东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 18 日

晨会编辑 张良卫
执业证号：S0600516070001
021-60199793
zhanglw@dwzq.com.cn

宏观策略

宏观点评：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？

通过测算我们发现，在明年杠杆率变化在 0~3%，名义 GDP 增长 10~11%的假设下，自洽的社融增速在 10%至 12.4%之间。我们的预测结果在 10.5%~10.6%。

在参数敏感性方面，明年名义 GDP 增速和杠杆率变化的预测对社融预测的影响最大，但 2020 年社融增速和 GDP 增速的偏差对结果的影响较小。此外值得关注明年非金融企业境内股票融资，该工具能够在不提高杠杆率的情况下边际改善社会融资规模。

固收金工

固收深度报告：东吴固收李勇-全球货币政策的比较研究

1. 美联储“放水”特征
2. 日央行“放水”特征
3. 欧央行“放水”特征
4. 中国货币政策特征
5. 中、美、日、欧放水特征的异同
6. 中、美、日、欧利差分析
7. 风险提示：疫情影响超预期；全球经济环境不确定性超预期；民粹反弹超预期

固收点评：1-11 月经济数据点评：经济恢复态势持续显现，多项数据指标继续改善

整体来看，1-11 月份，国民经济保持稳定恢复，主要经济指标持续改善。三大投资中，基建投资继续增长；房地产投资累计同比增幅持续扩大；工业生产继续提振，多行业保持两位数增长。社零总额持续增长，部分消费升级类商品拉动力较强。就业方面，11 月城镇失业率为 5.2%，比上月下降 0.1%，连续四个月下降；1-11 月城镇新增就业人数 1099 万人，已完成全年目标的 122.1%，就业压力得到缓解。从后期走势看，需求回升、投资加快、消费恢复对整个经济的带动在逐步增强，经济好转趋势保持不变。

金工定期报告：港股红利低换高动组合跟踪-20201130

港股红利低换高动组合 11 月表现回顾：港股红利低换高动组合在 2020 年 11 月持仓股票的平均收益为 10.38%，其基准恒生综指 11 月涨跌幅为 8.23%，组合跑赢恒生综指 2.15%。

2020 年以来组合持续跑输市场，对高动量、低换手、高红利三个风格进行分析后我们发现，高动量因子仍持续有效，但低换手、高红利两因子已失效，组合重仓的地产建筑业、金融业今年以来持续跑输市场，累计跑输市场 20.04%、17.13%。

行业

11 月工业机器人行业数据点评：11 月工业机器人产量同比+32%，工业自动化持续回暖

下游行业景气度持续回暖，11 月工业机器人产量创记录

短期复苏动能强劲+中长期趋势向好，预计中国工业机器人 5 年

CAGR 达 17%以上
随工业机器人行业持续复苏，精密减速器等核心零部件逐渐国产化，国产工业机器人企业有望凭此实现规模快速增长。我们看好掌握核心技术的本体龙头【埃斯顿】，具备平台化扩张能力的系统集成龙头【拓斯达】，自动化领域多点协同的工控龙头【汇川技术】（电新组覆盖），实现谐波减速器 0 到 1 突破并逐渐向机电一体化发展的核心零部件龙头【绿的谐波】。

推荐个股及其他点评

远东宏信（03360）：金融孵化产业，产业资本化助力价值重估
疫情后经济复苏利率回升，融资租赁迎机遇。租赁龙头远东宏信据变化优化经营，金融主业逐季改善。公司实业宏信建发、医院、教育均稳步发展，有望逐步资本化，价值有望持续重估。金融主业助力产业发展，实现资本孵化。公司拟分拆计划见证灵活行业发展战略。
公司当前对应 21 年 5.3 倍 PE，0.8 倍 PB，我们预计 2020/2021 年每股收益分别为 1.14/1.30 元，每股净资产分别为 7.94 元、8.24 元，对应 PE 分别为 6.0x、5.3x，对应 PB 分别为 0.86x、0.83x，维持“买入”评级。

宏观策略

宏观点评：当预测社融增速，我们究竟预测的是什么？

事件

当前各大机构对均公布了对 2021 年社融规模的展望，预测增速分布在 10%至 13%的区间内。

观点

稳杠杆下社融增速放缓成为共识，如何预测明年社融增速成为宏观研究的“必修课”。在本文中我们提供一个简单的宏观测算方法。该测算方法主要利用社融，名义 GDP 和杠杆率之间的稳定关系，并对 2020 年社融增速和今明两年名义 GDP 的增速进行合理假设。

脱离经济增长和杠杆率变化的情景来谈论社融增速是不合理的。通过测算我们发现，2020 年第四季度杠杆率或持稳在 270%左右，在明年杠杆率变化在 0~3%，名义 GDP 增长 10~11%的假设下，自洽的社融增速在 10%至 12.4%之间。我们在年度展望中预测 2021 年社融增速达 10.5%~10.6%，背后是基于杠杆率不变、名义 GDP 增速为 10.5%的保守假设。

参数假设的偏差会不会造成社融估算结果产生较大偏离？在参数敏感性方面，明年名义 GDP 增速和杠杆率变化的预测对社融预测的影响最大，但 2020 年社融增速和 GDP 增速的偏差对结果的影响较小。

2021 年还有什么值得期待的“意外”？关注明年非金融企业境内股票融资，该工具能够在不提高杠杆率的情况下边际改善社会融资规模。

风险提示：社融、GDP 和杠杆率之间的稳定关系失灵；2021 年中国经济表现超预期；2021 年货币政策超预期收紧导致杠杆率大幅下降

（证券分析师：陶川）

固收金工

固收深度报告：东吴固收李勇-全球货币政策的比较研究

美、日、欧“放水”特征的异同：

1. 首先是“放水”的切换模式上，以及时点上的一致，都是从“率”转“量”，都是以“流动性陷阱”为界；

2. 在具体的“放水”风格上，两点相同：（1）美、日、欧在疫情期间“放水”风格均有所切换；（2）美、日、欧疫情期间均推出定向融资或贷款

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计划；两点不同：（1）美、欧以购买中长期资产为主，日本短中长期均有涉及；（2）日、欧疫情前以非定向“放水”为主，疫情期间以“定向”放水为主，美国没有类似规律。

中“放水”特征：

1. 资产负债表规模方面：外汇占款增加曾经导致央行资产负债表迅速扩张，目前规模趋于稳定；

2. 资产端方面：（1）2016 年前，资产端的外汇占款刚性增长，央行被动投放流动性；（2）2016 年后，外汇占款趋于稳定，资产端变动主要由对其他存款性公司债权贡献

3. 政策性利率方面：利率调控仍有操作空间，“利率走廊”和 LPR 改革逐步推进利率市场化。

风险提示：

疫情影响超预期；全球经济环境不确定性超预期；民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：1-11 月经济数据点评：经济恢复态势持续显现，多项数据指标继续改善

事件

数据公布：2020 年 12 月 15 日，国家统计局公布 1-11 月份经济数据：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%）。11 月份，各地区各部门深入推进统筹疫情防控和经济社会发展工作，工业服务业继续回升，投资消费不断改善，就业物价总体平稳，基本民生保障有力，国民经济持续稳定恢复。

观点

制造业投资降幅持续收窄，医药和电子投资增幅再创新高。1-11 月份制造业投资下降 3.5%，前值降 5.3%，降幅持续收窄。主要原因有：（1）疫情进一步得到控制，生产需求持续改善，带动制造业投资回升；（2）分行业看，1-11 月份汽车制造业、电子机械和器材制造业、通用设备制造业跌幅最为严重，分别是-15.1%、-10.4%和-10.0%，医药制造业和电子设备制造业保持增幅榜首，维持两位数增长并再创新高。

基建投资继续增长，商品房销售情况大幅改善。1-11 月份基础设施投资同比增长 1.0%（前值增 0.7%），增幅持续扩大。主要原因为：（1）地方政府专项债的继续发行，前 11 个月，发行专项债券 3.55 万亿元；（2）复工复产继续推进，拉动基建投资持续增长。商品房销售情况大幅改善，1-11 月份销售额增长 7.2%（前值增 5.8%）。房地产开发景气指数增长，居民的购房需求回暖，基本面有望继续改善，房地产投资有望持续增长。社零总额持续增长，部分消费升级类商品拉动力较强。11 月份，社会消费品零售总额同比增长 5.0%（前值增 4.3%），增幅继续扩大。1-11 月份，社零总额同比下降 4.8%（前值降 5.9%）。主要原因为：（1）疫情得到控制，内需回升，双十一促销活动开展，消费行业回暖；（2）分行业看，1-11 月份，汽车零售额累计同比下降 2.8%，（前值降 8.8%）。主要增长拉动因素为部分消费升级类商品，11 月份增速最快的三个行业是通讯器材类（43.6%）、化妆品类（32.3%）、金银珠宝类（24.8%）。

工业生产稳步回升，电气机械和器材制造业拉动力显著。11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 7.0%（前值增 6.9%），1-11 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 2.3%（前值增 1.8%）。主要原因为：（1）复工复产稳步推进，国内需求逐步恢复，工业生产加快；（2）分行业看，11 月份，41 个大类行业中有 34 个行业增加值保持同比增长，医药、金

请务必阅读正文之后的免责声明部分

属、通用和专用设备、汽车、电子机械和器械制造业皆有两位数增长。
未来展望：整体来看，1-11 月份，国民经济保持稳定恢复，主要经济指标持续改善。三大投资中，基建投资继续增长；房地产投资累计同比增幅持续扩大；工业生产继续提振，多行业保持两位数增长。社零总额持续增长，部分消费升级类商品拉动力较强。就业方面，11 月城镇失业率为 5.2%，比上月下降 0.1%，连续四个月下降；1-11 月城镇新增就业人数 1099 万人，已完成全年目标的 122.1%，就业压力得到缓解。从后期走势看，需求回升、投资加快、消费恢复对整个经济的带动在逐步增强，经济好转趋势保持不变。
风险提示：海外疫情反弹，地缘政治风险。
（证券分析师：李勇）

金工定期报告：港股红利低换高动组合跟踪-20201130
投资要点
港股红利低换高动组合：东吴金工在《港股稳健收益策略研究》报告中详细分析了港股的风格特征，化繁为简，利用动量和换手率作为反向指标，从股票池中剔除动量最低 1/3 股票和换手率最高 1/3 股票，再选取股息率最高的 40 只等权构建组合。
港股红利低换高动组合 11 月表现回顾：港股红利低换高动组合在 2020 年 11 月持仓股票的平均收益为 10.38%，其基准恒生综指 11 月涨跌幅为 8.23%，组合跑赢恒生综指 2.15%。
港股高红利、低换手因子失效：2020 年以来组合持续跑输市场，对高动量、低换手、高红利三个风格进行分析后我们发现，高动量因子仍持续有效，但低换手、高红利两因子已失效，组合重仓的地产建筑业、金融业今年以来持续跑输市场，累计跑输市场 20.04%、17.13%。
港股风格转换：从价值到成长：从宏观政策的视角分析，受疫情影响，美联储进入降息周期，金融业业绩不佳。国内“三条红线”政策压制房地产企业融资，受此影响国内土地购置面积增速连续四个月降幅扩大，可能影响明年的新开工面积，拖累明年房地产投资增速。与此同时，流动性宽裕叠加基本面受影响小，资讯科技业的相对收益非常好，港股的风格从价值转换到成长。
价值股危机中潜藏机会：2020 年价值股的暴跌是疫情打击下基本面下行与预期双重作用的结果，一旦在疫苗的作用下疫情形势出现好转，市场对经济复苏的预期增强，可能会带动价值股的反弹；同时 2021 年预计将会是房地产竣工修复的大年，有望成为房地产投资复苏的有力支撑，今年表现不佳的港股高红利低换高动组合未来仍然存在机会。
风险提示：模型的测试基于历史数据，今年以来港股市场风格已发生较大变化，港股高红利低换高动组合回撤严重，存在失效可能。
（证券分析师：高子剑　研究助理：张翔宇）

行业

11 月工业机器人行业数据点评：11 月工业机器人产量同比+32%，工业自动化持续回暖
投资要点
下游行业景气度持续回暖，11 月工业机器人产量创记录
11 月工业机器人产量创单月最高记录。11 月工业机器人产量 23635 套，同比+31.7%，单月销量为历史以来最高水平；1-11 月工业机器人累计产量 206851 套，同比+22.2%，累计同比增速不断提升。从主要企业销量来

请务必阅读正文之后的免责声明部分

看，据 MIRDATA 统计，2020Q3 行业工业机器人销量达 44222 台（同比+27.7%），已恢复至 2018Q2 的高点；其中外资前三销量占比达 24.6%，内资前三销量占比仅为 3.8%，内外资市场份额差距仍大。
下游制造业景气度持续回暖，行业复苏动能强劲。11 月 PMI 指数 52.1%，前值 51.4%，较上月+0.7pct，位于年内高点，复苏势头继续向好。与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放。
1-11 月制造业固定资产投资下降 3.5%，降幅比 1-10 月收窄 1.8pct，工业投资持续修复。从工业机器人的主要下游来看，①汽车行业：11 月汽车销量同比+12.6%，其中新能源汽车销量维持高位，同比+110.5%；1-11 月汽车销量同比-2.9%，新能源汽车销量同比+6.3%，首次转正；1-11 月汽车制造业固定资产投资累计同比收窄至-15.1%（环比+0.3pct）。②3C 行业：虽 11 月手机出货量仍同比负增，但 1-11 月 3C 固定资产投资累计同比+14.5%（环比+2.5pct），持续走高。此外，下游先进制造业中锂电、光伏、仓储等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善，多元化的需求推动我国机器人行业持续增长。

短期复苏动能强劲+中长期趋势向好，预计中国工业机器人 5 年 CAGR 达 17%以上
（1）短期来看：一般日本工业机器人订单金额领先于我国产量 6 个月左右，从 2018Q4 以来该数据均处于下滑状态，2020Q1 转正，但 2020Q2 又因疫情波动，Q3 同比+0.6%恢复正向增长，由此推断我国 2021 年工业机器人景气度向好。此外，受疫情影响，各国经济均处于转折期，而中国经济已于 Q2 开始恢复，正承接全球其他地区转移至中国的制造业订单，工业机器人短期景气度确定性进一步增强。
（2）中长期来看：IFR 对未来三年工业机器人展望乐观，预计 2020-2022 年全球销量为 46.5/52.2/58.4 万台，同比+24.7%/12.3%/11.9%。我们中长期更加看好中国工业机器人的发展，主要系：①中国工业机器人密度仅 188 台/万人，与新加坡、韩国、日本等相比，仍有很大提升空间。②下游行业 3C 新产品迭代逻辑和汽车人均保有量仍待提升的内生增长逻辑不变，长期需求有保障。③机器人产业链国产化率不断提升，随精密减速器等核心零部件进一步国产化，工业机器人行业进口替代弹性将进一步加大。我们认为未来几年国内工业机器人仍将保持中速发展，预计 2020-2024 年我国本体工业机器人销量复合增速将达 17%以上。

投资建议：随工业机器人行业持续复苏，精密减速器等核心零部件逐渐国产化，国产工业机器人企业有望凭此实现规模快速增长。我们看好掌握核心技术的本体龙头【埃斯顿】，具备平台化扩张能力的系统集成龙头【拓斯达】，自动化领域多点协同的工控龙头【汇川技术】（电新组覆盖），实现谐波减速器 0 到 1 突破并逐渐向机电一体化发展的核心零部件龙头【绿的谐波】。

风险提示：下游行业发展不及预期；行业竞争加剧；进口替代不及预期。
（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

推荐个股及其他点评

请务必阅读正文之后的免责声明部分

远东宏信（03360）：金融孵化产业，产业资本化助力价值重估

事件：2020 年 12 月 16 日，远东宏信发布公告称，公司正考虑可能分拆集团的设备运营业务于认可证券交易所独立上市(“建议分拆及上市”)。远东宏信的设备运营业务拆分有助于识别独立企业价值，加强产业经营模式：1）设备运营业务主要以产业为基础，拥有持续经营能力：设备运营业务主要负责建设、施工类设备及材料为基础。致力于为客户提供多功能、多方位、全周期的综合服务，通过多产品线的布局、覆盖全国的运营网络及复合经营能力，持续为客户创造价值。2）业务拆分更有利于企业的业务识别，实现业务价值：董事会认为，进行建议分拆及，将令公司及分拆实体处于更有利位置以发展其各自之业务，亦可透过识别及确立设备运营业务之独立企业价值，从而释放其业务对公司现有股东之价值。3）设备运营产业业绩增长能力持续可靠，龙头地位稳固。宏信建发 2020 年前三季度设备运营收入大幅增长约 30%至近 24 亿元，保有的运营设备数量持续增长。

疫情好转经济复苏，业绩逐季度修复：20Q3 远东宏信整体业绩呈现修复改善态势，收入总额恢复至去年同期水平，归属普通股股东应占溢利跌幅大幅收窄。细分来看，1）传统业务稳步回升：前三季度生息资产总额较 2020 年初增长约 10%，息差较前二季度基本持平。咨询服务费收入水平处于恢复进程中。得益于良好的资产布局和管理能力，资产质量保持稳定，不良资产率较 2020 年中持平（1.13%），拨备覆盖率维持较高水平。新型业务持续保持 2020 上半年以来的良好增长态势。2）除宏信建发外，旗下实业宏信健康与宏信教育随疫情得到较好控制，均实现稳健增长：20Q3 宏信健康收入同比增长约 20%至约 25 亿元，可开放床位数 2 万张，而宏信教育则全面布局 K12，致力于打造中西融合的精英教育，运营收入向上增长。

金融稳健助力产业腾飞，租赁龙头蓬勃发展：1）宏观经济顺周期下，金融主业迎来盈利拐点。后疫情时代经济逐步复苏，货币政策调整利率回升，融资租赁行业有望迎来春天。远东宏信作为租赁龙头，根据外部形势变化及时优化经营措施，整体呈现出逐季度改善态势，金融主业租赁业务资产规模、坏账率和息差水平进入了边际向上的通道。2）公司三大实业宏信建发（工程机械租赁）、医院集团和教育集团均稳步发展，有望逐步资本化，公司价值有望持续重估。由医疗、建设、教育构成的产业业务成长迅猛，2019 年营收分别为 29.12 亿元、23.62 亿元、2.35 亿元，其中医疗凭借差异化竞争优势不断拓展，建设产业资产规模全国第一，教育布局 K12 高端路线。“金融+产业”模式下，金融主业助力产业发展，实现资本孵化，而产业业务同时反哺金融，协同效应利于持续发展。此次公司设备运营业务的拟分拆上市计划则是公司灵活的行业发展战略的见证。

盈利预测与投资评级：公司当前对应 21 年 5.3 倍 PE，0.8 倍 PB，长期的价值回报和安全边际优异！我们预计 2020、2021 年每股收益分别为 1.14 元、1.30 元，每股净资产分别为 7.94 元、8.24 元，对应 PE 分别为 6.0x、5.3x，对应 PB 分别为 0.86x、0.83x，维持“买入”评级！

风险提示：1）国内经济发展下行影响租赁业市场需求；2）金融监管趋严影响行业发展；3）疫情控制不及预期。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

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