东兴证券 DONGXING SECURITIES

新能源汽车前 11 个月累计销量同比翻正

2020 年 12 月 12 日

首席观点 | 周度观点





郑丹丹|东兴证券电新首席分析师

S1480519070001，021-25102903，zhengdd@dxzq.net.cn

电新：新能源汽车前 11 个月累计销量同比翻正

据中汽协发布的统计数据，2020 年 11 月，中国大陆新能源汽车产销量为 19.8 万辆和 20.0 万辆，同比增长 75.1%和 104.9%；1~11 月累计产销 111.9 万辆和 110.9 万辆，分别同比下降 0.1%和增长 3.9%，累计销量实现同比正增长。

据乘联会“官微”12 月 9 日报道，11 月新能源乘用车零售销量前三甲分别为：五菱宏光 MiniEV（33,094 辆）、特斯拉 Model 3（21,604 辆）、欧拉 R1（9,463 辆），皆为纯电动车型，我们测算，分别相当于 11 月纯电动乘用车总销量（15.4 万辆，中汽协统计）的 21.49%、14.03%、6.14%，合计占比 41.7%，前三甲于该细分市场的合计份额较上月（32%）进一步拉大。

我们维持 2020 年中国大陆锂电系新能源汽车总产量 128.7 万辆（同比增长 3.6%）的预判；同时认为，自主品牌新能源汽车优势车型的市场认可度提高，有望进一步调动终端消费者对新能源汽车的购置意向，未来市场发展与洗牌将为本土锂电产业链带来重要机遇与挑战。

建议关注：宁德时代、孚能科技、恩捷股份、星源材质、贝特瑞。

风险提示：新能源汽车行业及相关上市公司业务发展或不达预期。

关于相关标的基本面，请投资者参阅：

《宁德时代：动力电池维持行业领先地位，储能业务快速增长》（20200827）

《孚能科技：软包动力电池强者，掘金新能源汽车市场》（20201111）

《恩捷股份：如何在锂电隔膜行业实现后来者居上？》（20200421）

《星源材质：湿法隔膜成出货主力，三大变化助推份额提升》（20201029）

《贝特瑞：具备成本优势与先发优势的正负极材料供应商》（20200923）



张天丰|东兴证券金属首席分析师

S1480520100001，021-25102914，tfzhang901@126.com

金属：权益类资产高波动回归，顺周期轮动仍将持续

周期交易在周内显现分化。分化表现为周期商品价格的回报率与周期权益类资产的回报率出现差异，如周内金属商品指数较申万金属板块超额收益 6.39%。回报率的分化与年末投资者的情绪挥发有关，美国财政刺激谈判仍有阻力叠加国内年末资金偏紧加剧了市场的变现情绪，从而触发了权益类资产的高波动回归（近 7 年数据显示股票市场波动率较商品市场高出 6.5 个百分点）。而鉴于欧盟 2.2 万亿美元刺激计划的推出叠加日本创纪录的 9600 亿美元债券发行计划，考虑到通胀掉期利率及 10 年与 30 年期损益平衡通胀率的升高，再通胀交易的持续升温或意味着顺周期轮动仍将持续。

金属价格延续走高态势，但市场情绪对定价产生递导。当前铜供需格局依然偏紧，全球显性库存周内再降 1.98 万吨，而周度铜精矿报价亦下滑至 48.11 美元/吨，显示偏紧的供应状态未出现实质性变化。此外，最新调研数据显示铜管及铜棒消费延续增长，但铜杆消费出现下滑，反映空调卫浴等终端需求持续回暖但电力投资开始显现年末回落。值得注意的是，铜本周现货市场升水起伏较大，贸易商挺价意愿随市场情绪切换而有所分化，下游成交积极性略有下滑。而考虑到 21 年铜 TC 长单仍未有敲定（显示矿山与炼厂之间的分歧犹在），市场情绪的波动或对铜板块在年内剩余交易日的估值及定价产生影响。锌的加工费在周内创 27 个月新低至 4200 元/金属吨，部分炼厂因利润压缩而在月内出现检修，导致 12 月国内精锌产量收缩约1.1万吨(月供应收缩-2%);而锌锭库存则受镀锌板企业较高开工率提振周下滑0.57万吨至 16.51 万吨，基本金属基本面整体未现实质性转弱。

黑色金属市场或现事件性冲击。近期铁矿石价格的大幅上涨成为市场焦点，钢协在 10 日下午铁矿石座谈会上一致认为铁矿石价格受资本炒作影响而导致其定价机制失灵，这对黑色产业链供应产生冲击并呼吁监管部门介入。考虑到近阶段黑色系的持续拉涨所存续的巨量投机性获利盘，需关注黑色板块估值或会遭受事件性冲击。

黄金延续周度反弹态势，尽管周内黄金实物持仓 ETF 出现回落，但黄金通胀交易仍将受流动性溢出效应而回归。周内全球负收益率债券规模再增 1 万亿美元至 18.04 万亿美元，其中美国经通胀调整后公司债实际收益率创 17 年新低至 0，澳大利亚和西班牙 10 年期国债收益率亦在周内首次跌至 0。考虑到当前全球有近 30%的投资级债券处于负收益状态，流动性的溢出效应将依然对黄金价格形成实质性的支撑与提振，我们仍坚定认为 2021 年的美元黄金价格将重归并站稳 2000 美元/盎司。

风险提示：流动性交易拐点显现，库存大幅增长及现货贴水放大，市场风险情绪加速回落。



王习|东兴证券军工首席分析师

S1480518010001，010-66554034，wangxi@dxzq.net.cn

军工：军工股未来行情或分化，建议选择业绩确定性较强、商业模式较好的公司

上周中证国防军工指数（399967）上涨 2.22%，延续此前的强势表现。我们此前指出，历史上军工股配置需要考虑四大因素，分别是市场风险偏好、估值、基本面和超预期的事件驱动，我们认为这四大因素当前来看对于军工股的影响都是正面的，都在逐步强化和印证，短期我们建议顺势而为。

目前部分军工主机厂估值已接近历史峰值，而部分零部件企业和原材料企业目前估值仍较为合理，我们认为未来军工行业个股走势或分化，如果把持有周期拉长来看，持有军工股赚的是“估值提升（风险偏好、商业模式和民品渗透）+业绩确定性增长”的钱，选股的角度我们建议考虑两大标准，一方面具备科技成长股的属性，另一方面产业链偏上游，业绩确定性和行业竞争格局相对较好。建议关注四大赛道，1.航空产业链（受益于主战装备放量）；2.航空发动机产业链（主战装备放量+国产替代+民机市场+维修替换）；3.国防信息化产业链（主战装备放量+国产替代）；4.实战化训练（耗材属性+储备需求）。

风险提示：军品订单不及预期；产品降价风险



沈一凡|东兴证券研究策划部经理

S1480520090001，010-66554026，shenyf@dxzq.net.cn

联系人：林莎|东兴证券A股策略

S1480120070056，010-66554011，linsha@dxzq.net.cn

策略：资金情绪共振，继续交易复苏

情绪面：成交金额、换手率维持相对高位，北向资金持续大额流入。成交金额和换手率维持自 11 月以来的相对高位。北向资金持续大额流入，11 月为 2020 年单月最大流入月份，总流入额 579.29 亿元。行业分布来看，11 月以来北向资金持续涌入机械、非银金融、银行、有色金属、交通运输、基础化工、石油石化、钢铁等顺周期及低估值板块，总体依然维持顺周期和低估值的投资逻辑。

资金面：短期内预计人民币相对美元升值趋势不会变，外资具备持续流入动力。疫情以来美国货币政策、财政政策大放水，美元计价资产价格大涨，美国企业、政府负债高企，坏账率提高，美国流动性短期难以大幅收紧。当前美国 CPI 距离 2%的目标值尚有一定距离且

美联储在全球央行年会上已表示允许通胀率适度高于 2%。美联储利率“点阵图”也显示联邦基金利率或维持近零水平至 2022 年底。美联储不收紧货币政策，则人民币相对美元强势的趋势预计不会改变，人民币资产对外资具有持续的吸引力。

钱多核心资产少与经济复苏长期确定性逻辑不变，布局后疫情时代高景气赛道。情绪指标来看市场仍具交易热情，美元延续弱势、人民币处于升值区间的预期给外资流入带来持续动力。当前企业盈利改善弹性史无前例，流动性维持充裕，股票市场钱多核心资产少。疫苗将面市背景下，经济复苏的长期确定性得到确认，行业配置寻找后疫情时代的高景气赛道：1）海外供需主导的原材料包括铁矿石、石油等；2）受冲击最大行业的“否极泰来”，重点包括零售、国内旅游、仓储物流、公路、电影院线（上游）等行业的龙头企业；3）受益于经济复苏盈利改善，估值具备修复预期的金融板块，重点关注银行和保险。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期。



刘嘉玮|东兴证券非银首席分析师

S1480519050001，010-66554043，nkuliujiawei@126.com

非银：监管或趋严，行业头部化持续

周五中央政治局会议分析研究 21 年经济工作，会议中未提及资本市场，对宏观政策的表述只包含“科学精准实施宏观政策”，未提及逆周期调节等内容。据此判断，明年流动性助推的板块 β 机会或将减少，标的选择将回归业绩和价值导向。会议提及“扩大高水平对外开放”和“供给侧结构性改革”，预计明年注册制和金融对外开放将继续稳步推进，证券行业仍将受益于资本市场改革。近期证监会开展上市公司治理专项行动，未来市场环境改善也将直接利好板块。整体上看，严监管大概率将伴随明年资本市场改革全过程，预计板块马太效应将持续增强，具备投资价值的标的将更为集中。

风险提示：

宏观经济下行风险、政策风险、市场风险、流动性风险



林瑾璐|东兴证券银行首席分析师

S1480519070002，010-66554130，15692169289@163.com

银行：银行业绩改善有较强支撑，看好年底及一季度行情

本周银行板块跌 4.61%，处于中信一级行业中等偏后水平。板块 PB（LF）估值 0.72，仍在历史较低区间波动；估值隐含不良率 11.4%，远高于 9 月末上市行平均账面不良+关注贷款率 3.4%。

本周央行公布 11 月金融数据，存量社融增速环比小幅下行 0.1pct 至 13.6%，主要是受信用债违约事件影响，新增企业债规模大幅缩降的拖累。信贷来看，人民币贷款同比增速稳步下行；且中长期贷款优于短期，反映整体信用增长呈现边际收敛趋势，但实体经济信用需求向好。我们认为这种信贷需求向好，信贷供给边际收紧的趋势将延续。在货币政策常态化背景下，市场利率向上，银行业景气度向好。市场对银行全年业绩改善预期进一步稳固，银行板块有望继续向上。随着近期市场风格的再平衡，银行板块相对收益性价比突出。此外，根据以往规律，年末银行股出现估值切换行情的概率较大，值得期待。建议把握当前基本面修复与估值切换共振之下的银行股行情，看好年底及明年一季度板块行情。

2021 年行业经营展望：宏观环境更趋利好，银行业绩有较强支撑。从规模、息差、资产质量分别来看：（1）随着经济的持续修复，明年货币政策将逐渐回归常态化；银行信贷和资产规模增速将较 2020 年有所回落。(2) 2021 年净息差有望在一季度重定价扰动后企稳走阔。(3) 资产质量：今年上市银行加大不良确认、核销、处置力度，夯实资产质量；并充分计提拨备，风险抵御能力更强，未来不良压力不大。大部分企业恢复经营、正常还款，预计延期还本付息的小微贷款不良生成压力可控。

风险提示：经济失速下行带来资产质量严重恶化；政策预期外变动。



曹奕丰|东兴证券交运分析师

S1480519050005，021-25102903，caoyifengwx@163.com

交运：11 月快递业务量同比增长 36.5%。预计明年继续维持中高速增长

11 月全国快递服务企业业务量完成 97.3 亿件，同比增长 36.5%，收入同比增长 20.4%。从业务量来看，11 月增速较 10 月的 43%有所下滑，但考虑到今年双 11 于 10 月份就已经开始预热，10 月增速高 11 月增速低的情况是可以预见的。

快递行业 11 月的业务量是一个比较重要的指标。一般情况下前一年 11 月的单量与后一年的月均单量基本相当。今年 10-11 月行业合计实现了约 40%的同比增长，虽然疫情有助于快递业务放量，形成了较高的基数，但我们预计在今年的高基数下，明年行业的业务量依旧能够实现同比 25%以上的增长。

投资方面，建议重点关注市场份额持续增长的通达系快递企业。在今年激烈的价格战中，通达系快递业绩受损，股价也受此影响明显下滑。但长期来看，行业集中度提升的大趋势并未改变，在“剩者为王”的环境下，市场份额的持续提升将大概率转化为远期的投资收益。

风险提示：宏观经济增速下行；快递价格战加剧；政策的不确定性



胡博新|东兴证券医药首席分析师

S1480519050003，010-66554032，huboxin1983@163.com

医药：关注医保目录谈判，期待放量弹性

根据《2020 年国家医保药品目录调整工作方案》，预计本月将进行医保谈判，我们预计符合谈判品种将超过 300 个。回顾 2019 年医保谈判，119 个新增谈判药品中，有 70 个谈判成功，价格平均下降 60.7%。2020 年的医保谈判包括 PD-1 等重要品种，目前国内已审批上市 PD-1/PD-L1 合计 8 个品种，包含进口和国产。2019 年信达生物的信迪利单抗降价 63.7%纳入医保，换来了销量的突飞猛进，2020 年预计全年销售 20 亿元。对于已经新增肝癌、非鳞状非小细胞肺癌和食管鳞癌适应症的卡瑞丽珠单抗，纳入医保的意义非常重大。

从药品和高值耗材招标采购趋势来看，医保部门推动国采和地方集采加速，国采方面，新一轮招标正在启动，44 个品种已经开始医院报量工作。从具体品种来看，此类集采尚未纳入生物制品，但长期来看，胰岛素、生物类似药纳入也是大势所趋。

纵观海外医药产业的发展历程，专利期后，仿制药往往只是原研药价格的十分之一，甚至更低。由仿制药带来的医保节省再为创新药纳入医保创造可能，最终实现医保收支的相对平衡。目前国家集采和医保谈判正推动中国医药市场逐步向海外接轨，未来仿制药降价压力降持续，高值耗材集采才刚开始，创新药纳入医保放量更值得期待。

建议优先关注抗政策风险较强的细分板块和领域，包括以下：1）二类疫苗和血液制品；2）创新药械产品，具有较强的溢价能力；3）零售渠道及产品；4）医药研究服务；5）临床专科服务。

建议重点关注：①国内血液制品和流感疫苗龙头——华兰生物（华兰生物（002007.SZ）：年报业绩符合预期，血制品景气提升及四价苗放量可期）；②国内血液制品国家队——天坛生物（天坛生物（600161）：Q3 业绩高增，定增募资促长期增长）；③新冠抗原检测出口第一平台——东方生物（详见参考报告详见参考报告：深耕 POCT 领域，新冠抗原检测率先登陆欧洲）。

风险提示：新冠疫苗研发的不确定性；原料药价格波动风险；海外对出口试剂监管不确定性。



王健辉|东兴证券计算机首席分析师

S1480519050004，010-66554035，wangjh_yjs@dxzq.net.cn

计算机：东兴计算机推荐信创板块“看多做多”，强烈推荐布局相关个股

“信创”是最清晰内循环经济体，行业信创将接力“小安可”同步规模化落地，逐渐呈现清晰内循环经济产业长赛道，电子公文是初步规模化落地验证，电子政务是接力棒，是电子公

文十倍，国企行业市场更是党政十倍，之后信创产业生态将呈现市场化商业市场发展，相关个股具有坚实产业发展长逻辑，我们推荐重点关注：中国软件，金山办公，东方通，宝兰德，中国长城等个股。

风险提示：下游需求不及预期；宏观经济发展不及预期；重大政策出现变化。

详细报告参见

《中国软件（600536）：国产操作系统龙头，紧抓自主可控机遇》

《金山办公（688111）：单季度收入持续创新高，付费转化率正快速提升》

《东方通（300379）：立足自主创新，推进安全可控，业绩增长空间广阔》

《宝兰德（688058）：金融政府领域拓展显效，信创有望加速收入结构优化》

《中国长城（000066）：扣非净利润超预期，PK 体系 2.0 融入云物移大智》



张凯琳|东兴证券商社首席分析师

S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

联系人：刘田田|东兴证券纺织服装

S1480119010126，010-66554038 ， liutt@dxzq.net.cn

纺服：11 月各品类电商增速良好，关注降温对冬装销售的促进

服装内销方面，十一月份各行业的线上销售延续了十月份的景气度，其中运动服饰表现最为突出，其他品类亦维持了高双位数以上的增速，线下我们预计限额以上服装销售也将维持继续回暖。近期全国范围内的明显降温，将有助于冬装的销售，板块四季度业绩可适当提升预期。我们建议关注两条主线，一是运动服饰未来景气持续，品类特性决定产业链酝酿优质公司；二是服装家纺将受益于线下消费的持续回暖，建议关注持续进行品牌建设和公司数字化转型升级的公司。

纺织制造长期受益于 RCEP 签订，中短期内国内终端需求好转以及海外需求保持稳定带动上游制造链。出口方面，服装出口伴随着海外需求回暖有所回升：11 月份，纺织服装出口 1650 亿元，增长 6%，其中纺织品出口 808 亿元，增长 21%，服装出口 842 亿元，增长 4%。投资方面，纺织制造明年将受益于外需回暖，长期关注 RCEP 的落地进程，建议关注垂直一体化布局企业。

风险提示：疫情导致消费复苏不及预期，品牌商战略变化，新渠道拓展受阻。



张凯琳|东兴证券商社首席分析师
S1480518070001，010-66554087，zhangkailinmwz@163.com

商社：年底关注业绩确定性和估值切换

年底临近，关注业绩确定性较高公司，同时化妆品、免税、教育等高景气板块，其较高估值能够被高速增长的业绩所消化，关注年底估值切换。

免税方面，今年海南新政实施以来，离岛免税持续高景气，日均销售额突破 1 亿元，四季度迎来海南旅游旺季，有望进一步扩大离岛免税销售规模，全年业绩确定性持续加强。

职教方面，国考笔试结束，山东、北京、上海、江苏、浙江已经陆续发布 2021 省考公告，各类考试有序推进，保障中公教育等考培机构业绩确定性。年底即将迎来考研笔试，硕士扩招在解决当前就业压力的同时，也符合我国经济社会发展对人才的需求，因此我们认为扩招依旧会成为未来几年的趋势。此外，扩招的同时报考人数也在增加，21 年报录比或突破 4:1。考试扩招与竞争的日益激烈有望推动行业参培率与市场规模的提升。我们持续看好“稳就业”背景下各类招录考试扩招带来的培训赛道扩容，以及龙头市占率进一步提升。

高教板块具备“确定性+成长性”的双重特征，此前教育部发函释放积极信号，若民促法实施条例落地与此次政策信号走向一致，将有望带动板块新一轮估值抬升，关注并购能力强、学校资质优、内生空间大的优质高教集团，以及有望实现并购零突破的优质单体院校。

酒店行业疫后持续复苏，有望延续 2019 年下半年的复苏周期。我们认为，在国内疫情防控常态化和疫苗加速落地的催化下，龙头公司逆势拓店，多元化品牌战略加速推进，RevPAR 有望于 20 年底至 21 年上半年在同比低基数的情况下恢复至 19 年同期水平。

风险提示：疫情控制超预期，经济增速下行，超预期政策。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526