有品种持续快速放量；2. 在研产品研发进度符合预期。

有别于大众的认识：1. PD-1 协同带动现有产品实现市场二次增长；2. 医保、集采和创新放量是公司确定性成长的三大保障。

股价催化剂：创新药物研发推进；卡瑞利珠等核心产品谈判落地。

风险提示：研发不及预期的风险；谈判结果不及预期的风险。

2.4. 食品饮料：山西汾酒

投资建议：

1. 20Q3 汾酒实现营收 31.4 亿（同比+33.4%），青花系列保持 30%+以上高增态势，

老白汾及金奖系列疫后环比加速恢复，同比实现正增长。同时全国化势头延续，公司疫后继续延续全国化进程，省内/外市场分别实现营收 46/57 亿，省外市场占比达到 55%。产品结构优化同提价并驾齐驱，提振盈利。20Q3 净利率为 24.75%（同+4.87pct），主要系毛利率大幅提升 9.16pct 至 73.09%所致。当前公司深耕环山西市场，长江以南推进成果显著，青花汾酒系列全国化持续推动中。预计未来渠道价值链增厚有望吸引全国更多优质经销商资源，“汾老大”复兴在途。公司“十四五”阶段三步走：2021 年为经销商结构深度调整期，2022-2023 年为省外市场转型发展期，2024-2025 年为营销加速期。2020 年，青花收入增长 30%以上，终端数量突破 85 万家，亿元市场达到 17 个，长江以南市场增幅平均超过 50%，省外省内收入占比达到 6:4。

2. 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 26.6 亿元、32.7 亿元、40.7 亿元，对应 PE 为 119.30 倍，97.03 倍，77.92 倍，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：省内仍可依靠山西市场总量扩张及市占率提升来实现增长：2020-2024 年汾酒省内收入增速预计保持平稳较快增长；今年省内省外占比实现 4:6，未来目标省外占比达到 70%以上，省外增速快于省内。我们预测青花系列保持高增态势，老白汾及金奖系列疫后环比加速恢复，同比实现正增长。

有别于大众的认识：当前公司深耕环山西市场，长江以南推进成果显著，青花汾酒系列全国化持续推动中。

股价催化剂：省外市场增长、产品结构升级、毛利率上升、短期低基数及开门红影响。

风险提示：疫情加剧，省外竞争激烈，宏观经济消费需求疲软。

2.5. 机械：柏楚电子

投资建议：

1. **激光切割控制系统龙头企业，经营业绩十分出色。**公司是本土从事光纤激光切割成套控制系统开发龙头企业，掌握了激光切割成套控制系统核心技术，引领相关产品进口替代同时，实现了经营业绩快速发展：1）收入规模持续扩大，2016-2019 年公司营收 CAGR 高达 45.46%，2019 年提升至 3.76 亿元；2）毛利率维持在高水平，2016-2019 年公司综合毛利率分别为 81.90%、81.87%、81.17%和 81.52%；3）收入规模扩大和高毛利率共振，公司净利润快速提升，2019 年达到 2.46 亿元，过去四年 CAGR 高达 48.53%；同期净利率分别 61.51%、62.31%、56.79%和 65.45%，盈利能力极为出色。

2. **布局高功率和超快控制系统等高端市场，成长空间将进一步打开。**中低功率激光切割控制系统领域，公司市占率高达 60%，当前公司布局高功率和超快控制系统，向高端市场寻求突破，成长空间将进一步打开。1）公司已经掌握了高功率控制系统相关技

术，并已经形成一定规模的销售收入。基于公司锐意进取的特质，以及在下游客户品牌效应形成等方面考虑，我们判断公司高功率产品有望复制中低功率成长路径，支撑公司业绩快速提升；2）作为全球超快激光控制系统开发最具竞争力的三家厂商之一，公司掌握的超快控制系统技术水平处于全球顶尖水平，FSCUT7000 精密加工系统已经小批量供货下游客户，随着后续募投项目持续加码，超快激光控制系统有望加速突破，贡献业绩增量。

3. **盈利预测与投资评级：**预计公司 2020-2022 净利润分别为 3.58、4.66、5.88 亿元，当前股价对应动态 PE 分别为 72.07 倍、55.36 倍、43.88 倍。考虑到公司出色的盈利能力，以及具有较好的成长性，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素：高功率、超快控制系统等新品持续放量，制造业持续复苏。

有别于大众的认识：市场认为激光加工控制系统市场偏小，但我们认为激光加工渗透率不断提升、应用场景不断拓展，我国激光加工市场在较长时间内将保持持续增长态势，是一个成长性赛道，激光加工控制系统不存在激烈的价格战，成长性优于激光行业整体，另外激光控制系统行业的盈利水平更加出色，公司利润体量有较大弹性。

股价催化剂：高功率、超快控制系统等新品持续放量、制造业持续复苏。

风险提示：1. 下游制造业投资不及预期；2. 激光切割控制系统大幅降价；3. 高功率与超快控制系统增长不及预期；4. FPGA 和 ARM 核心芯片进口风险。

2.6. 军工：火炬电子

投资建议：

1. **自产业务受益于军工需求增加与国产替代，产能扩张奠定持续发展基础：**受益于装备信息化水平提升、重点装备规模化列装，以及民用市场自主可控的深入，自产 MLCC 订单加速增长，2020Q3 自产业务实现营业收入 7.44 亿元（+33.58%）。发行可转债募集资金投资小体积薄介质层 MLCC，新增产能逐步释放，2022 年底预计新增 84 亿只产能全部达产，产能的稳步扩张奠定了自产业务持续发展的基础。

2. **下游需求恢复与代理产品线扩张，代理业务高速增长：**公司与太阳诱电、AVX 等原厂关系稳定，积极拓展钽电容、脉冲功率多层瓷介电容、超级电容新的品类和新的终端市场。受益于疫情后下游安防、工控、新能源汽车等行业需求强势修复，以及公司带来产品线的扩展，2020Q1-Q3 实现营业收入 16.74 亿元（+47.56%），预计全年带来业务有望高速增长。

3. **布局特总陶瓷材料，有望为公司打开新的成长空间：**公司重点布局的陶瓷材料在航空、航天等领域应用前景广阔，是国内极少数能够实现特种陶瓷纤维材料产业化的企

业之一，并且在技术和产品先进性方面具有较强优势。目前公司市场推广进展顺利，2020H1 特种陶瓷业务实现收入 4331.73 万，同比增长 188.81%，实现净利润 784.17 万，同比扭亏，产品稳定应用后将成为公司重要的业绩来源。

4. **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 5.01 亿元、6.13 亿元、7.72 亿元，对应 PE 为 61.26 倍，50.37 倍，39.77 倍，维持“买入”评级。

关键假设及驱动因素： 1. 2019 年军用 MLCC 市场规模 29 亿元，我们预计 2025 年市场规模将超过 100 亿，CAGR 约 23%，行业快速发展过程中市场份额将进一步向火炬电子等头部企业集中；2. 航空航天领域收入占军品 50%以上，我们预计十四五航空航天行业复合增速在 20%-25%左右，叠加装备信息化水平提升、国产替代的正向影响，公司自产业务将快速发展。

有别于大众的认识：公司代理业务、自产业务收入占比分别约为 70%、25%，我们认为公司自产业务规模优于同类企业，且下游高景气领域军品销售收入占比高，是航天、航空市场红利的核心受益标的；此外，公司代理产品销售渠道有助于自产 MLCC 的市场拓展，将为公司在高端民用市场打开更大的成长空间。

股价催化剂：自产业务新增订单超预期，新材料业务出货量大幅增加。

风险提示：1. 疫情反复压制下游需求，代理业务发展不及预期；2. 自产产品国产替代进程放缓。

2.7. 汽车：长城汽车

投资建议：

1. 哈弗 SUV 有望迎来市占率+利润率双升

需求复苏带动下 2020-2022 年传统车 SUV 总容量有望企稳小幅回升，但受合资品牌 2017-2020 年 SUV 新车集中上市将有望导致自主 SUV 市占率稳中微降至 50%。行业红利消失+产业升级压力下，自主 SUV 内部淘汰赛继续，前 3 名行业集中度有望持续提升至 50%，自主龙头市占率有望实现提升到 20%。三重优势将助推长城稳坐自主 SUV 龙头地位，有望实现 100 万辆：1）SUV 产品线最全最丰富。2）哈弗品牌在自主 SUV 中已经建立良好口碑。3）始终维持良好的厂商关系。国五库存逐步出清+产能利用率企稳回升+零部件供应链开放+新平台提高零件共享度，哈弗 SUV 利润率有望企稳回升。

2. 皮卡业务贡献稳定现金流。受益皮卡进城政策逐步放开，皮卡市场未来稳健增长可期。长城稳坐皮卡市场龙头地位。皮卡市场竞争格局相对稳定，长城一直保持第一位置（2019 年份额 32%），江铃皮卡排名第二，郑州日产排名第三。前五名集中度达到近 68%，格局稳定。长城炮兴起皮卡乘用车化第一线，相比风骏系列产品性能进一步升级，

有望带动皮卡业务量价齐升。

关键假设及驱动因素：1. SUV 市占率及利润率双升；2.皮卡贡献稳定现金流。

有别于大众的认识： 1. 市场对 SUV 行业格局充满担忧，尤其是自主 SUV。我们认为 SUV 依是长城业绩未来三年核心变量，长城在 SUV 市场占有率+利润率有望迎来双升。

2. 下半年公司全新推出的平台，非常值得期待，陆续进入宣传期，有望形成重要股价催化剂。

股价催化剂：1.中央及地方政府刺激政策出台；2.新平台下半年推出。

风险提示：1. 疫情控制低于预期；2. 乘用车需求复苏低于预期；3. 自主 SUV 价格战超出预期。

2.8. 银行：招商银行

投资建议：

1.三季度利差和不良率呈现出“双拐点”：招商银行三季度累计盈利降幅收窄至-0.82%，净息差较二季度环比上行至 2.51%；同时，不良率环比二季度下行 1BP 至 1.13%，经测算的单季不良贷款新生成率较二季度走低 34BP 至 1.35%。预计未来净息差将企稳上行，不良率和不良生成率均将迎来下行拐点。公司长期投资价值显著。

2.长期来看，零售财富管理仍然是银行板块最具成长空间的赛道，而招商银行作为零售龙头银行，在客户口碑、流量基础、主动管理与资产配置能力上积淀深厚。三季度相关业绩指标持续兑现：公司口径财富管理手续费及佣金收入同比大幅增长 44.98%，其中代销基金收入同比增长 124.7%，受托理财收入大幅增长 67.8%。

3.盈利预测：预计 2020 年、2021 年公司归母净利润增速分别为+3.9%、+18.4%，对应 BVPS25.43 元、28.69 元。

关键假设及驱动因素：1. 货币政策趋于常态化，市场利率不再下行；2. 经济回暖缓解银行资产质量压力；3. 居民对于财富管理的重视度不断提升。

有别于大众的认识：招商银行业绩基本面的稳定性超预期；监管引导居民理财从储蓄转为投资，利好招行等核心零售银行。

股价催化剂：2020 年全年及 2021 年上半年营收增速、归母净利润增速；净息差走势；不良贷款率、拨备覆盖率。

风险提示：1. 疫情冲击宏观经济，造成银行资产质量承压；2. 银行贷款利率持续下行，利差进一步收窄；3. 银行利润持续下滑。

2.9. 电新：宁德时代

投资建议：

1. 全球锂电绝对龙头，从技术储备、客户定点、产能布局、成本管控等方面看，已全面领先，龙头地位确立。

2. 明年国内外需求加速。国内销量预计 200 万+，合资车型及新势力车型密集推出，进入国产特斯拉供应链，公司 to C 优势加大，份额维持 50%+；海外 21 年中投产，拿下主流车企 AB 供订单，开始放量，预计三年内海外份额提升至 20-25%。

3. 远期空间大，增速快。25 年预计出货 350gwh+，较 19 年 7-8 倍增长，成长空间巨大。

关键假设及驱动因素：1. 明年公司国内外市占率进一步提升；2. 国内外电动车销量受政策+供给驱动，21 年高增；3. 经营杠杆导致明年盈利能力维持，甚至上升。

有别于大众的认识：1. 公司海外客户放量速度好于预期；2. 议价能力强于预期，不会应上游涨价影响盈利能力。

股价催化剂：国内外需求恢复，20Q4 销量恢复好于预期，21 年销量大年，国内外高增。

风险提示：需求不及预期，竞争加剧。

2.10. 电新：华友钴业

投资建议：

1. **钴供需结构改善，有望底部反转。**21 年没有供给增量，下游终端 5G 手机及新能源汽车行业需求持续高增，供需结构进一步改善，有望改善公司盈利水平。

2.**布局前驱体打造一体化锂电材料龙头。**深度绑定 LG，将受益于国内市场需求恢复及 LG 持续高增，4.5 万吨合资产能预计于 21 年 Q1 开始放量，此外公司布局 5 万吨高镍前驱体产能，预计于 2023 年开始放量。

3. **氢氧化镍项目加强一体化布局。**启动印尼氢氧化镍钴湿法冶炼项目，此后购买华友衢州 15.88%股权实现全资控股，并募集 8 亿投建年产 3 万吨硫酸镍项目；公司还计划建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍等项目，为公司向新能源锂电材料转型升级奠定镍原料供应基础。

关键假设及驱动因素：1. 国内外电动车销量受政策+供给驱动，叠加 5g 手机放量，

钴需求旺盛，带来供需格局改善，价格反弹；2. 合资前驱体产能顺利释放

有别于大众的认识：公司上控资源，布局镍、钴、锂，下控市场，携手 LG 打造前驱体、正极材料，将成为锂电材料一体化的平台型公司，竞争优势巨大。

股价催化剂： 国内外需求恢复，20Q4 销量恢复好于预期，21 年销量大年，国内外高增，供需结构反转，具有价格弹性。

风险提示：需求不及预期，竞争加剧。

3. 本月十大金股财务数据

	营业收入（百万元）			净利润（百万元）			EPS（元）		
	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E
分众传媒	11,696	15,240	17,240	3,792	5,963	6,842	0.26	0.41	0.47
波司登	12,191	13,895	16,382	1,203	1,441	1,764	0.11	0.13	0.16
恒瑞医药	27,706	36,447	45,557	6,546	8,489	10,939	1.23	1.59	2.05
山西汾酒	13,758	16,442	19,031	2,658	3,272	4,070	3.05	3.75	4.67
柏楚电子	520	676	868	358	466	588	3.58	4.66	5.88
火炬电子	3,016	3,483	4,002	501	613	772	1.11	1.35	1.71
长城汽车	102,631	142,760	173,437	5,001	10,012	13,406	0.55	1.10	1.47
招商银行	293,685	325,867	359,154	97,477	114,885	136,031	3.76	4.46	5.30
宁德时代	50,074	87,534	123,615	5,202	9,701	13,567	2.23	4.16	5.82
华友钴业	22,097	26,925	32,619	1,013	1,517	2,199	0.89	1.33	1.93

数据来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

4. 风险提示

通胀上行超预期造成流动性收紧；疫情二次爆发。

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 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

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