东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 14 日

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

宏观策略

宏观年度报告：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济

资产配置：前股后债，关注产出缺口修复。2021 年股票和商品仍有望跑赢债券和房地产，并且人民币汇率有望继续升值 3%-5%。节奏上在上半年相对债券超配股票，在年中后增持国债。大宗商品上相对基本金属更看好原油，相对黄金更看好白银。

风险提示：疫苗推广和接种的不达标，货币政策超预期紧缩，拜登政府的关税新政

策略周评：东吴策略·行业风火轮——从估值分化看龙头效应

6 月以来市场宽幅震荡，板块及行业间估值分化整体呈收敛趋势，但从行业内部分化来看存在例外，食品饮料与计算机行业内部估值分化持续扩大。

下半年市场震荡行情中，食品饮料整体估值仍处上行区间，其中龙头公司获得更多认可，估值提升幅度更大。此外值得注意的是，白酒板块一向龙头估值更高，而近期出现了从一线龙头向二三线传导的情况，且小市值公司估值也出现了上涨行情。

7 月以来计算机行业整体呈下跌趋势，但龙头公司估值表现更为稳定，市值前 1/7 公司 PE 与 6 月基本持平，可以看出龙头公司相比其他小市值公司业绩稳定性更强，市场认可度更高，未来龙头公司估值提升的故事仍将继续。

固收金工

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，信用利差收窄

本周（12 月 5 日-12 月 11 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 201 支，总发行量 1963.65 亿元，较上周增加了 344.79 亿元，总偿还量 2236.21 亿元，较上周增加了 683.71 亿元，净融资额-272.56 亿元，较上周减少了 338.92 亿元。

固收深度报告：结构性存款压降：实则打击高息揽储，降低社会融资成本

结构性存款压降效果显著，目前已达成第一阶段目标，但能否在年底前完成目标，仍存在不确定性。压降结构性存款将带来四个方面的影响：加大银行负债端压力，尤其是对中小银行；导致同业存单量价齐升，目前存单发行量趋于平稳，发行利率仍维持在较高水平，存在下行空间；四季度结构性存款价格将有所下降，但下行空间有限，有望改善银行负债成本；优化银行负债端结构，中长期稳定负债需求上升，同业存单发行仍有较大空间。由于套利空间较大，今年年初结构性存款规模大增，监管层打压银行结构性存款，实质是打击高息揽储，降低银行负债成本，从而达到降低社会融资成本的目的，支持企业生产和复苏，促进实体经济发展。

固收周报：风险信息周报（2020.12.07 -2020.12.13）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

负面信息：本周（12 月 7 日-12 月 13 日）负面信息共 5 条。重点关注：永城煤电控股集团有限公司发行的“19 永煤 CP003”兑付风险警示等。

取消发行：本周共有 22 家公司取消发行债券，取消发行规模 165.2 亿。

持有人会议：华远地产股份有限公司于 2020 年 12 月 8 日召开“17 华远地产 MTN002” 2020 年第一次债券持有人会议等。

其他关注信息：陆家嘴子公司涉及重大诉讼正在审理中等。

风险提示：关注发行人风险水平，谨慎对待短期市场波动。

固收周报：利率债周报：资金面或趋于缓和，利率走势继续延续震荡态势（2020 年第 47 期）

本周（12.07-12.13）央行公开市场净回笼 500 亿元，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，随着复工复产的全面持续推进，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。国外由于疫情尚未得到全面有效控制，经济重启进度不及预期，外需边际仍然存在不稳定不确定因素。从资金面来看，由于 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。其次，央行通过此前 MLF 投放对资金面的波动采取一定措施，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，12 月利率债有交易机会。

固收周报：欧宽信用靴子落地，美核心通胀续钝化

（1）股市方面：美股层面，此前公布的初请失业金人数增幅超过预期，失控的疫情导致更多企业受到了限制。而且美国新一轮抗疫纾困刺激措施再度陷入僵局，英国“无协议”脱欧的前景令市场担忧，辉瑞疫苗相关负面消息接踵而至更令市场承压。受此影响，全球股市全面下跌；（2）债市方面：本周信用债收益率边际走高，美国国债收益率边际走低，期限越长的收益率水平收窄越多；（3）大宗商品方面：本周金价冲高回落，因美国达成经济刺激协议的可能性下降，引发了对经济复苏前景的担忧，促使投资者买入避险资产，美债收益率走低也提振了金价。

固收点评：海兰转债：海洋科技龙头企业，技术优势助力发展。

海兰转债于 12 月 11 开始网上申购，总发行规模为 7.3 亿元。海兰转债条款合规合理，上市价格预计在 109.13-123.21 元之间。转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，转股价为 15.16 元/股。下修条款为“10/20、90”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩，建议积极申购。海洋科技龙头企业，技术优势助力发展。公司主营业务为海洋观探测仪器系统和智能船舶系统的研发、生产、销售与服务，智慧海洋新时代，政策支持助力发展。公司营收稳定，经营状况良好。三费占比总体稳定，波动较小。风险提示：宏观经济波动风险、疫情影响市场风险、产业政策调整风险。

固收点评：财通转债：发挥有利区位优势，推进业务全面发展

财通转债（113043.SH）于 12 月 10 日开始网上申购：总发行规模为 38 亿元。财通转债条款合规合理，上市价格预计在 107-121 元之间，转债存续期为 6 年，联合评级为 AAA/AAA，转股价为 13.33 元/股。下修条款为“15/30、80”，有条件赎回为“15/30、130”，无条件回售条款，条款中规中矩，建议积极申购。观点：浙江省直属券商，充分利用区域优势资管业务稳步发展，永安

期货稳居行业龙头业务布局多样化，业绩营收总体稳定。营业利润率行业领先，正股估值处于行业底部。风险提示：宏观经济波动风险、业绩波动风险。

行业

电子行业周报：苹果发布首款头戴式耳机 AirPods Max，持续看好苹果链

北京时间 2020 年 12 月 8 日晚，苹果发布头戴式耳机 AirPods Max。搭载 H1 芯片，共有深空灰色、银色、天蓝色、绿色和粉色五种颜色，售价 4399 元人民币。即日起接受预订，12 月 15 日开始发售。AirPodsMax 设计舒适科学，大幅提高了佩戴体验；采用 H1 芯片，具有 10 个音频核心；续航能力强，提供 20 小时的高保真音频；附加功能多样，还支持设备自动配对、自动切换、音频共享和 Siri 语音助手等功能。

风险提示：汇率波动风险；宏观经济波动；行业竞争加剧。

汽车行业周报：12 月第一周零售同比+26%，全面看多

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）。

电气设备新能源行业周报：2025 和 2030 年非化石能源 20%和 25%，利好光伏和电动车长远发展

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）、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）、当升科技（正极龙头&SK 供应链龙头、海外占比高）

有色金属行业跟踪周报：继续看好工业金属，首选铜箔

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。美财刺激政提升通胀预期，地缘政治风险持续、中东局势动荡凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。标的首选云南铜业、云铝股份；3）长期看好新能源板块。新能源汽车产销持续走强，拉动锂电上游材料需求，6 月份至今各类铜箔普遍涨价 30%，关注超华科技、嘉元科技、诺德股份；锂钴需求高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现。关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

电子行业周报：环球晶圆收购 Siltronic，本土硅片市场亟待破局

随着全球硅片市场的不断发展和国内硅片产业链在自主可控进程中的突破，本土硅片产业链相关标的有望充分受益，建议关注：沪硅产业-U、中环股份、立昂微、晶盛机电、神工股份、扬杰科技、东尼电子、光力科技等标的。

国防军工行业双周报：把握年底配置窗口，重点布局上游新材料、元器件和主机厂

在下游重点装备集中批量列装，行业景气持续提升的背景下，

我们看好军工板块的投资机会，投资主线上建议重点把握：（1）军用新材料：碳纤维复合材料等新材料的需求有望受益于渗透率的提高和武器装备采购数量的增加，推荐光威复材，关注中航高科、菲利华;（2）军用电子元器件：随着武器装备信息水平以及国产化率的提高，市场需求将快速增加，建议优选产品和技术具有竞争优势的标的，推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电子；（3）主机厂：下游主机厂具有景气度风向标意义，建议优选核心产品进入集中服役阶段的行业龙头，推荐中航沈飞，关注洪都航空.基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长确定性强，我们给予行业“增持”评级。

数字金融追踪：招行联手京东，不可低估的 TOP 直销银行

事件：银保监会批复招商银行与京东数科旗下网银在线（北京）商务服务有限公司共同筹建招商拓扑银行，持股比例分别为 70%、30%。该银行将成为国内第二家独立法人的直销银行，未来筹建完成后将申请开业。

通信行业跟踪周报：本周专题：产业互联网已进入快速发展期，持续关注产业数字化转型相关标的

产业互联网链接产业链各个环节，政策不断深化推进。5G 和数字孪生等技术逐步成熟，产业互联网高速成长条件已具备。产业互联网已进入发展快车道，成长空间广阔。

化工行业 2020 年 12 月第 2 周周报：醋酸价格拉升，继续推荐化工顺周期板块

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股万华化学、龙蟒佰利、三友化工、合盛硅业，以及技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

钢铁行业跟踪周报：海外需求恢复拉动黑色暴涨，板材盈利继续扩张

投资建议：继续看好钢铁，首推板材类钢铁股。1）估值历史低位，叠加制造业复苏、出口回升，板材企业基本面中期确定性改善；2）标的：首推宝钢股份（汽车板龙头）、华菱钢铁（中厚板龙头）、中信特钢（制造业用轴承钢龙头），关注新钢股份、河钢资源（铁矿石龙头）、方大特钢（高弹性长材）。

机械设备行业跟踪周报：工程机械销量高增有望开门红，新能源终端需求旺盛利好设备商

【工程机械】11 月挖机销量同比+67%，2021 年有望开门红

【光伏设备】行业利好不断，下游需求旺盛+技术迭代下设备商望持续受益

【锂电设备】中游排产旺盛+下游销量火爆，新能源车成长周期确定利好设备商

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。

宏观策略

宏观年度报告：变局下的风险与红利—新框架看 2021 年中国经济

观点

展望十四五开局之年的中国经济，本文应用杜邦分析构建了一系列 2021 年经济展望的新框架。基于当前市场对各经济变量的预期分歧，我们依次展望其在 2021 年的表现，进而给出我们对于 2021 年货币政策和财政政策的展望，以及资产配置的建议。

出口：竿头日上。2021 年全球经济和贸易低基数下的反弹毋庸置疑，出口值得特别关注的有两点：一是美元走弱、融资环境宽松很可能促进贸易活跃度提升，二是中国出口份额仍将受益于供需错配期间的转移订单和产业链及结构优势，不必担忧疫情明显好转后今年提升的份额就立刻回落。新框架下预计 2021 年出口增速 7%-10%。

基建：平坦化增长。当不再以债务驱动的经济增长去托底经济的背景下，传统的以逆周期要求和社融增长去分析基建投资的视角不再适用，我们试图从专项债视角出发构架基建投资新分析框架：基建投资由经济增速、投向基建的专项债占比、专项债的基建杠杆三维度决定。新框架下预计 2021 年基建投资增速在 1.8%-6.1%左右。

制造业：赶超基建和房地产。2021 年稳定制造业比重将作为经济工作的一项突出任务来抓，因此制造业投资增速主要取决于名义 GDP 增速和制造业投资效率的变化，随着后者的持续提升，预计 2021 年制造业投资增速将回升至 7%-8%，从而超越基建和房地产投资增速。

房地产：迟来的竣工修复。2021 年房地产调控将更趋灵活性和差异性，过度收紧的风险不大。随着前两年大量开工后预售的项目迎来交付，竣工的持续修复将成为房地产投资的主要支撑，预计 2021 年房地产投资的增速小幅回落至 6.0%附近。

消费：后来居上。参考历史经验 2021 年居民可支配收入增速的反弹幅度可能不及名义 GDP，但若疫情在疫苗使用下得到有效控制，居民边际消费倾向将进一步向疫情前的正常水平修复，预计 2021 年居民消费实现 11%-15.5%的增长。

通胀：关注结构性通胀风险。在全球经济共振复苏、低基数的共同作用下，PPI 正在加速走出通缩，预计 2021 年一季度 PPI 重回正增长，年中高点有望破“5”，全年中枢抬升至 1.5%左右。猪周期下行趋势确立的背景下，CPI 全年中枢 1.3%左右整体无通胀，非食品消费品和服务价格共振涨的结构性通胀特征明显。

货币政策：寻找平衡。“十四五”开局之年政策基调或谨慎偏紧，为剩下的四年留足政策空间。稳杠杆的背景下，货币市场利率整体偏紧；随着年中产出缺口逐步弥合，通胀压力渐显，须警惕央行上调逆回购利率的风险；信贷降速已成市场共识，预计 2021 年社融增速为 10.6%，上半年增速下滑会更加明显。

财政政策：从危机应对模式回归常态化。当经济增长从危机走向修复，那么 2021 年财政政策的核心逻辑就是从危机应对模式回归常态化积极财政，当然在政策退出过程中也会考虑政策的延续性与稳定性。狭义赤字

请务必阅读正文之后的免责声明部分

率下调、专项债规模削减、抗疫特别国债退出，预计广义财政赤字规模从今年的 8.51 万亿回落至 6.8-7.1 万亿左右。

资产配置：前股后债，关注产出缺口修复。2021 年股票和商品仍有望跑赢债券和房地产，并且人民币汇率有望继续升值 3%-5%。节奏上在上半年相对债券超配股票，在年中后增持国债。大宗商品上相对基本金属更看好原油，相对黄金更看好白银。

风险提示：疫苗推广和接种的不达标，货币政策超预期紧缩，拜登政府的关税新政

（证券分析师：陶川　证券分析师：王丹　研究助理：赵艺原）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——从估值分化看龙头效应

2019 至今年上半年估值分化持续加剧，流动性宽松主线下成长风格估值进一步提升，板块及行业间分化程度达历史高点。6 月以来市场宽幅震荡，板块及行业间估值分化整体呈收敛趋势，但从行业内部分化来看存在例外，食品饮料与计算机行业内部估值分化持续扩大。

下半年市场震荡行情中，食品饮料整体估值仍处上行区间，其中龙头公司获得更多认可，估值提升幅度更大。此外值得注意的是，白酒板块一向龙头估值更高，而近期出现了从一线龙头向二三线传导的情况，且小市值公司估值也出现了上涨行情。

7 月以来计算机行业整体呈下跌趋势，但龙头公司估值表现更为稳定，市值前 1/7 公司 PE 与 6 月基本持平，可以看出龙头公司相比其他小市值公司业绩稳定性更强，市场认可度更高，未来龙头公司估值提升的故事仍将继续。

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。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

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，信用利差收窄

事件

本周（12 月 5 日-12 月 11 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 201 支，总发行量 1963.65 亿元，较上周增加了 344.79 亿元，总偿还量 2236.21 亿元，较上周增加了 683.71 亿元，净融资额-272.56 亿元，较上周减少了 338.92 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，短融和企业债的发行利率较上周均小幅上升，中票和公司债的发行利率较上周小幅下降。短融的发行利率的上升幅度为 13.05BP，中票的发行利率的下降幅度为 59.97BP，企业债的发行利率的上升幅度为 2.30BP，公司债的发行利率的下降幅度为 52.97BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4944.58 亿元，总成交量较上周 4631.97

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元增加了 312.61 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1686.06 亿元、2683.87 亿元、424.67 亿元、149.98 亿元。

国债收益率：本周各期限国债到期收益率涨跌互见。具体来看，截至 12 月 11 日，1 年期国债收益率为 2.8334%，较上周 2.8708%下降了 3.74BP。3 年期国债收益率为 2.9969%，较上周 3.0348%下降 3.79BP。5 年期国债收益率为 3.1403%，较上周 3.1156%上升了 2.47BP。7 年期国债收益率为 3.3000%，较上周 3.2701%上升了 2.79BP。10 年期国债收益率为 3.2951%，较上周 3.2651%下降了 3.00BP。

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 11 日，大多数期限和种类信用债的信用利差呈收窄趋势；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 2,169.62 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 516.25 亿元、373.81 亿元、356.07 亿元、314.80 亿元、313.12 亿元和 160.12 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、总偿还量较上周均小幅上升，净融资额则在本周呈现出大幅下降。其中，总发行量的主要下降动力来自短期融资券、中期票据和企业债，总偿还量的上升动力来自短期融资券和公司债，净融资额的主要下降动力来自短期融资券和公司债。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。本周央行公开市场净回笼 3500 亿元，下周将有 1500 亿元逆回购到期，下周三将有 3000 亿元 MLF 到期，银行间流动性整体延续偏宽松格局，信用债市场预计接下来仍然以温和状态为主。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，但成交量仅上升 5.57%；房地产行业的交易量涨幅最大，达 28.06%，其次为金融业，交易量涨幅达 21.29%。

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）

固收深度报告：结构性存款压降：实则打击高息揽储，降低社会融资成本

事件

2020 年 1-4 月，银行结构性存款规模快速增长，在 4 月达到 12.14 万亿的峰值水平。6 月 12 日，北京银保监局下发《关于结构性存款业务风险提示的通知》，对结构性存款业务进行规范约束。另有媒体报道称，今年 6 月起各大中型银行陆续收到银保监会的窗口指导，要求继续压降结构性存款规模，在 2020 年 9 月 30 日前压降至年初规模，并在 2020 年 12 月 31 日前逐步压降到年初规模的三分之二。随后的 5 个月，结构性存款规模连续下降。9 月末已经达到“9 月 30 日前压降至年初规模”的要求；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

截至 10 月末，结构性存款规模降至 7.94 万亿，环比下降 11.48%，同比下降 23.21%，距离年底前降至年初三分之二规模的目标，尚有 1.55 万亿的差距。

观点

距离年底目标仍有一定差距，压降压力未减。预计 11-12 月结构性存款总共需要压降 1.55 万亿元，平均每月需要压降 7730 亿元。尽管目前已达成第一阶段的目标，压降效果显著，但从数据中可看出每月的压降规模、压降速度参差不齐，是否能在年底前完成目标，仍存在不确定性。

银行负债端压力加大，中小银行首当其冲。对于结构性存款压降的监管要求，中小型银行面临的负债端压力将明显大于大型银行，原因有二：（1）前 4 个月中小型银行结构性存款增长较多、较快，中小型银行压降更加不易、压降压力更大。（2）中小型银行对结构性存款依赖性更强，这是由于中小型银行自身品牌优势不足，难以只靠活期存款、定期存款等传统存款工具来获取资金，要依靠更多高息揽储工具来吸引储户。

同业存单量升趋稳，价格维持高位运行。同业存单发行规模在 7、8 月份出现大幅增加后，逐渐趋于稳定；同业存单的需求大增带动了同业存单发行利率的持续上行，11 月同业存单发行加权平均利率在 3.16%左右。随着目标考核之日逐渐逼近，预计同业存单利率仍维持在较高水平，存在下行空间。

银行负债成本有望改善。10 月末，结构性存款到期收益率降至 3.2%左右，预计年内将会下调至 3.1%左右，而后进一步下调的空间相对有限。今年前 4 个月，结构性存款规模大幅增加，部分结构性存款有望在年内陆续到期，因此若到期后续作或者重新发行结构性存款，皆能以大大低于现有成本的价格重新定价。此外，银行将通过其它核心存款以及同业存单来承接资金。目前，定期存款利率、同业存单发行利率皆低于结构性存款利率。

银行负债端结构优化。6 月以来，银行核心存款和结构性存款价差收窄，部分资金将从结构性存款中流进核心存款，我们估计今年 5-10 月核心存款承接了约 2 万亿元的压降资金。资金在各类存款中将分布的更均匀，银行资金来源结构将进一步改善。同时，银行对同业存单等中长期稳定负债需求加大，将配置更多同业存单、金融债等中长期负债，根据测算，同业存单发行仍有较大空间。

风险提示：国内疫情蔓延，带动宏观经济下行；货币政策超预期；中美摩擦升温；海外疫情复杂度提升，全球经济重启面临挑战。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.12.07 -2020.12.13）

事件

负面信息：本周（12 月 7 日-12 月 13 日）负面信息共 5 条。重点关注：永城煤电控股集团有限公司发行的“19 永煤 CP003”兑付风险警示；紫光集团有限公司发行的“18 紫光 04”未按时兑付利息；郴州市金贵银业股份有限公司发行的“17 金贵 01”未按时兑付本息；永泰能源股份有限公司发行的“17 永泰能源 MTN002” 未按时兑付本息；博天环境集团股

请务必阅读正文之后的免责声明部分

份有限公司发行的“17 博天 01”本息展期。

取消发行：本周共有 22 家公司取消发行债券，取消发行规模 165.2 亿，较上周有所增加，多家公司考虑近期债券市场波动较大,为合理降低发行利率，取消或延迟发行债券。其中重点关注：20 中海地产 MTN001B 取消发行 10 亿元；20 广州高新 MTN005 取消发行 10 亿元；20 绵阳科发 SCP004 取消发行 5 亿元；20 四川发电 MTN004 取消发行 5 亿元；20 东方广益 01 取消发行 10 亿元；20 宿迁水务 SCP002 取消发行 10 亿元；20 中铁建投 MTN001B 取消发行 15 亿元；20 铜旅 01 取消发行 10 亿元；20 西安浐灞 SCP003 取消发行 5 亿元；20 厦翔业 SCP022 取消发行 5 亿元；20 滨旅 03 取消发行 5 亿元；20 常高新 MTN004 取消发行 10 亿元；20 汇理汽车债 01 取消发行 40 亿元。

持有人会议：华远地产股份有限公司于 2020 年 12 月 8 日召开“17 华远地产 MTN002” 2020 年第一次债券持有人会议；永城煤电控股集团有限公司于 2020 年 12 月 11 日召开“19 永煤 CP003”2020 年第一次债券持有人会议；江苏辉丰生物农业股份有限公司于 2020 年 12 月 7 日召开“辉丰转债”2020 年第二次债券持有人会议。

其他关注信息：陆家嘴子公司涉及重大诉讼正在审理中；海南省农垦投资控股集团涉及重大诉讼及受到涉税处罚；广州富力地产控股子公司涉及重大诉讼进展；中交第一航务工程局公司涉及 6 起重大诉讼；福建省华兴集团子公司涉及重大诉讼；华晨汽车涉及重大诉讼（仲裁）进展情况。

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）

固收周报：利率债周报：资金面或趋于缓和，利率走势继续延续震荡态势（2020 年第 47 期）

观点

本周债市点评及债市策略：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，随着复工复产的全面持续推进，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。国外由于疫情尚未得到全面有效控制，经济重启进度不及预期，外需边际仍然存在不稳定不确定因素。从资金面来看，由于 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。其次，央行通过此前 MLF 投放对资金面的波动采取一定措施，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。

二级市场回顾：本周 R 利率和 DR 利率较上周表现分化。隔夜 R 利率上行 36.51BP，7 天 R 利率上行 1.34BP，14 天 R 利率下行 3.40BP，1 月 R 利率上行 47.64BP。DR001 上行 34.37BP，DR007 上行 9.09BP，DR014 下行 2.77BP，DR1M 上行 71.95BP。SHIBOR 利率较上周表现分化。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

SHIBOR 隔夜利率为 1.4310%，较上周上行 34.50BP；SHIBOR1 周为 2.1780%，较上周上行 6.20BP；SHIBOR2 周为 1.9780%，较上周下行 3.90BP；SHIBOR3 月为 3.0160%，较上周下行 6.70BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所提升，截至 12 月 6 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 419.73 万平方米，较上周增加 14.74 万平方米。其中一线城市成交 94.56 万平方米，二线城市成交 204.82 万平方米，三线城市成交 120.36 万平方米。上周国内乘用车市场零售同比增速有所下降。截至 12 月 6 日，市场日均零售 3.84 万台，同比增速为 26.00%，但较上周零售数量大幅下降。整体来看，车市行情较为低落。本周主要钢材价格表现一致上行，Myspic 综合钢价指数与螺纹钢指数均上涨。截至 12 月 11 日，螺纹钢价格较上周由 4046 元/吨上涨至 4140 元/吨，热轧板卷较上周由 4280 元/吨上涨至 4560 元/吨，圆钢价格较上周由 4150 元/吨上涨至 4258 元/吨，中板价格上周由 4397 元/吨上涨至 4607 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 2.68%，螺纹钢指数上涨 1.06%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 760.80 元，比上周价格上行 72.20 元；焦煤期货结算价 1566.00 元，较上周价上涨 53.00 元。截至 12 月 10 日，有色金属各品种价格表现分化。分品种来看，相比上周，锌价上涨 2.51%，铅价上涨 2.30%，铜价下跌 0.25%，铝价上涨 0.10%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上涨。截至 12 月 11 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 127.35，较上周上涨 2.39%，山东蔬菜批发价格指数收于 146.18，较上周上涨 3.42%。RJ/CRB 商品价格指数和南华工业品价格指数较上周表现均为上行，原油价格有所上涨。12 月 11 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 161.25 点，较上周上涨 0.87%；南华工业品指数收于 2513.10 点，较上周上涨 2.74%。截至 12 月 11 日，布伦特原油期货结算价为 49.97 美元，较上周上涨 1.46%，WTI 期货结算价为 46.57 美元，较上周上涨 0.67%。

风险提示：国内疫情二次爆发；货币政策超预期变动。

（证券分析师：李勇）

固收周报：欧宽信用靴子落地，美核心通胀续钝化

一周观点：（1）欧元区货币宽松增量“靴子落地”，欧元后市抬升仍可期。欧央行决议维持三大政策性利率不变，将其疫情紧急购债计划（PEPP）增加了 5000 亿美元，将该计划的截止期限从原来的 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相对于美国凸显出更多“可控性”的特征；（b）美国劳动力市场再度呈现萎靡，初请失业金人数激增至 85.3 万人，从 11 月非农分项来看，直接原因是公共部门雇佣收缩过快，而私人部门雇佣增量并未跟上所致；（c）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”。我们看到（a）美国 11 月核心 CPI 环比 0.22%，同比 1.65%，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）同期 10 年期 TIPs 再度迫近-1.0%，10 年期名义国债收益率迫近 1.0%，10 年期平准通胀率迫近 2.0%，由于联储短期不会考虑“负利率”或者 YCC

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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。

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。

策略分析

美国：短期美元维持低位震荡，美股在高位震荡基础上缓慢上行，若遇财政落地晚、疫情超预期发展等则会有所回调，美债收益率曲线短期内或存在一定边际趋平的空间；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，欧洲央行再次放款政策，确保流动性和信贷条件保持充足；另一方面无协议脱欧前景不明朗，加上疫情增速上升的趋势使市场避险情绪升温，预计短期内欧元区保持韧性，关注周日脱欧谈判结果；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，维持欧元将面临长期盘整的判断。

原油：短期来看，本周 WTI 和布伦特原油期货都达到了今年三月以来的最高油价水平，高于 50 美元/桶，疫苗方面的持续利好消息使市场对于原油市场信心倍增；本周五，美国 FDA 批准辉瑞的新冠疫苗紧急使用，尽管目前疫苗数量并不能 2020 年底之前带来巨大的变化，但是前景仍然值得期待，进一步帮助原油价格走高，与此同时，本周 EIA 数据显示原油库存激增 1518.9 万桶，远高于预期值，可能在供给侧给油价上升带来压力；中长期来看，全球封锁措施放松，且 OPEC 和俄罗斯等盟友组成的 OPEC+联盟减少供应，不过市场对第二波感染的担忧或也将拖累油价上涨。

黄金：短期来看，本周美国两党针对新冠病毒的经济援助再次陷入僵局，9000 亿的两党财政刺激计划被进一步搁浅，通胀水平未达到预期，金价承压，受无协议脱欧风险影响，美元的避险价值提升，负面影响金价；中长期来看，全球经济缓慢修复“道阻且长”，经济回归常态或仍需时日，但结构性变化、“livewithcoronavirus”的调整无论在供给侧、需求侧都在发生，且全球 QE 放“水”规模或已逐步见顶，支撑黄金长期利好的因素在显著消退中，黄金或易降难升。

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）

固收点评：海兰转债：海洋科技龙头企业，技术优势助力发展。

事件

请务必阅读正文之后的免责声明部分

海兰转债（123086.SZ）于 12 月 11 开始网上申购：总发行规模为 7.3 亿元，扣除发行费用后，将用于“年产智能船舶系统 370 件套及智能感知系统 360 件套项目”、“海洋先进传感器综合智能作业平台项目”、“智慧海洋技术中心建设项目”以及补充运营资金。

海兰转债条款合规合理；上市价格预计在 109.13-123.21 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，转股价为 15.16 元/股。下修条款为“10/20、90”，有条件赎回为“15/30、130”，有条件回售为“30、70”，条款中规中矩。以 6 年 AA-中债企业债到期收益率 6.95%（12/10）计算，纯债价值为 83.16 元，债底保护性尚可。按照 12 月 10 日海兰信的收盘价为 14.98 元，转换平价为 98.81 元,平价溢价率为 1.20%。根据 2020 年 12 月 10 日海兰信收盘价计算，初始转换平价为 98.81 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计海兰转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计海兰转债上市价格约 109.13 元到 123.21 元之间，建议积极申购。

观点

海洋科技龙头企业，技术优势助力发展。公司主营业务为海洋观探测仪器系统和智能船舶系统的研发、生产、销售与服务，产品主要为应用于海洋中的观探测仪器设备、船舶舰艇中的电子产品。公司主要产品同时面向民用和军用市场。2004 年，发行人已取得军标产品质量体系认证等资质。公司技术及行业地位快速发展，部分传统优势海洋电子产品的市场份额已超过 30%，位居行业领先地位。

智慧海洋新时代，政策支持助力发展。近年来，全球已经进入大规模高科技开发海洋的新时期，包括我国在内的许多国家都把海洋综合利用列入国家发展战略。当前，随着我国海洋经济快速发展，海洋电子产品也逐渐走向远洋、深海等环境更加复杂的应用场景，高端海洋电子产品需求正在逐步扩大。报告期内（2016-2020H1）一系列的涉及海洋经济的产业政策相继出台，极大促进了我国海洋强国的建设进程与海洋相关行业的持续健康发展。

公司营收稳定，经营状况良好。报告期内（2016-2020Q1-3），公司营业收入出现小幅波动，整体保持稳定。归属于母公司所有者的净利润分别为 8198.35 万元、10340.55 万元、10566.84 万元、10310.43 万元和 3632.97 万元。2020Q1-3 公司营业收入与归属于母公司所有者的净利润水平较同期有所下降，主要系受到新冠肺炎疫情影响报告期内（2016-2020Q1-3），公司整体资产负债率低于同行业平均水平，公司长期偿债能力较强，整体资产负债结构较为合理。

三费占比总体稳定，波动较小。报告期内（2017-2020H1），公司销售费用率分别为 9.24%、8.76%、9.40%和 11.93%，占比较为稳定。2020Q1-3，公司销售费用占营业收入比重略有上升，主要系与销售有关职工薪酬提高、同期收入规模下降所致。报告期内（2017-2020H1），公司管理费用占营业收入的比例分别为 12.14%、9.42%、10.99%和 15.25%，整体较为稳定。报告期内（2017-2020H1），财务费用分别为-573.38 万元、-1265.57 万元、-873.98 万元和 446.30 万元，较为稳定。

风险提示：宏观经济波动风险、疫情影响市场风险、产业政策调整风险。

（证券分析师：李勇）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收点评：财通转债：发挥有利区位优势，推进业务全面发展

事件

财通转债（113043.SH）于 12 月 10 日开始网上申购：总发行规模为 38 亿元，扣除发行费用后，将用于补充营运资金。

财通转债条款合规合理；上市价格预计在 107-121 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AAA/AAA，转股价为 13.33 元/股。下修条款为“15/30、80”，有条件赎回为“15/30、130”，无条件回售条款，条款中规中矩。以 6 年期 AAA 中债企业债到期收益率 3.75%(12/09)计算，纯债价值为 90.36 元，债底保护性尚可。按照 12 月 9 日财通股份的收盘价为 13.01 元，转换平价为 97.60 元,平价溢价率为 2.46%。根据 2020 年 12 月 9 日财通收盘价 13.01 元计算，初始转换平价为 97.60 元。综合考虑公司基本面、信用评级以及可比转债转股溢价率情况，我们估计财通转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计财通转债上市价格约 107 元到 121 元之间，建议积极申购。

观点

浙江省直属券商，充分利用区域优势。作为浙江本地的证券公司，公司坚持“立足浙江，服务浙江，成为区域性公司，做深做透浙江市场”的发展战略定位，2018 年起，公司实施“深耕浙江”战略，推进重点部位改革，实行全分公司化管理，加大财富顾问队伍建设，转变单一的经纪业务模式，充分发挥分支机构在服务地方实体经济中的业务触角和综合服务前哨作用，充分结合所在区域经济发达的特点，深耕浙江省内市场需求，在浙江省内有较高的网点覆盖度，在证券经纪业务领域形成了明显的区域优势，并逐步走向全国化经营发展道路。

资管业务稳步发展，永安期货稳居行业龙头。2017 年度、2018 年度、2019 年度及 2020 年 1-6 月，公司资产管理业务分部营业收入分别为 88,325.09 万元、79,578.87 万元、124,348.33 万元和 74,458.37 万元，占营业收入的比例分别为 21.99%、25.12%、25.11%和 25.82%。报告期内，财通证券资管业务快速发展，资产管理规模、业务收入、行业地位均有所提升。永安期货多年以来，客户权益、净资本、净资产、净利润和手续费收入等关键指标均处于期货行业前列，市场地位突出。

业务布局多样化，业绩营收总体稳定。公司主要从事证券经纪业务、投资银行业务、证券自营业务、证券信用业务以及研究业务。此外，公司通过子公司财通证券资管开展证券资产管理业务；通过子公司财通资本开展私募股权基金管理等相关业务；通过子公司财通创新开展另类投资等相关业务；通过子公司财通香港及其子公司开展境外证券经纪、资产管理、投资银行和机构融资等业务；通过参股公司永安期货开展商品期货经纪、金融期货经纪、期货投资咨询、期货资产管理等业务；通过参股公司财通基金开展基金管理等业务，总体业务布局多样化。

基本面总体稳健，正股估值处于行业底部。财通证券基本面总体来看比较稳健，营收能力较强。根据 2020 年三季报的数据，财通证券市盈率（TTM）位于上市以来的底部区域，最新市盈率数据为 19.04 倍，并且在行业中也处于较低水平，正股估值较低。

风险提示：宏观经济波动风险、业绩波动风险

（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

电子行业周报：苹果发布首款头戴式耳机 AirPods Max，持续看好苹果链

投资要点

北京时间 2020 年 12 月 8 日晚，苹果发布头戴式耳机 AirPodsMax。搭载 H1 芯片，共有深空灰色、银色、天蓝色、绿色和粉色五种颜色，售价 4399 元人民币。即日起接受预订，12 月 15 日开始发售。AirPodsMax 设计舒适科学，大幅提高了佩戴体验；采用 H1 芯片，具有 10 个音频核心；续航能力强，提供 20 小时的高保真音频；附加功能多样，还支持设备自动配对、自动切换、音频共享和 Siri 语音助手等功能。

华为正式发布 MateStation，进一步布局商业 PC：12 月 8 日，华为在位于北京的北研所召开商用 PC 新品发布会，正式发布了旗下首款台式机 MateStationB515，一起发布的还有配套的 23.8 英寸显示器、静音键盘鼠标。MateStationB515 售价 4498 元起。华为 MateStationB515 的显示器和主机也可以单独购买，23.8 英寸宽屏显示器售价为 899 元，主机售价 3599 元起。

荣耀即将获得高通芯片供应：12 月 10 日，据《深网》报道称，一位接近高通的消息人士表示，高通与荣耀的谈判进展非常乐观，双方已经接近达成供应合作。

小米 11 正式入网公示：12 月 8 日，小米 11 已经正式入网公示。入网的信息显示，小米 11 标配了全新的充电器，支持 11V5A 最高 55W 快充。其他配置上，小米官方已经宣布，小米 11 将全球首发骁龙 888 移动平台。

建议关注：蓝思科技、鹏鼎控股、环旭电子、东山精密、长信科技、安洁科技、信维通信、长盈精密等。

风险提示：汇率波动风险；宏观经济波动；行业竞争加剧。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

汽车行业周报：12 月第一周零售同比+26%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 4.4%，跑输大盘 1.1pct。所有汽车子板块呈下跌形态，SW 商用载货车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 18，排名靠后。估值上，整体有所下跌，SW 商用载货车幅度最大。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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

景气跟踪

销量：12 月 1-6 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。12 月 1-6 日乘用车零售销量日均 38366 辆，同比上升 26%，月度累计零售销量日均 38366 辆，同比上升 26%。12 月 1-6 日乘用车批发销量日均 41413 辆，同比上升 7%，月度累计批发销量日均 41413 辆，同比上升 7%。

库存：11 月传统乘用车企业库存+1.5 万辆，企业累计库存为-46 万辆，渠道库存预计季节性小幅去库。

价格：11 月折扣率小幅增加。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。11 月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 11.33%，环比 11 月上旬+0.14pct。2）大部分车企 11 月下旬折扣率小幅增加，折扣率增加前五的车企是广汽乘用+长城汽车+东风本田+上汽通用+长安福特，豪华品牌折扣率降低明显。

重点关注

12 月 8 日，丰田汽车在欧洲成立出行服务企业 KintoEurope。12 月 9 日，长城汽车或推全新子品牌“SL 项目”，主打高端智能新能源汽车。12 月 10 日，奔驰汽车发布全新电动驱动平台，将成为下一代 eSprinter 车型的技术基础。12 月 11 日，奥迪电动车项目 Artemis 正式成为一家独立公司，新车最早 2024 年上路。

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）

电气设备新能源行业周报：2025 和 2030 年非化石能源 20%和 25%，利好光伏和电动车长远发展

投资要点

电气设备 7216 上涨 0.75%，表现强于大盘。风电跌 3.71%，发电及电网跌 2.72%，发电设备涨 1.48%，光伏涨 4.17%，新能源汽车跌 1.7%，核电跌 3.91%，锂电池涨 0.15%，工控自动化跌 1%。涨幅前三为大豪科技、锦浪科技、容百科技；跌幅前五为深圳惠程、正泰电器、S 蓝谷、融钰集团、杭锅股份。

行业层面：电动车：11 月电动车销 20 万辆，同环比+105%/24%，全年预期超 130 万辆；11 月国内装机电量 10.6gwh，同环比+69%/81%，其中宁

请务必阅读正文之后的免责声明部分

德装机 5.2gwh，占比 49%；特斯拉上海 11 月交付 2.2 万辆，环增 78%；上海特斯拉将生产高性能版 Model3，预计明年 Q1 开始交付；广汽与百度签署战略合作协议，探索智慧出行解决方案；小鹏汽车增发募资 21.6 亿美元，创中概史上最大规模首次股票增发；理想汽车计划推出纯电动车型，并将搭载最新的纯电技术平台；大众（安徽）公司揭牌，将投 200 亿建 MEB 新厂；澳大利亚 IGO 正考虑从天齐锂业手中收购 Greenbushes 锂矿的控股权；新能源：习大大宣布，到 2030 年中国单位 GDP 二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%+，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%；拜登宣布，39 天后美国将重新加入《巴黎协定》；今年我国新增光伏装机量预计达 35GW，“十四五”规划目标远高于“十三五”；欧盟成员国同意将 2030 年温室气体减排目标由 40%提高至 55%；中广核拟投建山西阳泉 1GW 风光储项目；极电光能大面积钙钛矿光伏组件效率再创新高，转换效率达 18.49%。工控&电网：国家电网白鹤滩-江苏±800kV 特高压直流工程开工。

公司层面：天合光能：公布激励计划拟向 479 人授予限制性股票 3000 万股，占总股本比例为 1.45%。股权激励目标值为 20-22 年净利润 11.9、22.9、34.5 亿元，每年至少完成指标的 80%才能触发激励，完成度为公司归属系数。在公司业绩目标至少达到触发值的情况下，激励对象当年实际归属的限制性股票数量=个人当年计划归属的数量×公司归属系数×个人归属系数。通威股份：12 月 8 日完成向 16 名特定对象非公开发行股票登记手续，共募集资金 59.43 亿元，发行后总股本 45.02 亿股，定增价为 28 元/股。新宙邦：1）拟以支付现金的方式购买延安必康所持有的九九久 74.24%股权，交易价格为 22.27 亿元；2）拟在南通投资 2.5 万吨新型电子化学品，投资金额预计 7000 万元，建设周期 1 年。投产预计年均销售收入 1.46 亿元。年均净利润 2104.09 万元。璞泰来：非公开发行 0.51 亿股新股，发行价格为 90.55 元/股，发行对象包括上汽颀臻（上海）资产管理有限公司等。永福股份：股东博宏投资、恒诚投资、博发投资拟将其所持有的 1457 万股转让给宁德时代，占总股本比例为 8%。中来股份：1）张育政不再担任董事、副总经理，张超不再担任董事会秘书及副总经理；2）子公司泰州中来 TOPCon 电池量产转换效率已达到 24.5%，是国内最高的量产效率。

投资策略：在爆款车型和年底退坡情况下，11 月销售 20 万，12 月有望历史新高，12 月排产环比增 5%以上超预期，供应链总体偏紧，全年销量到 135 万以上，明年国内预计 200 万+，同增 50%+；11 月欧洲主流注册超 14 万，同环比+227%/+13%，再次大超预期,今年上调至 120 万，同增 100%+，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，今年国内装机估计 40GW 左右，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，11 月好转加速，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%+），海上风电持续增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）、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）、当升科技（正极龙头&SK 供应链龙头、海外占比高）、华友钴业（钴盐龙头、正极前聚体龙头）、通威股份（硅料和 PERC 电池龙头、硅料价格坚挺）、锦浪科技（组串式逆变器龙头、业绩超预期高增长）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、亿纬锂能（锂原&动力锂电龙头、电子烟投资收益极高）、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）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、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）、雷赛智能（控制卡和步进系统龙头、伺服全面起量）、国电南瑞（二次设备龙头、电力物联网受益）。建议关注：中信博、固德威、容百科技、比亚迪、三花智控、赣锋锂业、天齐锂业、爱旭股份、欣旺达、福莱特、良信电器、天合光能、嘉元科技、天奈科技、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）

有色金属行业跟踪周报：继续看好工业金属，首选铜箔

投资要点

行情回顾：本周沪深 300 指数下跌 3.48%，有色金属（申万）指数下跌 4.46%。铜、铝、铅锌、黄金、小金属、金属新材料涨幅分别为-6.00%、-5.10%、-5.98%、-6.13%、-4.76%和-3.43%。个股涨幅前五的公司为 ST 中孚、西部超导、菲利华、嘉元科技和*ST 利源。

行业跟踪：

基本金属：本周铜价震荡，涨至高位回落，市场情绪波动明显,下游接货情绪不高；铝价铝价小幅上涨，下游畏高情绪重，按需采购，成交一般；本周铅价整体呈高位回落，市场交易尚可;本周锌价锌价继续上行，当前锌供给紧张的格局不变；本周沪锡大幅上升冲破年内高点。

贵金属：本周黄金价格小幅回升。地缘政治局势紧张，美国新一轮经济刺激法案正在酝酿，黄金抗风险抗通胀属性得到体现。

稀土：本周镨钕市场整体震荡偏弱，氧化镨钕现货偏紧格局仍存，谨慎少量采购为主；本周中重稀土主要产品整体报价弱稳，成交未及预期，镝钬钆铒价格偏弱，铽稳中偏强运行。

小金属新材料：本周镁锭市场盘整向好；锰铁市场稳中偏强，市场信心较强；电解锰大幅上涨；钒合金市场震荡偏强运行价格继续探涨。

新能源：本周铜箔价格维持上涨趋势，6、8μm 铜箔分别环比 2%、7%；工业级、电池级碳酸锂价格上涨，氢氧化锂价格不变;本周电解钴现货价格持稳、四氧化三钴价格弱稳，下游需求减幅未及预期。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资建议：1）疫情导致的宽松货币政策主基调不变，关注贵金属回调后机会。美财刺激政提升通胀预期，地缘政治风险持续、中东局势动荡凸显贵金属配置价值。标的关注龙头赤峰黄金、紫金矿业等；2）国内宏观经济持续复苏，看好工业金属。标的首选云南铜业、云铝股份；3）长期看好新能源板块。新能源汽车产销持续走强，拉动锂电上游材料需求，6月份至今各类铜箔普遍涨价 30%，关注超华科技、嘉元科技、诺德股份；锂钴需求高速增长，随着供给端收缩，库存不断去化，标的天齐锂业、赣锋锂业、华友钴业。4）下游 5G、军工等逆周期领域逐步发力，上游材料迎来需求爆发及业绩兑现。关注博威合金、楚江新材、宝钛股份、西部超导、应流股份等。

风险提示：经济增长不及预期；美国流动性转向。

（证券分析师：杨件）

电子行业周报：环球晶圆收购 Siltronic，本土硅片市场亟待破局

投资要点

2020 年 12 月 10 日，环球晶圆宣布同意以 37.5 亿欧元收购德国硅片制造商 SiltronicAG，并与其签订商业合并协议（BCA），预计 2021 年下半年完成收购，此次的收购合并完成后，环球晶圆有望成为全球最大硅片制造商。

广泛的应用市场和大尺寸升级趋势推动硅片市场不断发展：硅片涵盖了 50mm-300mm（直径）等规格，其中，200mm 及以下硅片的生产工艺较为成熟，且相关半导体制造产线的多数设备已完成折旧，制造成本优势明显，在逻辑芯片、模拟芯片、光电器件和分立器件等领域应用广泛。同时，为了进一步降低生产成本和提升生产效率，硅片朝 300mm 及以上的方向不断发展，在同等工艺条件下，300mm 硅片的可使用面积超过 200mm 硅片的两倍以上，可使用率是 200mm 硅片的 2.5 倍左右，目前，300mm 硅片在 CPU、GPU、DRAM 等先进制程芯片领域广泛应用。

全球特别是中国半导体制造规模的不断扩张，显著提升了硅片市场需求：半导体制造是硅片的主要下游应用市场，90%以上的半导体芯片需要使用硅片进行生产。当前，国内晶圆建厂潮愈演愈烈，半导体制造产线规模加速扩张。在 2017~2020 年间，全球将有 62 座新建晶圆厂投入营运，其中我国大陆地区新建晶圆厂 26 座，占比达 42%。未来，我国在半导体制造环节有望继续保持高强度投入，有望带动半导体制造产能持续提升，2022 年，我国大陆地区的半导体制造产能有望超过韩国，跃升为全球第二，仅次于我国台湾地区，届时大陆地区的半导体制造产能将达 410 万片/月，在全球半导体制造产能的占比达 17.15%，2019-2022 年我国大陆地区半导体制造产能的 CAGR 为 14.81%，显著高于同期全球半导体制造产能的增长（CAGR=7.01%）。随着下游半导体制造环节的陆续投产，配套的硅片市场需求有望同步提升。

全球硅片市场整体呈现稳步增长，市场集中度较高：受益于计算机、移动通信等下游应用领域市场的持续增长，以及人工智能、物联网等新兴应用领域的快速发展，半导体应用市场需求强劲，硅片市场规模不断增长。目前，全球硅片市场主要由海外和台湾厂商占据，市场集中度较高，根据 SEMI 的数据，2018 年，日本信越化学、日本 SUMCO、中国台湾环球晶圆、德国 Siltronic、韩国 SKSiltron 的市场份额分别为 27.58%、24.33%、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

16.28%、14.22%、10.16%，CR5 达 92.57%。

投资建议：随着全球硅片市场的不断发展和国内硅片产业链在自主可控进程中的突破，本土硅片产业链相关标的有望充分受益，建议关注：沪硅产业-U、中环股份、立昂微、晶盛机电、神工股份、扬杰科技、东尼电子、光力科技等标的。

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）

国防军工行业双周报：把握年底配置窗口，重点布局上游新材料、元器件和主机厂

投资要点

核心组合推荐：【光威复材】【火炬电子】【鸿远电子】【中航沈飞】

最新行业观点：

行业景气将持续上行，积极把握年底前布局窗口：（1）在全面加强练兵备战，确保实现建军百年奋斗目标的背景下，十四五将是我军武器装备现代化建设的关键窗口，新型重点武器装备列装、换装步伐将明显加快，带动行业景气度持续上行。（2）军工行业具有计划性强的特点，新一轮军队建设、国防科技工业发展五年规划正在编制，十四五开局之年的武器装备生产任务将在 2020 年年底前陆续下达，将为判断军工企业 2021 年业绩、优选投资标的提供重要参考。（3）随着军工板块资产质量不断提高，板块的表现与基本面的相关性更加明显的同时，军工板块仍具有较强的贝塔属性，历史年份中一季度军工指数往往能够取得超额收益，因此临近年底的当前时段是布局军工板块的理想窗口。

重视率先反映行业景气的新材料和电子元器件等上游领域：（1）武器装备研制的配套关系决定了行业景气变化将在产业链上游最先得到反映，相对于下游主机厂上游环节盈利能力更强，优质标的业绩具有更高成长性。（2）军用新材料、军用电子元器件等领域 2020Q3 的财务数据已反映行业需求快增加的趋势，随着武器装备订单的逐步落地，重点装备需求快速扩张的趋势将在上游环节进一步得到验证。（3）军用产品具有明显的性能导向特点，新型武器装备往往大量采用新材料和新型元器件以提高作战性能，其中具有产品渗透率提高和国产化替代能力的企业将表现出更强的业绩弹性。

武器装备总装制造进入壁垒高，主机厂有望受益于重点装备放量与行业的改革：（1）武器装备的总装制造环节进入壁垒高，市场几乎全部由国有企业垄断，主机厂作为产业链中最早感受行业需求变化的环节，有望直接受益于武器装备采购量的增加。（2）军品定价机制改革、股权激励等行业改革陆续落地，武器装备采购模式也有望发生变化，将有助于提高主机厂的盈利能力和经营效率。

投资主线：

请务必阅读正文之后的免责声明部分

在下游重点装备集中批量列装，行业景气持续提升的背景下，我们看好军工板块的投资机会，投资主线上建议重点把握：

（1）军用新材料：碳纤维复合材料等新材料的需求有望受益于渗透率的提高和武器装备采购数量的增加，推荐光威复材，关注中航高科、菲利华。

（2）军用电子元器件：随着武器装备信息水平以及国产化率的提高，市场需求将快速增加，建议优选产品和技术具有竞争优势的标的，推荐火炬电子、鸿远电子，关注宏达电子；

（3）主机厂：下游主机厂具有景气度风向标意义，建议优选核心产品进入集中服役阶段的行业龙头，推荐中航沈飞，关注洪都航空；

基于军工行业景气度持续提高、核心军工企业业绩增长确定性强，我们给予行业“增持”评级。

风险提示：军品订单释放进度不及预期；军品交付及收入确认进度不及预期。

（证券分析师：陈显帆）

数字金融追踪：招行联手京东，不可低估的 TOP 直销银行

事件：银保监会批复招商银行与京东数科旗下网银在线（北京）商务服务有限公司共同筹建招商拓扑银行，持股比例分别为 70%、30%。该银行将成为国内第二家独立法人的直销银行，未来筹建完成后将申请开业。

投资要点

直销银行即互联网银行，通过线上低成本运营为客户提供更优的产品。

直销银行（DirectBank）没有物理网点、不发放实体银行卡，完全采用线上化经营模式。海外从 90 年代起探索直销银行模式，而国内主要由于 2013 年互联网金融兴起，迫使传统商业银行陆续设立直销银行部门。同时，区域型城、农商行非常迫切地希望利用直销银行的线上渠道，突破自身经营区域限制。我们统计目前上市银行中，已有多达 31 家探索过直销银行模式，而在手机 APPStore 中能够搜索到至少 70 家以上直销银行。

国内第一家独立法人的直销银行是 2017 年开业的中信百信银行，由中信银行（持股 70%）和百度（持股 30%）联合设立。与此同时，我国目前还有 19 家民营银行（多数为大型互联网集团参股设立），由于民营银行受监管政策约束只能设立 1 家网点，所以实操层面也基本通过互联网线上运营，我们认为实质上和独立法人的直销银行没有区别。

这次招商银行与京东合作设立的直销银行，是银保监会批复的国内第二家独立法人直销银行，招商银行 2018 年 3 月已经公告过合资设立直销银行的议案，我们预计招商拓扑银行将在 2021 年正式开业。实际上，2018 年以来不少银行都公告过要设立直销银行，但过去三年监管审批很审慎。

从金融模式角度，直销银行与传统银行相比，线上运营成本更低、用户体验更便捷，能提供吸引力更好的存贷款或理财产品（例如收益率更高），商业逻辑是追求薄利多销。从用户使用角度，直销银行与线下传统银行、手机银行的主要区别，就是不用开立新账户，用户只要在线上绑定常用

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的银行卡就能使用服务。当然，用户也可以选择在直销银行线上开立新账户，不过只能开立 II、III 类户，功能权限少于现场开立的 I 类账户。

为何国内探索直销银行模式并不成功？核心掣肘是流量劣势与机制约束。

从客观的经营成果来看，我们认为国内传统银行探索直销银行的成绩并不理想，也许大部分用户很难区分手机银行与直销银行 APP，原因在于我国独特的金融发展历程与金融环境。

①流量劣势：我国商业银行本身就没有流量优势，更没有场景，流量都在互联网巨头，大型互联网公司是先拥有流量，再通过金融服务变现，而传统银行是希望通过直销银行获取流量、拓展增量客户。然而，C 端流量竞争本身异常激烈，银行产品又天然同质化，很难有特色，因此商业逻辑存在瑕疵。而且，国内互联网金融高度发达，支付、理财、信贷都能在线上非常便利地操作，而直销银行的功能和互联网金融明显重叠，所以很难效仿海外，将银行服务简单地搬到线上就能获取增量客户。从这个角度来看，传统银行与互联网巨头合作发展直销银行可能是更现实的选择。

②机制约束：为什么直销银行部无法提供明显更有吸引力的产品？原因在于其本质上只是商业银行内部的一个创新部门，而银行的整体核心诉求是沉淀低成本负债（活期存款等）。那么如果直销银行部为客户提供收益率更高、兼具流动性的新产品，可能会影响存款的留存，又或者影响理财的销售，部门之间存在利益冲突。从这个角度来看，独立法人的直销银行不存在内部利益冲突，发展更有优势。

直销银行目前的产品货架仍然相对单薄，民营银行则热衷于互联网贷款业务。

中信百信银行作为首家独立法人直销银行，已经正式运营三年，2019 年末总资产达到 589 亿元（其中贷款 372 亿元），首次全年实现盈利 1976 万元，2020 年 9 月末用户数已经突破 4250 万，同时近期筹划增资扩股并引入新的战略投资者——加拿大养老基金。百信银行的初始定位是服务个人及小微用户，也就是普惠金融，所以业务包括财富管理、消费信贷、汽车金融、小微金融等。在百信银行 APP 中，我们看到财富管理主要推介本行的高利率定期存款（3 年期、年利率 4%的智存通），同时也代销第三方的银行理财、资管、信托、保险等产品，贷款则推介消费贷“好会花”。不过，总体上百信银行 APP 的产品种类并不算丰富，相比之下，蚂蚁、腾讯等互联网巨头的金融平台产品琳琅满目。

民营银行的特征更鲜明，热衷于互联网贷款业务，尤其是盈利丰厚的消费贷款。我们前期重点研究数字信贷产业，微众银行（腾讯系）、网商银行（蚂蚁系）、新网银行（小米系）等都是主流玩家。互联网贷款产业里，微众银行与网商银行主打联合贷模式（与合作商业银行共同出资），但前者聚焦 C 端消费贷款，后者主做小微贷款；新网银行既做联合贷，也作为出资方承接其他互联网机构的助贷业务。由于百度旗下也有互联网贷款平台“度小满金融”，所以百信银行也会作为主要出资方，与重庆百度小贷公司联合出资，投放消费贷款。不过，近期互联网贷款监管全方位收紧，尽管民营银行有牌照优势，但监管约束仍然会抑制行业增长，民营银行需要考虑未来的业务重心如何调整。

我们为何鲜明看好招商拓扑银行前景？招行与京东的资源优势互补、定

请务必阅读正文之后的免责声明部分

位完美匹配。

①百信银行的股东里，百度在互联网巨头中流量、场景都相对弱势，而中信银行则长期聚焦对公业务，对公资源与互联网 C 端流量的融合有没有化学反应？未来仍有待观察。不同的是，招商银行作为零售之王，本身手握品牌、用户、产品、服务优势，而且在传统银行中已经成功打造了自带流量的头部零售金融平台，招商银行最重视的北极星指标 APP 月活跃用户（MAU）在 2020 年中已经达到 9891.50 万人，招商银行 App 上半年人均月登录次数 11.31 次。另一方面，京东拥有庞大的 4.42 亿活跃用户，而且在互联网巨头中，京东的客户层级和招商银行的客户定位比较匹配。此外，京东数科也服务超过 100 万家小微商户、超过 20 万家中小企业、超过 700 家大型商业中心，用户积累与数据积淀可能助力招商银行拓展小微客户、提高风险定价能力，这可能也是监管层更看重的方向。

②在零售端，招商银行目前已经搭建成全产品体系的零售金融平台，截止三季度末，零售客户资产 AUM 较期初增长 15.2%至 8.63 万亿元，零售客户数量较期初增长 7.6%至 1.55 亿人。其中，金葵花及以上客户（月日均总资产 50 万元以上）的客户数量较期初增长 13.8%至 301.32 万户，AUM 增长 16.4%至 7.08 万亿元，显然中高净值客户的增速高于平均，客群质量仍在升级。未来，如果招商拓扑银行能够融合招商银行的产品与服务、京东生态圈的用户及数据，将对整个招商银行零售金融带来强大的资源推动。

③需要强调的是，这次合作对于京东或许更加关键。目前，互联网巨头中唯有京东尚未布局银行牌照，但决策层对金融科技的监管力度正在加速收紧，前所未有的严监管形势下，获批直销银行牌照（并且与头部银行合作），能够很大程度上减轻金融业务的监管压力。无论考虑微观层面的信贷、财富管理、支付等具体业务，还是考虑宏观层面，京东系长远的数字金融布局，这一次的合作落地对京东来说都是重磅利好。

京东数科的金融科技服务于 C 端和小 B 端，京东白条“商家赊账”模式颇具特色。

京东数科将自己的业务架构划分为金融机构数字化解决方案、商户与企业数字化解决方案、政府及其他客户数字化解决方案。如果我们从产品与服务层面更直观划分，基本可以分类为：i）连接 C 端用户与金融机构的互联网金融业务，包括京东金条、财富管理、信用卡推荐、保险销售；ii）服务于商户的京东白条、收单及会员管理、票据平台；iii）服务于政府的一些智慧解决方案。互联网金融业务中，京东数科也提供金融科技的输出服务，但本质上仍然是流量变现的商业逻辑。

从具体的商业模式来看，京东金条、财富管理、保险销售等互联网金融业务与蚂蚁的借呗、财富管理等业务模式相似。不过，京东白条的商业模式颇具特色，虽然消费者使用起来都类似信用卡，但京东白条采用“商家赊账”模式，大部分情况下没有金融机构参与其中，这与蚂蚁花呗的“金融机构贷款”模式显著不同。规模方面，根据陆金所披露的互联网金融 TOP5 数据，我们判断京东的贷款、财富管理规模也都达到数千亿级别。

投资建议：坚定推荐最佳金融股——招商银行，同时看好银行股修复行情。对于招商银行，我们长期作为核心龙头金融股坚定推荐，此前在报告中我们建议招商银行目标价 48.77 元/股，对应估值约 1.70x2021PB，维

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持目标价不变。对于银行板块，我们认为银行股的修复行情将延续半年，估值修复领先于基本面的财务指标，重点推荐低估值的建设银行及核心零售银行平安银行、宁波银行。此外，建议投资者关注估值处于历史底部、基本面有所企稳的上海银行、浦发银行。

风险提示：1）对金融科技的监管政策超预期收紧；2）互联网贷款信用风险爆发；3）银行贷款利率持续下行，利差快速收窄。

（证券分析师：马祥云　研究助理：陶哲航）

通信行业跟踪周报：本周专题：产业互联网已进入快速发展期，持续关注产业数字化转型相关标的

投资要点

本周策略观点：1、产业互联网链接产业链各个环节，政策不断深化推进。产业互联网能够重塑产业链，解决生产痛点，提升生产效率。当前政策不断深化，十四五规划尤其强调要推进数字产业化和产业数字化，预计未来政策利好仍将持续。2、5G 和数字孪生等技术逐步成熟，产业互联网高速成长条件已具备。一方面，5G 技术提供低时延、海量连接和大带宽的应用场景；另一方面，数字孪生能够实现物理世界的生产在数字世界的重构和映射，当前产业互联网的技术前提已经基本具备。3、产业互联网已进入发展快车道，成长空间广阔。消费互联网在 2G 和 3G 迭代期高速发展，受益技术成熟，产业互联网在 5G 时期进入快速发展期，行业未来成长空间广阔，建议持续关注产业互联网相关标的投资机会。

行业动态及点评：三季度全球服务器市场的供应商收入同比增长 2.2%，中国市场增速最快；上海市委书记指出：城市数字化转型成为上海未来发展方向；四川路桥、阿里云（联合体）中标成都至宜宾高速公路工程数字高速公路系统项目。

行业前瞻：2020 激光雷达前瞻技术展示交流会（2020.12.15）、2020 通信产业大会（2020.12.17）

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、数据港、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；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；国网信息化：恒华科技、朗新科技；工业互联网：工业富联、威胜信息；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）指数下跌 5.30%；沪深 300 指数下跌 3.48%；行业跑输大盘 1.82pp；东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 2.82%，年

请务必阅读正文之后的免责声明部分

初至今上涨 25.07%。

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）

化工行业 2020 年 12 月第 2 周周报：醋酸价格拉升，继续推荐化工顺周期板块

投资要点

本周板块表现:本周上证综指报收 3,347.19，本周累计下跌 2.83%，深证成指本周下跌 3.36%，化工板块（申万）下跌 2.63%。

本周锂电概念表现强势：本周化工板块涨幅居前的个股有华软科技、新宙邦、天赐材料、澳洋健康、华西股份、拉芳家化、同德化工、ST 昌九、凯美特气、ST 南风。本周锂电板块表现强势，新宙邦、天赐材料等锂电材料涨幅较高，此外疫苗冷链概念澳洋健康涨幅居前。

库存周期推动涨价潮，经济复苏预期提振市场情绪：本轮周期回升的逻辑是疫情的冲击持续削弱海外生产力，叠加国内前期供给侧改革、环保核查等阶段性影响，导致只有国内部分生产力能够满足全球需求的库存周期见底过程。年初国内疫情的影响使得企业的扩产节奏按下暂停键，虽然悲观情绪在 2 月份以后得到持续修复，但原材料和产成品库存尚未明显反弹，化工品出现涨价潮，价差持续拉大。随着全球新冠疫苗研发取得重大进展，经济全面复苏的预期不断抬升，化工顺周期板块有望维持强势。

重点化工品跟踪：本周对于我们监测的 154 类重点化工品，本周对于我们监测的 154 类重点化工品，本周涨幅前五的产品有醋酸(+22.18%)、醋酸乙烯(+14.60%)、PBT(+13.21%)、POM(+10.74%)、腈纶毛条(+8.45%)。当前醋酸库存低位，现货紧张，受义马事件影响装置运行谨慎，醋酸价格近期大幅上涨；醋酸涨价向下游传导，醋酸乙烯价格跟涨。

投资建议：随着疫情对化工行业的影响逐渐减弱，处于周期底部的绩优化工股正在迎来反转，推荐顺周期白马股万华化学、龙蟒佰利、三友化工、合盛硅业，以及技术壁垒高、成长确定性强的细分行业龙头昊华科技、新亚强、东材科技和震安科技。

风险提示：油价大幅波动，新冠疫情持续恶化，贸易战形势恶化。

（证券分析师：柴沁虎　证券分析师：陈元君）

钢铁行业跟踪周报：海外需求恢复拉动黑色暴涨，板材盈利继续扩张

行情回顾：本周申万钢铁下跌 0.9%，领先上证综指 2.0%。涨幅居前的个股为 ST 抚钢（6.9%）、安阳钢铁（4.0%）、宏达矿业（3.6%）。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 3.4%、1.0%、1.8%、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

-2.0%；螺纹、热轧盘面利润环比分别 2.1%、-12.8%。

行业跟踪：本周钢材社会库存 884 万吨，环比降 6.5%；其中长材库存 477 万吨，环比降 6.8%；板材库存 406 万吨，环比降 6.2%。本周全国 237 家钢贸商出货量 24.33 万吨，环比增 19.2%；本周上海终端线螺走货量 2.9 万吨，环比增 24.9%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 84.3%，环比降 0.2pct；螺纹钢产线开工率 71.8%，环比降 1.5pct。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 561、876、1201、576 元/吨，环比分别 17.9%、45.6%、36.0%、55.4%。

本周观点

海外需求恢复推动黑色产业链价格暴涨。近期国内黑色产业链价格大幅上涨，我们了解主要有两个原因：首先国内钢铁下游制造业延续景气，板材需求依然强劲，库存仍处快速去化过程中；其次自 11 月以来，海外钢铁需求持续恢复，跟踪的国内外热轧价差，自 11 月初的-8 美元/吨快速攀升至 53 美元/吨，螺纹价差也从 11 月底的-80 美元/吨上升至-25 美元/吨，总体上海外需求在拉动成品材出口；同时也拉动全球铁矿石、废钢价格上涨。海外粗钢产量，近几月同比大幅提升，10 月份全球粗钢产量同比增长 7%，较 4 月份底部增速提升 20 个百分点。上述充分说明海外需求在快速回复。

板材需求依然能覆盖成本上涨。近期铁矿石价格涨幅较大，主要原因包括三点：1）补涨；2）铁矿石年底进入季节性旺季；3）铁矿短期供给小幅收缩——海外矿山复产进度低于预期。但从绝对值上看，冷轧、热轧、彩涂、镀锌等薄板类产品价格涨幅更大，利润继续扩张。冷系产品目前仍然是整个产业链供需状况最好的环节，利润弹性最大。我们测算的冷轧利润逼近 1000 元/吨。

钢铁业绩改善趋势确定。维持四季度钢铁公司业绩同、环比改善的判断；维持 2020 年中提出的钢铁业绩同、环比连续 5-6 个季度改善的判断。

投资建议：继续看好钢铁，首推板材类钢铁股。1）估值历史低位，叠加制造业复苏、出口回升，板材企业基本面中期确定性改善；2）标的：首推宝钢股份（汽车板龙头）、华菱钢铁（中厚板龙头）、中信特钢（制造业用轴承钢龙头），关注新钢股份、河钢资源（铁矿石龙头）、方大特钢（高弹性长材）。

风险提示：地产需求下滑。

（证券分析师：杨件）

机械设备行业跟踪周报：工程机械销量高增有望开门红，新能源终端需求旺盛利好设备商

1.推荐组合

【三一重工】【杭可科技】【中联重科】【晶盛机电】【柏楚电子】

【建设机械】【锐科激光】【杰瑞股份】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【工程机械】11 月挖机销量同比+67%，2021 年有望开门红

请务必阅读正文之后的免责声明部分

11 月挖机销量同比+66.89%，海外市场持续复苏。2020 年 11 月挖机销量 32236 台，同比+66.9%，高增长依然是主旋律。其中，11 月国内销量 28833 台，同比+68.1%；出口 3403 台，同比+57.8%，Q4 以来海外出口复苏强劲。

龙头厂商引领行业增长，份额持续提升。12 月国产龙头挖机单月同比+113%，其中小/中/大挖分别同比+98%/194%/68%；单月市占率超 33%再创新高，累计同比+47%，累计市占率 27%。国产第二名单月同比+87%，累计市占率 16%。海外龙头单月同比+16%，累计市占率 10%。

2021 年挖机有望开门红，看好国产龙头戴维斯双击的机会。12 月核心零部件厂商挖机油缸排产同比大幅增长 40%以上，排产量创年内新高，显示下游挖机需求旺盛持续，我们预计全年挖机销量有望达 33 万台，累计增速升至 40%左右，2021 年迎接开门红则是大概率事件。我们预计未来几年工程机械行业波动估计维持正负 5-10%，波动率将比上一轮要小很多，2024 年后有望进入下一轮大的更新周期。低波动率周期里面更强调公司的产品竞争力和生产效率提升，坚定看好中国制造业智能工厂最优秀的公司【三一重工】，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，看好公司戴维斯双击的机会。【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。

【光伏设备】行业利好不断，下游需求旺盛+技术迭代下设备商望持续受益

2020 年中国光伏行业年度大会指出：今年年底光伏发电从规模上将超过风电，成为全国第三大电源；今年光伏新增装机将达到 3500 万千瓦左右，持续 8 年全球第一，年底光伏发电累计装机将达 2.4 亿千瓦；1-10 月光伏发电利用率 98.3%，同比+0.12%，发电成本也进一步下降。随成本不断下降，平价时代到来，未来 5-10 年渗透率将加速提升，据国家能源局测算，十四五新增光伏发电装机规模需求将远高于十三五。建议重点关注设备投资机会。

目前光伏硅片和电池片环节都将面临新技术迭代，210 或者 18x 大尺寸硅片设备和 HJT 设备将面临供不应求。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】。

【锂电设备】中游排产旺盛+下游销量火爆，新能源车成长周期确定利好设备商

中游：动力电池 12 月排产强劲，行业景气度有望延续。12 月，宁德时代计划排产 7.0GWh，同比+77%，环比+6%；比亚迪计划排产 1.9GWh，同比+375%，环比持平；国轩高科计划排产 1.06GWh，同比+430%，环比持平。根据东吴电新组预测，2021Q1 新能源汽车行业景气度有望延续。

下游：国内以及欧洲 11-12 月新能源汽车销量持续火爆。在爆款车型和年底补贴退坡情况下，国内 11 月新能源乘用车批发销量 18 万辆，同比+128.6%，环比+24.8%，12 月排产环比+5%以上超预期，全年销量有望达

请务必阅读正文之后的免责声明部分

125 万，明年销量预计 180-200 万辆；11 月欧洲主流注册超 14 万，同比+227%，环比+13%，再次大超预期，今年预期上调至 120 万，同增 100%+，明年有望进一步上修到 200 万辆+，同增 70%+。

在全球拥抱电动化趋势下，市场迎来新一轮动力电池产能扩张周期，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】。

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）

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，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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