东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 15 日

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

宏观策略

策略年度报告：东吴策略：股市资金流入几何？——2021 年度策略-资金篇

报告要点：

①展望 2021 年，A 股资金流入趋缓，乐观、中性、悲观三种假设下预计净流入 10481、6113、2233 亿元。②资金流入趋缓主要源于一降一升：今年公募基金天量发行，明年流动性趋紧，收益率下行压力下预计公募基金发行有所下降；注册制改革大力发展股权融资，预计明年 IPO+再融资规模上升。③资金结构的边际变化主要来自外资，今年外资流入趋缓，随着中国经济复苏及股市领涨全球，预计明年外资大量流入，消费为代表的价值或将取代科技为代表的成长，细分赛道优质龙头溢价提升。④明年产业资本减持将是重要资金流出，6 月解禁压力最大，规模近 1 万亿，主要集中于电子、医药、非银、电气设备等行业。

固收金工

固收周报：股市流入新兴反超发达，中股债相对流入规模领衔十国——股债资金流向双周报（2020 年第 9 期）

（1）全球债市整体资金流向：债券市场继续延续今年 4 月以来资金净流入的趋势，资金净流入规模稳定；（2）全球股市整体资金流向：从全球股票市场的资金流出入来看，疫苗利好消息的刺激有所减弱，全球股市第二周净流入有所降低；（3）发达国家股票市场资金近两周资金流入动能有所衰退，出现了先扬后抑的情况；（4）从全球股债市场资金流向可以看出，投资者的情绪分化，以及偏好分化较大；

固收年度报告：2021 年固定收益策略 PPT一律回岁晚

2021 年对债券市场的判断：从全年看，基本面压力逐季度减少（全年 GDP 预计 9%），CPI 低位运行（全年 1.2%），货币政策稳健更加灵活适度，不会收紧，利率存在周期性波动规律。从节奏上来看，二季度机会较大，下行幅度 40-50bp，我们认为年前有 20bp 交易性机会，2021 年存在阶段性机会。从点位来看，2021 年 10 年期国债中枢为 3.0%，波动范围在 2.8%-3.5%之间。10 年期国开中枢为 3.5%。波动范围为 3.3%-3.9%之间。

固收周报：一周策略：国内经济持续复苏，海外形势充满不确定性（2020 年第 47 期）

近期我国内部需求端向好，供需循环持续改善，恢复性增长明显加快。国外经济重启进度不及预期，仍然存在不稳定不确定因素。从资金面来看，12 月为传统上财政资金的运用大月，前期财政资金造成的流动性压力有望得到缓解。央行通过此前 MLF 投放稳定资金利率，故预计 12 月资金面或趋于缓和，且利率走势继续延续震荡态势。此外，近期大宗商品上涨相关转债标的，地产后周期板块，以及业绩修复确定性较高兼具性价比的蓝筹股可予以适当关注。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

东吴证券晨会纪要

行业

社服新消费行业周报：复盘百年乐高发展，探究泡泡玛特成功奥义

本周专题：复盘百年乐高发展，探究泡泡玛特成功奥义。潮玩行业& 泡泡玛特：以乐高为鉴，泡泡玛特成功背后是全产业链一体化的 IP 平台化体系。本周观点：九毛九疫后加速扩张，看好多元化成长潜力。本周研究精要：潮玩文化风靡 Z 世代，泡泡玛特盲盒里藏乾坤。潮玩专题之泡泡玛特：盲盒方寸世界里，Z 世潮玩藏乾坤。金龙鱼：粮油产业一体布局，强渠道创增量空间。投资建议：顺周期主旋律和十四五规划政策利好推动下，建议关注内循环消费中的餐饮、美妆、文旅、酒店等板块，重点推荐海底捞、九毛九。

计算机应用行业：ERP 的进化：BIP 和 EBC 的机会在哪

本周我们梳理了 ERP 行业的发展新趋势，在云计算、大数据、AI 等新技术的推动下，整个社会已经由信息化阶段发展到数智化阶段，企业的核心需求已经不再是流程优化和提高效率，而是如何快速响应市场，进行商业创新，重构发展力。客户需要的不再是流程驱动的 ERP 软件服务，而是数据驱动的商业创新平台云服务，由此传统 ERP 出现了新方向的进阶，目前主要有两大思潮：企业信息化管理的商业创新平台 BIP、整体企业业务能力 EBC 平台。

推荐个股及其他点评

宝钢股份（600019）：出厂价第八个月上调，薄板普涨 400-500 元/吨

盈利预测与投资评级。预测 2020/21/22 年公司营业收入分别为 3105/3649/3850 亿元，增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；净利润分别为 120/170/180 亿元，增速分别为-3.9%/41.8%/6.1%；PE 分别为 10.96x/7.75x/7.31x。考虑公司 PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故维持“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

策略年度报告：东吴策略：股市资金流入几何？——2021 年度策略-资金篇

报告要点：

①展望 2021 年，A 股资金流入趋缓，乐观、中性、悲观三种假设下预计净流入 10481、6113、2233 亿元。②资金流入趋缓主要源于一降一升：供给方面，今年公募基金天量发行，明年流动性趋紧，收益率下行压力下预计公募基金发行有所下降；需求方面，注册制改革大力发展股权融资，预计明年 IPO+再融资规模上升。③资金结构的边际变化主要来自外资，今年外资流入趋缓，随着中国经济复苏及股市领涨全球，大幅提高明年 MSCI 提高 A 股权重的可能，预计明年外资大量流入，消费为代表的价值或将取代科技为代表的成长，细分赛道优质龙头溢价提升。④限售股解禁规模&资本减持占比双升，明年产业资本减持将是重要资金流出，6 月解禁压力最大，规模近 1 万亿，从行业分布来看，主要集中于电子、医药、非银、电气设备等行业。

正文摘要

钱到哪里去：提升直接融资，未来 5 年 A 股直接融资需求约 21 万亿。①资本市场改革不断深化，未来有望全面实行股票发行注册制，提升直接融资占比。基于社融结构中股权融资占比提升，明年乐观、中性、悲观三种假设下 IPO+再融资规模预计 2.3、1.8、1.4 万亿，其中 IPO 为 6600、5280、4125 亿元。②未来 5 年将是中国股权融资黄金年代，假设 2025 年股权融资占比升至 15%，按社融增速 7%假设，21-25 年 A 股 IPO+再融资规模将接近 21.4 万亿，IPO6.3 万亿，年均 4.3、1.3 万亿。

钱从哪里来：引入长期机构资金，未来 5 年约 24.5 万亿增量资金入场。①长期资金是直接融资比重提升的必备前提，借鉴美国，上世纪 70 年代以来养老金和共同基金的崛起推动美股市场机构化。②资管新规到期居民理财搬家，“房住不炒”政策背景下居民资产配置从地产向权益市场转移，预计未来 5 年将带动 24.5 万亿增量资金入市。③政策支持中长线资金入市，预计 2025 年机构投资者持股市值将达到 28.8 万亿，其中公募基金 9 万亿，外资 7.2 万亿，保险类资金 6.3 万亿。

乐观、中性、悲观三种假设下明年资金净流入 10481、6113、2233 亿元。

展望 2021：资金流入。①流动性边际趋紧，收益率下行压力下公募基金发行规模下降，乐观、中性、悲观三种假设下预计明年公募基金净流入 12630、10370、8110 亿元。②政策支持中长线资金入市，险资继续贡献增量资金，乐观、中性、悲观三种假设下预计 2021 年保险资金净流入 5697、3964、2231 亿元。③中国经济复苏及股市领涨全球，明年外资大幅流入，乐观、中性、悲观三种假设下预计明年外资净流入 5100、4450、3800 亿元。④资管新规过渡期延长至 2021 年底，预计明年乐观、中性、悲观三种假设下信托+银行理财+券商资管净流入 6014、3038、762 亿元。⑤居民财富从住房向股票市场转移，乐观、中性、悲观三种假设下预计明年银证转账+杠杆资金净流入 10040、8175、6650 亿元。

展望 2021：资金流出。①乐观、中性、悲观三种假设下预计明年 IPO&再融资净流出 2.3、1.8、1.4 万亿元。②明年 6 月产业资本减持压力最大，解禁规模近 1 万亿，全年主要集中于电子、医药等行业。乐观、中性、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

悲观三种假设下预计明年资本减持净流出 6345、5640、4935 亿元。

风险提示：中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测数据与真实情况或有偏差；部分数据的预测基于不同市场行情假设，或因未来市场行情改变而改变。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收周报：股市流入新兴反超发达，中股债相对流入规模领衔十国——股债资金流向双周报（2020 年第 9 期）

全球债市整体资金流向：全球债券市场继续延续今年 4 月以来资金净流入的趋势，资金净流入规模稳定。11 月第 4 周，全球债市流入资金 88.98 亿美元；12 月第 1 周，全球债市流入资金规模 100.66 亿美元。目前，美国国债市场的定价驱动力有 3 点：（1）当前的全球供应链不畅导致全球出现通胀预期，大量宏观投资者或明或暗的正在做多通胀，表现为大宗商品价格快速上涨，10 年期美债收益率有所抬头；（2）辉瑞，ModeRNA 等疫苗研制机构发布的疫苗商业化进程对新兴市场和发达国家债券市场的资金流出入规模有着至关重要的影响，简化概述为，疫苗进程加速会导致欧美国家 10 年期以上的国债收益率走高，资金流出，转而流入新兴市场国家；（3）欧美国家的经济刺激计划中，12 月到期债务规模较大，预计欧美等新兴国家经济体将会加大债券发行力度，支持其庞大的财政刺激计划，短期来看，利空欧美国家的债券市场。

全球股市整体资金流向：从全球股票市场的资金流出入来看，疫苗利好消息的刺激有所减弱，11 月第 4 周流入 337.66 亿美元，12 月第一周流入 93.99 亿美元，规模边际收窄。目前，全球权益市场的定价驱动力有多点：（1）美国下一轮财政政策执行力度以及有效性。市场预期拜登政府将会加大财政刺激政策的执行力度，然而市场分歧出现在财政政策的方向上：基建还是转移支付。财政政策的支出方向决定了政府开支的传导效应的大小：大基建方向的开支会更加有力于全社会的资本开支，资本开支更容易从基建行业开始传导，蔓延各个行业，最后穿导至消费者，全社会都能获益；然而转移支付的结果就是截然不同的故事：储蓄意愿走强的民众更愿意存钱还债，而不是进行开支，财政刺激政策的效果将更容易超出预期的坏；（2）英国脱欧成为了发达国家市场股市的反面教材，英国脱欧协议前途未卜，12 月第一周英镑美元（USDEUR）期权隐含波动率再度走高，英镑美元汇率也出现大幅下跌，英国经济前景再度陷入阴霾，英国股市或将出现较大的流出；（3）新兴市场国家在欧美国家的经济复苏预期下将会迎来强流入态势，尤其是当前的主流投资者并未将“重返新兴权益市场”纳入眼帘。预计，明年的全球资金流向将会上演“重返新兴市场”。

发达、新兴经济体股债市场资金流向概览：（1）发达国家股票市场资金近两周资金流入动能有所衰退，出现了先扬后抑的情况，11 月第 4 周净流入 272.71 亿美元，12 月第 1 周流入 32.23 亿美元。新兴市场国家资金继续大幅流入，11 月第 4 周净流入 62.46 亿美元，12 月第 1 周流入 59.01 亿美元；（2）另外发达国家 11 月第 4 周净流入 52.51 亿美元，12 月第 1 周净流入 71.63 亿美元；新兴市场国家 11 月第 4 周净流入 35.35 亿美元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

12 月第 1 周净流入 28.40 亿美元。

全球各主要经济体股债市场资金流向概览：从全球股债市场资金流向可以看出，投资者的情绪分化，以及偏好分化较大。目前，中国、日本、中国香港为代表的亚洲国家获得了重大青睐，而欧洲由于二次疫情和英国脱欧的阴霾的笼罩，投资者持有较强观望情绪。目前仅有中国成功控制新冠病毒，经济恢复良好，经济基本面异常强劲，使得中国经济和金融市场成为了全球经济舞台下的“主角”，展望中长期来看，对疫情有力的控制可以使得中国民众恐惧情绪减少，经济运行摩擦成本降低。对比海外的情况，人民币计价资产将会变得更加有吸引力。这吸引了大量的资管机构投资中国的国债市场和权益市场。

风险提示：（1）疫情持续时间超预期；（2）逆全球化超预期；（3）民粹反弹超预期。

（证券分析师：李勇）

固收年度报告：2021 年固定收益策略 PPT一律回岁晚

2021 年债券观点：

2020 年疫情影响，中国经济走出了前低后高，2021 年受到基数效应影响，我们估计一季度 18.6%增长，二季度 8.2%，三季度 6.5%，四季度 5.2%，全年 9%，前高后低的走势，逐个季度减少对长债的压制。

货币政策有宽松的空间：社融 2020 年 10 月达到峰值 13.7%后，一路下行到 2021 年 9 月，对债市创造了政策上的蜜月期，国债地方债发行规模的下行，供给压力比 2020 年减少不少，银行、保险和外资配置力量在 2021 年会更明显的体现。

对债券市场的判断：从全年看，基本面压力逐季度减少（全年 GDP 预计 9%），CPI 低位运行（全年 1.2%），货币政策稳健更加灵活适度，不会收紧，利率存在周期性波动规律。从节奏上来看，二季度机会较大，下行幅度 40-50bp，我们认为年前有 20bp 交易性机会，2021 年存在阶段性机会。

从点位来看，2021 年 10 年期国债中枢为 3.0%，波动范围在 2.8%-3.5%之间。10 年期国开中枢为 3.5%。波动范围为 3.3%-3.9%之间。

风险提示：海外疫情超预期影响；中美关系；货币政策超预期宽松

（证券分析师：李勇）

固收周报：一周策略：国内经济持续复苏，海外形势充满不确定性（2020 年第 47 期）

观点

利率债：本周（12.07-12.13）央行公开市场净回笼 500 亿元，周一进行 500 亿元逆回购 7D 操作，并有 1500 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 600 亿元逆回购 7D 操作，并有 200 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 200 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 100 亿元逆回购 7D 到期。下周（12.14--12.20）央行公开市场 1500 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，近期我国内部需

请务必阅读正文之后的免责声明部分

求端向好，供需循环持续改善，恢复性增长明显加快。国外经济重启进度不及预期，仍然存在不稳定不确定因素。从资金面来看，12 月为传统上财政资金的运用大月，前期财政资金造成的流动性压力有望得到缓解。央行通过此前 MLF 投放稳定资金利率，故预计 12 月资金面或趋于缓和，且利率走势继续延续震荡态势。

信用债：本周一级市场的总发行量、总偿还量较上周均小幅上升，净融资额则在本周呈现出大幅下降。二级市场的交易量在本周同比小幅上升，交易量的主要上升动力来自中期票据和企业债。本周国债收益率涨跌互见，信用债收益率则主要呈下降趋势。本周债市进一步回调，大多数期限和种类的债券信用利差出现收窄。

可转债：（1）经济逐步恢复常态，疫情对冲政策逐步退出。上周央行公开市场净回笼 500 亿元，下周仍有 1500 亿元逆回购到期，整体来看货币政策仍维持灵活适度、精准导向。11 月社融存量同比增长 13.6%，增速较上月回落 0.1 个百分点，预计信用扩张周期将会结束；M2 增速回升至 10.7%，M1 与 M2 剪刀差由上月的-1.4%收窄至-0.7%，表明企业经营持续向好。中共中央政治局 12 月 11 日召开会议，会议认为我国经济运行逐步恢复常态，同时双循环背景下，需求侧改革有望成为下阶段发展的关键。（2）投资策略：受益于气候雄心峰会上的表态，短期光伏、风电等新能源产业链或孕育机会，此外，近期大宗商品上涨相关转债标的，地产后周期板块，以及业绩修复确定性较高兼具性价比的蓝筹股可予以适当关注。中期可关注消费升级及产业升级等领域龙头。长期仍看好新能源汽车、光伏风电等板块，同时仍需时时关注国家政策走向及转债市场的赎回风险。

海外宏观：（1）欧元区货币宽松增量“靴子落地”，欧元后市抬升仍可期。欧央行决议紧急购债计划（PEPP）增加 5000 亿美元，截止期限从原来的 2021 年中延长至 2022 年 3 月，整体符合市场预期；我们认为（a）拉加德看起来比鲍威尔对本区域的经济复苏中期前景更有信心，部分来源于欧洲疫情比美国凸显出更多“可控性”的特征；（b）仍需提防无协议脱欧风险对英镑、欧元相关货比的拖累，当前所有人似乎都在为年底的无协议脱欧做着准备；（2）美国 11 月通胀继续钝化，后市反弹需待二轮纾困“导火索”。（a）美国 11 月核心 CPI 继续偏离美联储 2%平均通胀目标趋势线，M1-M3 在疫情后的快速抬升，尚未转化为实际的核心物价水平的快速抬升，传导延误，私人部门在二波疫情的风险下仍维持谨慎，公共支出仍需维持较高速；（b）联储短期不会考虑“负利率”或者 YCC 等政策，依靠抬升通胀预期降低实际收益率以“宽货币”的策略并没有发生实质性变化，后市 M2、M3 预计会筑顶回落，但对通胀反弹仍可保持乐观。（3）大类资产表现：美元、日元走高；美利率债收益率走低、信用债收益率走高，美收益率曲线边际趋平。具体来看，股市：英＞美＞日；债市：利率债>信用债；汇市：美元>日元>加元>法郎>欧元>英镑；大宗：天然气>原油＞黄金>铜＞白银。

风险提示：利率债：国内疫情二次爆发；货币政策超预期变动。信用债：经济政策超预期，信用违约风险超预期。可转债：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系持续紧张。海外：（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）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业

社服新消费行业周报：复盘百年乐高发展，探究泡泡玛特成功奥义

投资要点

本周专题：复盘百年乐高发展，探究泡泡玛特成功奥义

潮玩行业&泡泡玛特：以乐高为鉴，泡泡玛特成功背后是全产业链一体化的 IP 平台化体系

我国潮玩市场尚处起步阶段，具有增速快、集中度低等特点，19 年市场规模达到 207 亿元，受益于可支配收入及 Z 世代对潮玩文化的热爱，据 Frost&Sullivan 预计，24 年规模将快速增至 763 亿，市场潜力巨大。

复盘乐高近百年发展：乐高创始于 1932 年，其独创“凸起管”拼接积木问世，受到热烈追捧。截至 19 年公司营收 385.4 亿丹麦克朗（05-19 年 CAGR 达 12.9%），归母净利达到 83.1 亿丹麦克朗（05-19 年 CAGR 达 22.1%），在搭建类玩具细分市场占有率超过 65%，为全球第一大玩具龙头。经历数次沉浮，05 年确立 70%通用件+30%灵活件产品比例、改进开发程序以用户需求为导向，有效缩短开发周期，为模具设计与生产节省大量成本同时提振销量，成为低成本标准化创新输出的关键。

通过复盘，我们认为泡泡玛特成功背后是全产业链一体化的平台体系。泡泡玛特 19 年市占率第一，创新地将潮玩与盲盒销结合而风靡；其成长与乐高具有相似特征，在标准化基础上深挖消费需求，有效结合产品创新不断迭代，同时利用营销打造品牌力，持续增强 IP 运营和输出。

本周观点：九毛九疫后加速扩张，看好多元化成长潜力

太二营收复苏良好，预计已超去年同期、翻座率达到 4；疫情下把握铺位出清机遇，新开门店有望超预期。多元化方面，多品牌能力逐步验证，三次增长曲线可期。新品牌“怂”定位年轻人的火锅，品牌调性独特，8 月以来试运营效果良好，有望明年异地扩张。我们预计 20-22 年公司总营收 27.1/48.2/69.6 亿元，同增 1.0%/77.7%/44.2%；预计归母净利润为 1.0/4.3/6.4 亿元，同比增速为-37.2%/+311.8%/+49.4%，当前股价对应动态 PE256/62/41 倍，继续坚定看好公司，维持“买入”评级。

本周研究精要：潮玩文化风靡 Z 世代，泡泡玛特盲盒里藏乾坤

潮玩专题之泡泡玛特：盲盒方寸世界里，Z 世潮玩藏乾坤

国内潮玩龙头泡泡玛特“IP 高效运营+多渠道拓展+引领潮玩文化”构筑深厚护城河，打造“艺术家发掘-IP 运营-消费者触达-粉丝和潮玩文化推广”全产业链一体化平台。在上市后公司将继续增强 IP 输出与运营能力，全渠道拓展消费者触达网络，巩固龙头优势地位。伴随潮玩行业快速发展红利，龙头市占率有望持续提升。坚定看好公司潜力，建议关注。

金龙鱼：粮油产业一体布局，强渠道创增量空间

粮油米面国民品牌产业一体化布局提高附加值，在品牌溢价、渠道掌控力上有显著优势，多元化后盈利能力有望提升，享受估值溢价预计 20-22 年归母净利润同增 33/13/15%，首次覆盖给予“增持”评级。

投资建议：顺周期主旋律和十四五规划政策利好推动下，建议关注内循

请务必阅读正文之后的免责声明部分

环消费中的餐饮、美妆、文旅、酒店等板块，重点推荐海底捞、九毛九。

风险提示：宏观经济波动的风险，行业竞争加剧等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

计算机应用行业：ERP 的进化：BIP 和 EBC 的机会在哪

投资要点

行情回顾：本周计算机行业(中信)指数下跌 4.72%，沪深 300 指数下跌 3.48%，创业板指数下跌 1.58%。本周我们梳理了 ERP 行业的发展新趋势，在云计算、大数据、AI 等新技术的推动下，整个社会已经由信息化阶段发展到数智化阶段，企业的核心需求已经不再是流程优化和提高效率，而是如何快速响应市场，进行商业创新，重构发展力。客户需要的不再是流程驱动的 ERP 软件服务，而是数据驱动的商业创新平台云服务，由此传统 ERP 出现了新方向的进阶，目前主要有两大思潮：企业信息化管理的商业创新平台 BIP、整体企业业务能力 EBC 平台。新一代 EBC 平台基于云原生技术和 PaaS+SaaS 架构，将企业管理边界从内部向内外部扩散延伸，但 EBC 立足点仍然是以企业本身为中心，而不是立足产业互联和打通，本质上仍然是 ERP 的升级。BIP 是为产业互联网赋能的工具，是端到端打通企业上下游的平台，而并非仅采用云原生、微服务架构等技术重写扩充的 ERP。在 BIP 上，通过统一的数据中台形成企业主数据和商品主数据，从而才能实现企业统一账户的形成和统一的画像标签，才能进一步实现上下游信息的一致性和主动推送；而 BIP 统一的业务中台又保证了 BIP 平台的通用性和普适性。所以 BIP 和 EBC 其实已经有非常大的不同，BIP 一开始就定位社会化连接而不是企业单点的云化。EBC 是对传统 ERP 的升级和扩展，所以将带来增量软件服务空间和商业模式的 SaaS 化，关注港股金蝶国际；而 BIP 不仅带来增量软件服务空间和商业模式 SaaS 化，还可以拓展全产业链数据互通共享的增值服务、智能服务，关注用友网络。用友未来两年云业务仍有望保持 70%复合增长，公司在成长的确定性、产品体系格局、业务模式、天花板、估值等五方面均尚待市场进一步认识，是目前云计算白马里远期空间仍然巨大并且偏低估的品种。用友基于以平台化服务、生态化发展为核心理念的 YonBIP，制定了服务超过千万家的企业客户、汇聚超过十万的企业服务的生态伙伴、连接超过亿人的社群，实现千亿营收的发展目标，体现出公司的战略考量和坚定信心。

7 月中旬以来，计算机板块持续调整，板块指数从高点已经回落 22.69%左右。根据三季报披露情况，公募持在计算机板块持仓比例 4.31%，比标配值 4.21%略高 0.10pct。基金重仓持仓合计市值的前五、前十、前二十占持有总市值的 47.9%、66.0%、80.7%，集中度较 2020Q2 进一步提高，除此外大部分公司处于无机构问津状态。计算机行业赛道众多，细分行业难以跟踪，在市场给予确定性较高溢价情况下，包括众多仍然保持不错增长的二线品种，估值不仅远低于同样增速的消费板块，甚至处于历史折价状态。信息化是推动各行各业进步的主要力量，科技也已经成为大国的核心竞争力，中国的科技自立自强之路不会改变，十四五的战略规划也已指明了方向和路径。我们仍然对板块长期乐观，继续重点推荐云计算、信创、网安，标的关注用友网络、安恒信息、启明星辰、美亚柏科、金山办公、奇安信、深信服、广联达、恒生电子、科大讯飞等。信创 Q3 已现业绩拐点，Q4 将进入放量阶段，明年行业口信创将进入放量期。除了疫情延迟党政信创的招标时间，信创产业一直走在逻辑兑现

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的路上，无论是产业规模、时间进程或者是招标进度。由于新会计准则将收入确认调整为终验法，因此 Q3 除了上游的芯片、操作系统略小规模出量，其余环节还没有到业绩大量确认的节点。但是我们也看到，很多信创厂商的资产负债表里的合同负债等在三季度单季已体现出拐点，一般来说，产品类厂商从中标到确认收入需要 3-6 个月的时间，因此我们预计信创板块的整体业绩爆发会从 2020 年 Q4 开始，信创将进入业绩可持续释放和验证的周期，在公司跟踪和股价判断方面的风险将进一步可控。关注中国软件、中国长城、中科曙光、金山办公、太极股份、东方通、神州数码、格尔软件、华宇软件等。

风险提示：信息创新、网络安全进展低于预期；行业后周期性；疫情风险超预期。

（证券分析师：郝彪　研究助理：王紫敬）

推荐个股及其他点评

宝钢股份（600019）：出厂价第八个月上调，薄板普涨 400-500 元/吨

事件：

宝钢股份发布 2021 年 1 月份出厂价，核心产品较 2020 年 12 月全面上调。其中，热轧、普冷、厚板、镀锌和彩涂分别上调 400、500、300、500 和 400 元/吨。

点评：

冷、热轧价格全面新高。冷轧价格连续第 8 个月上调，镀锌和彩涂价格上调超预期，反映汽车家电需求持续回暖；热轧品种经 11 月小幅回调后持续涨回，目前已经显著高于三季度高点。上海冷轧价格自 3 月份开始持续上涨，目前已达到近 5500 元/吨，逼近 2011 年水平；热卷价格超 4400 元/吨，超过 2018 年高点。

出厂价涨幅远远超过成本，毛利仍处显著改善阶段。铁矿石海运到港量自 11 月初下滑后持续回升，港口库存连续 7 个月超过 1.25 亿吨，矿价自 10 月份开始有所回调。11 月铁矿期货均价较 10 月基本持平，公司冷轧、热轧出厂价环比 2.0%、1.0%，因此预计 12 月、1 月份公司理论上的吨盈利水平环比提升幅度仍然较大（按原料库存周期 2 个月左右）。此前市场担心铁矿石涨价会导致钢铁盈利下滑，目前看来可能性非常小。本次涨价原因为需求拉动，景气最高、供需结构最好、弹性最大的便是冷轧类产品。

继续三条逻辑看好公司。1）制造业复苏带来板材供需改善。制造业链条集体复苏，工程机械、家电、汽车产量累计同比大幅上升，对应板材产品需求旺盛，出厂价连续上调。2）涨价具备持续性。需求端，从国内来看，根据历史库存周期经验，制造业复苏至少持续一年半至两年；按照汽车家电行业经验，目前仅仅是三年下跌周期后的小幅恢复，后续持续时间会较长。从海外来看，集装箱制造、造船也在好转，未来一段时间需求衔接良好，疫情恢复后需求绝对水平仍有较大提升空间。供给端，过去两年板材新增产能较少，导致目前相关产品产能利用率普遍进入 85%-95%高位，供需偏紧，可持续性强。3）公司高分红值得关注。近年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

来公司分红比例持续保持 50%左右，股息率 5%。公司三号高炉投产后，资本开支大幅下降，未来有提高分红的可能性。

盈利预测与投资评级。预测 2020/21/22 年公司营业收入分别为 3105/3649/3850 亿元，增速分别为 6.5%/17.5%/5.5%；净利润分别为 120/170/180 亿元，增速分别为-3.9%/41.8%/6.1%；PE 分别为 10.96x/7.75x/7.31x。考虑公司 PE 历史区间 10-30x，PB 区间 0.5-3x，公司估值为历史底位，故维持“买入”评级。

风险提示：原材料铁矿石价格上涨超预期，公司扩产进度不及预期。

（证券分析师：杨件）

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