东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 10 日

晨会编辑 朱国广
执业证号：S0600520070004
021-60199793
zhugg@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计：市场偏好重回科技

机构行为：外资偏好电子、食品饮料、电力设备等行业，对传媒、房地产和家电等行业相对谨慎。公募基金抱团加强，风格偏向以 TMT 为代表的成长板块。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流入 371 亿元，上周净流入 533 亿元，净流入主要是由公募基金发行、外资净流入和融资买入额所贡献的。

头尾部对比：从绝对股价和市盈率角度来看头部跑赢尾部股票，从净利润同比增速角度来看尾部跑赢头部股票。

情绪及估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标都出现小幅度的上升；行业间的分化较上周大幅降低。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

固收金工

固收点评：11 月物价数据点评：CPI 同比由涨转降，PPI 同比降幅收窄

2020 年 12 月 9 日，国家统计局公布 2020 年 11 月 CPI 和 PPI 相关数据：（1）CPI 同比增速-0.5%，由涨转降。（2）PPI 同比增速-1.5%，相较于上月降幅收窄。

固收点评：11 月外汇储备数据点评：美指下降估值为正，外储规模环比上升

11 月外汇储备上升是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产上升；美债等资产价格变化促使账面资产价格上升，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备上升。对 12 月的判断，第一是世界经济不稳定性不确定性增加，国际金融市场风险挑战加大，我国的外汇储备规模也会随之波动。第二是我国外汇市场预计将呈现基本稳定、双向波动的格局。

固收点评：永冠转债：市场需求旺盛，核心技术助力腾飞——转债投资价值分析

永冠转债（113612.SZ）于 12 月 08 开始网上申购：总发行规模为 5.20 亿元。永冠转债条款中规中矩；上市价格预计在 105-121 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，股价为 20.79 元/股，建议积极申购。观点：核心技术优势，研发团队稳定。公司核心技术系由公司研发团队通过长期实验研究、生产实践和经验总结而形成的。中美贸易风险加剧，宏观经济周期波动。公司费用率持续走低，销售和管理费用稳定增长。营业收入逐年增长，但近年增速放缓。风险提示：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

行业

有色金属行业点评报告：需求回升拉动铜箔涨价，关注超华科技、诺德股份

铜箔价格持续上涨。复工复产以来，铜箔价格出现较高涨幅。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

2020 年 3 月，受疫情影响，6μm 和 8μm 铜箔均价分别为 70.5 元/公斤、90.5 元/公斤。2020 年 12 月，6μm 铜箔价格 76 元/公斤，较 3 月涨价 7.8%；8μm 铜箔价格 94 元/公斤，较 3 月涨价 5.0%。

推荐个股及其他点评

三七互娱（002555）：收购三七网络 20%股权，推动公司归母净利润规模提升及长期发展战略实施

盈利预测与投资评级:看好公司品类多元与精品化战略实施，预计 2020-2022 年公司分别实现营收 153.2/177.1/199.2 亿元，实现归母净利润 28.0/33.3/38.5 亿元（暂不考虑少数股东损益增厚），EPS 分别为 1.32/1.58/1.82 元，对应 2020-2022 年估值分别为 21/18/16 倍，当前股价吸引力足，维持“买入”评级。

宏观策略

策略周评：东吴策略·市场温度计：市场偏好重回科技

机构行为：外资偏好电子、食品饮料、电力设备等行业，对传媒、房地产和家电等行业相对谨慎。公募基金抱团加强，风格偏向以 TMT 为代表的成长板块。

股市流动性：最近一周 A 股资金净流入 371 亿元，上周净流入 533 亿元，净流入主要是由公募基金发行、外资净流入和融资买入额所贡献的。

头尾部对比：从绝对股价和市盈率角度来看头部跑赢尾部股票，从净利润同比增速角度来看尾部跑赢头部股票。

情绪及估值：主板和创业板的融资买入额和成交额等情绪指标都出现小幅度的上升；行业间的分化较上周大幅降低。

风险提示：资金入市规模为大致估算，仅供投资者参考；疫情二次爆发造成企业业绩不及预期；通胀上行超预期。

（证券分析师：姚佩）

固收金工

固收点评：11 月物价数据点评：CPI 同比由涨转降，PPI 同比降幅收窄

事件

数据公布：2020 年 12 月 9 日，国家统计局公布 2020 年 11 月 CPI 和 PPI 相关数据：（1）CPI 同比增速-0.5%，由涨转降。（2）PPI 同比增速-1.5%，相较于上月降幅收窄。

观点

CPI：11 月 CPI 同比由涨转降，供给端为主导因素。去年同期对比基数较高，翘尾因素较少，同时供给端供给充足、需求端恢复速度弱于供给端，CPI 同比下降 0.5%。食品价格下降是带动 CPI 由涨转降的主要原因，11 月食品价格由上月上涨 2.2%转为下降 2.0%，影响 CPI 下降约 0.44 个百分点。食品分项中，猪肉价格同比大幅下降 12.5%，较上期降幅扩大 9.7 个百分点，影响 CPI 下降约 0.60 个百分点；鸡蛋、鸡肉与鸭肉价格分别下降 19.1%、17.8%和 10.8%，降幅扩大；鲜菜价格上涨 8.6%，涨幅缩窄 8.1 个百分点；鲜果价格上涨 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品价格由上月持平转为下降 0.1%，带动 CPI 下降约 0.06 个百分点。非食品中，交通和通信价格下降 3.9%，其中汽油和柴油价格下明显，分别下降 17.9%和 19.6%；医疗保健价格上涨 1.5%；教育文化和娱乐价格上涨 1.0%。

PPI：11 月 PPI 降幅缩窄，工业生产持续恢复、市场需求逐步回暖。从同比角度来看，11 月 PPI 同比下降 1.5%，较上月降幅收窄 0.6 个百分点。其中，生产资料价格下降 1.8%，降幅收窄 0.9 个百分点；生活资料价格下降 0.8%，降幅扩大 0.3 个百分点。从环比角度来看，PPI 由上月持平转为上涨 0.5%。其中，生产资料价格上涨 0.7%，涨幅比上月扩大 0.6 个百

请务必阅读正文之后的免责声明部分

分点；生活资料价格由降转涨，由上月下降 0.1%转为上涨 0.1%。

展望后期：CPI 方面预计 12 月继续下跌，但跌幅有限。11 月以来，CPI 受供给端影响由涨转降。猪肉、鸡蛋、鸡肉、鸭肉等等重要民生产品生产不断恢复，需求端恢复速度较慢。供需错配下，价格跌幅进一步扩大。鲜菜生产产能恢复，价格同比上涨 8.6%，涨幅大幅回落 8.1 个百分点。受应季水果上市因素影响，鲜果价格同比增长 3.6%，涨幅扩大 3.2 个百分点。非食品项方面，旅游淡季到来，飞机票、旅游和宾馆住宿价格或将出现进一步下跌。同时冬装上市，衣着价格出现上涨趋势。预计 12 月 CPI 继续下跌，但随着年末到来，需求端逐步恢复，CPI 跌幅有限。PPI 方面，预计工业品物价进一步反弹，12 月 PPI 降幅小幅收窄。工业生产持续恢复，市场需求逐步回暖，带来部分工业品物价反弹。分项来看，受疫苗研制进度利好消息等因素影响，国际原油价格上涨，化学原料和化学制品制造业价格，化学纤维制造业价格，石油、煤炭及其他燃料加工业价格，石油和天然气开采业价格出现上涨。国内供暖需求季节性增加，燃气生产和供应业、煤炭开采和洗选业价格出现上涨。从库存周期来看，目前是被动去库存阶段，供给端稳定恢复，需求进一步回暖，未来对 PPI 形成一定的支撑。此外，英国脱欧或将刺激原油价格出现进一步上涨。我们预测，12 月的 PPI 的同比降幅有望继续小幅收窄。

风险提示：风险提示：疫苗研发超预期，经济复苏速度超预期。

（证券分析师：李勇）

固收点评：11 月外汇储备数据点评：美指下降估值为正，外储规模环比上升

事件

数据公布：中国 11 月外汇储备 31784.90 亿美元，前值 31279.82 亿美元，环比增加 505.08 亿美元，上月为环比减少 145.80 亿美元。中国 11 月末外汇储备为 22225.75 亿 SDR，前值 22158.50 亿 SDR，环比下降。10 月末黄金储备为 6264 万盎司，前值 6264 万盎司，环比不变。

观点

美元指数小幅下跌，汇率折算因素偏正。11 月非美元货币相对美元涨跌互现，美元指数呈下跌趋势。11 月美元指数小幅下跌，由 10 月末的 94.02 下跌 2.11%至 11 月底的 92.03，英镑对美元升值 2.88%，欧元对美元贬值 2.39%，美元兑日元较 10 月末下降 0.30%。11 月人民币兑美元汇率小幅升值，人民币兑美元中间价从 10 月末的 6.7232 升值到 11 月末的 6.5782。整体来看，国际金融市场受新冠疫情反复和疫苗研发进展影响，我国外汇储备中以非美元货币计价部分折算成美元计价后，估值小幅增加，汇率折算因素总体影响偏正面。

美日收益下行，债券估值因素为正。11 月外汇储备的投资资产美日债收益率下行，英欧债收益率上行。债券估值变动对当月外汇储备规模为正向作用。11 月，美国 10 年期国债收益率由 0.88%降至 0.84%，下行 4.00BP，英国国债收益率上行 5.65BP，日本国债收益率下行 0.70BP，欧元区公债收益率上行 5.38BP。主要国家资产价格整体有所上升，其中占中国外汇储备比例较大的美债收益率下降，日债收益率同样呈下行趋势。美财政部最新 TIC 报告显示，9 月份中国减持美国国债 63 亿美元，所持美国国债规模达 1.06 万亿美元，是美国第二大债权国。日本减持美国国债 22 亿

请务必阅读正文之后的免责声明部分

美元，至 1.28 万亿美元，为美国国债的最大海外持有国。

汇率长期稳中有升，短期维持波动。人民币兑美元汇率走势短期不明朗，长期稳中向升。新冠疫情在海外仍然存在蔓延和反弹的迹象，导致全球经济和国际金融市场存在诸多不稳定因素，同时美国大选对美元走势也有方向性的影响，加之欧洲经济重启都将为人民币汇率走势带来不确定性。长期来看，中国经济基本面向好将支撑人民币汇率走强。

展望和判断：11 月外汇储备上升是汇率折算和资产价格变化等因素综合作用的结果。汇率折算账面资产上升；美债等资产价格变化促使账面资产价格上升，汇率折算和资产价格变化等各因素综合作用推动外汇储备上升。对 12 月的判断，第一是世界经济不稳定性不确定性增加，国际金融市场风险挑战加大，我国的外汇储备规模也会随之波动。第二是我国外汇市场预计将呈现基本稳定、双向波动的格局。

四季度黄金储备展望：展望四季度，目前黄金价格处于高位区间，随着新冠疫苗研发进度提速和美国经济恢复，美元指数或将回升，金价在短期内会进行一定程度的调整。但从长期来看，全球经济下行压力不减，各国宽松的货币政策基调将维持一段时间，长期实际利率向下的大背景下，本轮黄金价格上升仍有支撑，我国黄金储备有上涨空间。

风险提示：新冠疫苗研发进度加速，地缘及金融风险加剧。

（证券分析师：李勇　　研究助理：周璐）

固收点评：永冠转债：市场需求旺盛，核心技术助力腾飞——转债投资价值分析

事件

永冠转债（113612.SZ）于 12 月 08 开始网上申购：总发行规模为 5.20 亿元，扣除发行费用后，本次向不特定对象发行可转换公司债券的募集资金到位后，公司将按照项目的实际需求和轻重缓急将募集资金投入山东永冠新型包装材料及胶粘材料智能化一期生产项目、江西永冠智能制造产业升级一期技改项目、一期生产项目线束、医用胶带产研一体化及制造基地建设项目和补充流动资金。

永冠转债条款中规中矩；上市价格预计在 104-121 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA-/AA-，股价为 20.79 元/股。下修条款为“20/30、85”，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 3.21%（12/07）计算，纯债价值为 100.62 元，债底保护性较弱。根据 2020 年 12 月 07 日永冠收盘价 21.08 元计算，初始转换平价为 101.39 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，我们估计永冠转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计永冠转债上市价格约 104 元到 121 元之间，建议积极申购。

观点

核心技术优势，研发团队稳定。公司核心技术系由公司研发团队通过长期实验研究、生产实践和经验总结而形成的。基材、胶粘剂、离型剂的组合以及关键的生产工艺参数、程序方法直接影响到产品的性能、成本以及市场竞争力，是公司胶带产品的核心技术。发行人拥有一批较高水平的专业技术人员，具备丰富的产品开发和制造经验，但是随着科学技

请务必阅读正文之后的免责声明部分

术的发展及其他相关产业的发展，客户对发行人现有产品在技术和质量上提出了更高的要求，公司研发与生产同步跟进，满足市场的要求。同时，稳定的研发团队是公司保持核心竞争力的基础。

中美贸易风险加剧，宏观经济周期波动。公司出口美国的绝大多数产品在加征关税清单之列。中美贸易摩擦暂未对发行人经营构成重大不利影响，但是未来美国是否会提高现有关税税率或出台新的加征关税措施尚不明确。如果未来中美贸易摩擦进一步加剧，出台新的加征关税措施，则可能对公司经营业绩造成不利影响。此外，胶带产品下游市场需求受宏观经济和国民收入水平的影响，宏观经济周期波动会影响到下游行业景气度，进而对公司产品的市场需求造成影响。

公司费用率持续走低，销售和管理费用稳定增长。19 年年公司销售费用为 0.64 亿元，管理费用为 0.31 亿元，财务费用为 0.16 亿元。报告期内，随着公司营收规模的不断扩大，公司期间费用率有所降低。

营业收入逐年增长，但近年增速放缓。报告期内，公司布基胶带、纸基胶带和其他胶带销量稳中有增，膜基胶带收入占比不断提高。公司 2019 年度膜基胶带销售收入达到 84,933.12 万元，同比增长 81.87%，主要系公司 2019 年度重点发展 OPP 胶带业务所致。2020 前三季度公司收入大幅下滑。随着疫情持续好转，产业链上下游逐渐恢复，公司经营状态在逐渐好转。

风险提示：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

（证券分析师：李勇）

行业

有色金属行业点评报告：需求回升拉动铜箔涨价，关注超华科技、诺德股份

投资要点

铜箔价格持续上涨。复工复产以来，铜箔价格出现较高涨幅。2020 年 3 月，受疫情影响，6μm 和 8μm 铜箔均价分别为 70.5 元/公斤、90.5 元/公斤。2020 年 12 月，6μm 铜箔价格 76 元/公斤，较 3 月涨价 7.8%；8μm 铜箔价格 94 元/公斤，较 3 月涨价 5.0%。

涨价原因：新能源高增长+顺周期需求恢复。1）作为铜箔的载体，国内覆铜板需求大增，带来进口单价上涨。2020 年 10 月，我国进、出口覆铜板单价分别为 19.71、5.68 美元/公斤，单月同比分别为 16.2%、-4.5%。2）复工复产以来，新能源车产量出现恢复性增长。2020 年 7/8/9/10 月，我国新能源车产量单月同比 36.7%/31.6%/51.1%/94.1%。最新数据，11 月中国新能源乘用车批发销量为 18 万辆，同比增长 128.6%；3）2020 年 9 月，我国电子元气件出口金额累计同比 16.2%；我国电子元气件生产企业销售利润率自复工复产以来大幅回升，从 2020 年 3 月仅 4.22%上升至 9 月销售利润率 8.38%的水平。铜箔主要下游为顺周期行业，经济恢复带来需求增长较为明显。

铜箔行业：需求高景气，供给扩张慢。终端需求方面，2019 年新能源车产量 120.6 万辆，我们预计 2025 年新能源车产量可达 582 万辆，年复合增速 33%。2019 年，我国完成 5G 基站建设 13 万个；2020 年 1-9 月，我

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国建成 5G 基站 48 万个，我们预计 2020-2022 年全年完成 5G 基站建设 70/90/100 万个。供给方面，国内铜箔产能超过 50 万吨，预计 2020/2021 年产能扩张分别为 3.3/2.9 万吨。

投资建议：受益下游新能源车渗透率提升、5G 基站密集建设以及 IDC 市场大幅增长，我们认为铜箔行业供需格局将改善，价格上涨具备持续性，相关标的：超华科技、诺德股份、嘉元科技。建议关注超华科技：全产业链（覆铜板、电子铜箔、锂电铜箔）受益，叠加新项目顺利投产后明年产量增幅可观。

风险提示：原材料价格上涨超预期；新能源汽车产业政策不达预期。

（证券分析师：杨件）

推荐个股及其他点评

三七互娱（002555）：收购三七网络 20%股权，推动公司归母净利润规模提升及长期发展战略实施

投资要点

事件：12 月 7 日，三七互娱发布公告公司与上海三七拟支付 28.8 亿元，对广州三七网络科技有限公司 20%股权进行间接收购。收购前公司持有广州三七 80%股权，收购后广州三七将成为公司全资子公司。

本次交易公司将分别以 21.6 亿与 7.2 亿全资收购淮安顺勤企业管理合伙企业（持有 15%广州三七网络股权）与淮安顺景企业管理合伙企业（持有 5%广州三七网络股权）100%股份，实现间接收购三七网络。两家合伙企业合伙人均为广州三七网络高管，其中徐志高作为三七互娱发行条线负责人以增资方式 2014 年获得 15%股权，后将股权转让给顺勤合伙（徐志高持有 99%份额），2017 年上海三七对广州三七网络高管实施股权激励，作价 1000 万向顺景合伙出让 5%广州三七网络股份。

本次收购 PE 较低，收购完成后将进一步提升上市公司归母净利润规模。交易标的广州三七网络科技为公司发行子公司，以“产品+流量+用户”精细化运营思路，成功发行过《永恒纪元》《拳魂觉醒》《鬼语迷城》《大天使之剑 H5》等不同游戏品类的产品，19 年实现净利润 15 亿，20Q1-Q3 实现净利润 9 亿。本次交易承诺广州三七网络 20-22 年分别实现净利润不低于 12/14.4/16.56 亿元，交易作价对应 20-22 年承诺净利润 PE 分别为 12/10/9X，参考当年极光网络剩余股权收购，我们认为业绩对赌目标相对保守，极光网络承诺 2017-2019 年扣非归母净利润分别不低于 5.8/7.25/8.7 亿元，最终实际完成 6.8/7.8/11.8 亿元。考虑少数股东损益增厚，20 年公司归母净利润将至少增加 2.4 亿元。

绑定发行团队核心高管，推动公司长期发展战略实施。交易约定了徐志高、贺鸿、刘军等核心高管自份额交割日起，股权交割当年以及其后 48 个月内仍需在广州三七网络任职，保障公司发行团队的稳定性及广州三七网络业绩增长的可持续性。同时约定徐志高等核心高管获得 80%的交易对价后的 6 个月内需以不低于 11.52 亿元人民币的资金购买三七互娱发行在外的普通股股票，将促成广州三七网络核心管理层成为三七互娱长

请务必阅读正文之后的免责声明部分

期股东，有助于公司长期发展战略的实施。

公司研发实力持续提升，品类扩张逻辑逐步验证。目前公司研发人员数量超 2000 人，目标到 2023 年研发团队人数扩充至 4000 人，致力于开发多元品类优质产品，并将在技术和美术品质方面加大投入，目前有 50%的研发产品储备来自非传统 ARPG。另外重点优势品类产品《荣耀大天使》定档 1 月 7 日，预计将稳固业绩基本盘。

盈利预测与投资评级:看好公司品类多元与精品化战略实施，预计 2020-2022 年公司分别实现营收 153.2/177.1/199.2 亿元，实现归母净利润 28.0/33.3/38.5 亿元（暂不考虑少数股东损益增厚），EPS 分别为 1.32/1.58/1.82 元，对应 2020-2022 年估值分别为 21/18/16 倍，当前股价吸引力足，维持“买入”评级。

风险提示：品类扩张不达预期；出海竞争加剧；政策监管趋严。

（证券分析师：张良卫　研究助理：李赛）

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