东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 09 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：朗新转债：秉承互联网战略思想，政策与技术助力腾飞

朗新转债（128139.SZ）于 12 月 9 开始网上申购：总发行规模为 8.00 亿元。朗新转债条款合规合理；上市价格预计在 106-120 元之间，条款中规中矩，建议积极申购。观点：聚焦产业互联网，政策与技术铸就优质企业。公司秉持互联网战略思想，主营业务收入屡创佳绩。朗新科技主营业务收入来源于软件服务、运营服务和智能终端研发销售。朗新科技业务发展迅速，毛利率水平处于行业前列。公司 2017 年-2020 年 H1 主营业务综合毛利率分别为 50.46%、47.78%、44.53%和 45.84%。三费占比稳定，随业绩增加均有所上涨。风险提示：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

固收点评：2020 年 11 月进出口数据点评—出口超预期增长，密切关注持续性

对东盟、欧盟、美国和韩国等前 5 大贸易伙伴进出口的增长与民营企业进出口增长比重提升是拉动我国外贸向好的重要原因，随着国内经济体生产经营活动持续修复，拉动中国进出口贸易持续增长，但值得注意的是，当前欧美国家疫情存在二次爆发迹象，同时不排除之后因中美关系恶化及美国采取遏制手段给中国外贸带来的风险。

固收月报：11 月经济数据前瞻月报：CPI 达到年内低点，消费、投资稳定增长

11 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，11 月预计出口和进口同比增速小幅减缓，消费行业随着社零的持续增长继续回暖。价格方面，预计食品项保持稳定。猪肉方面，产能大幅度恢复的背景下，其价格预计会出现下跌，其他 CPI 食品项和非食品项综合来看保持稳定，预计 11 月 CPI 同比收于 0.1%。PPI 方面，10 月 PPI 小幅回升，随着实体经济的复苏，预计 11 月 PPI 降幅略微收窄，同比收于-1.5%，货币市场：预计 11 月社融增量增

请务必阅读正文之后的免责声明部分

速上升，增量约为 1.9 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，预计 10 月份收于 10.5%。

行业

汽车行业点评报告：11 月批发实现双位数增长，行业继续回暖

因“行业数据扰动+上游芯片供给紧张+估值快速上升”三个因素叠加，短期带来汽车板块的波动。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/长安/吉利/比亚迪/广汽/上汽），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）。

非银金融行业 2021 年度策略

——三个关键词：顺周期、金融科技、资本市场改革

后疫情时代经济修复，看好顺周期板块。利率在中期稳定甚至稳步向上，利好借贷业务利差扩大和保险公司的资产配置。金融资产质量水平修复，利于借贷类业务的金融资产质量。当前估值横向与纵向均具有较强吸引力。板块推荐排序为保险、租赁、博彩，重点关注【中国平安】、【远东宏信】。

金融科技稳健发展，关注：1）监管下持牌特色金融机构；2）渠道平台；3）科技服务行业；4）数字货币板块。

券商：资本市场改革深化，注册制将全面推行，建议关注【东方财富】、【中信证券】。

风险：1）信用风险扩大；2）监管趋严；3）疫情控制不及预期；4）开门红不及预期；5）股市向下调整。

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。

长城汽车（601633）：H6+大狗+欧拉+炮齐上量，11 月产销靓丽

我们预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比增长+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比增长+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 EPS 为 0.55/0.92/1.21 元，对应 PE 为 45.60/27.02/20.69 倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级。

中联重科（000157）：定增方案过审，后周期龙头面临估值修复

公司于今年 7 月发布定增方案，拟募资对挖机、搅拌车、关键零部件等项目进行扩产。中间两次修改方案，今获得核准，最终 A 股定增方案为向不超过 35 名特定投资者发行不超过 10.6 亿股，合计募资 51.99 亿，锁定期 6 个月。我们认为，随着定增方案的过审，近几个月来压制公司股价的因素消除。同时公司作为工程机械后周期板块的龙头，业绩弹性大，估值面临修复。

广汽集团（601238）：11 月产批环比继续增长，日系表现较好

2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 19.58/13.92/11.59 倍。维持广汽集团 A+H 股“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：朗新转债：秉承互联网战略思想，政策与技术助力腾飞

事件

朗新转债（128139.SZ）于 12 月 9 开始网上申购：总发行规模为 8.00 亿元，扣除发行费用后，将用于“能源物联网系统建设项目”、“朗新云研发项目”及“补充流动资金项目”。

朗新转债条款合规合理；上市价格预计在 106-120 元之间：转债转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 15.57 元/股下修条款为“15/30、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 4.80%（12/25）计算，纯债价值为 87.30 元，债底保护性一般。按照 12 月 5 日朗新科技的收盘价为 15.00 元，转换平价为 96.34 元，平价溢价率为 3.80%。根据 2020 年 12 月 6 日朗新收盘价 15.00 元计算，初始转换平价为 96.34 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，我们估计朗新转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计朗新转债上市价格约 106 元到 120 元之间，建议积极申购。

观点

聚焦产业互联网，政策与技术铸就优质企业。朗新科技聚焦产业互联网，采用新一代信息技术打造“产业互联网应用引擎”，以 B2B2C 的业务模式，赋能智慧能源、智慧家庭、公共服务等行业，助力产业创新和升级，提升客户体验，创造并分享新的客户价值。另外，随着国家大力推进信息化建设，有关电网智能化建设、节能化建设、公共事业信息化、互联网电视等方面均得到国家及地方政策的大力支持，出台政策法规鼓励软件和信息化行业的发展，支持下游产业提高信息化程度，为行业从业企

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业带来了较大的发展机遇，有利于本公司业务的发展。

公司秉持互联网战略思想，主营业务收入屡创佳绩。朗新科技主营业务收入来源于软件服务、运营服务和智能终端研发销售。公司应用新一代信息技术赋能智慧能源、智慧家庭、公共服务、工业互联网、数字城市、新外贸等行业，助力产业创新和升级，提升客户体验，创造并分享新的客户价值。公司秉承产业互联网的战略发展思路，在智慧能源领域的业务发展迅速，利用新技术赋能能源互联网，在物联网、大数据、云计算等方面为客户提供创新的技术解决方案，成为客户更紧密的创新合作伙伴。报告期内，公司营业收入屡创佳绩，分别为 11.8、26.7、29.7、8.6、14.4 亿元，其中 20 年 H1 各主营业务分别创收 3.39、3.15、2.03 亿元。

朗新科技业务发展迅速，毛利率水平处于行业前列。公司 2017 年-2020 年 H1 主营业务综合毛利率分别为 50.46%、47.78%、44.53%和 45.84%。报告期内，公司合并易视腾科技和邦道科技所并入的互联网电视用户服务和增值服务业务以及公共事业缴费相关的支付云平台业务等。重组完成公司作为公用事业领域业务信息化系统的技术与服务提供商，所处大行业为软件和信息技术服务业，具有毛利率较高的固有特点；公司专注服务于公共事业领域，产品服务定价相对较高随着业务快速发展，运营服务业务的规模效应显现，导致毛利率逐步提升。

三费占比稳定，随业绩增加均有所上涨。随着业务规模的扩张，公司销售费用逐年增长，报告期各期其总计占销售费用的比例均稳定在 40%-50%之间。报告期内管理费用呈上升趋势，主要原因是公司业务规模逐年扩大，费用支出相应增加。同时，公司财务费用随公司的银行存款和借款规模此消彼长相应波动。

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）

固收点评：2020 年 11 月进出口数据点评—出口超预期增长，密切关注持续性

事件

数据公布：2020 年 12 月 7 日，海关总署公布了 11 月进出口数据。按美元计，我国 11 月进口同比增长 4.50%；11 月出口同比增长 21.10%；11 月贸易顺差 754.2 亿美元，按人民币计，我国 11 月进口同比下降 0.80%，1-11 月同比下降 0.50%；11 月出口同比增长 14.90%，1-11 月同比增长 3.70%，11 月贸易顺差 5071 亿元。对东盟、欧盟、美国和韩国等前 5 大贸易伙伴进出口的增长与民营企业进出口增长比重提升是拉动我国外贸向好的重要原因，随着国内经济体生产经营活动持续修复，拉动中国进出口贸易持续增长，但值得注意的是，当前欧美国家疫情存在二次爆发迹象，同时不排除之后因中美关系恶化及美国采取遏制手段给中国外贸带来的风险。

观点

出口方面：出口增速超预期上行，国外消费需求由中国供给。11 月以美元口径计量的出口增速收于 21.10%，增速较上月小幅上行。11 月出口超预期增长的原因主要有三：第一、去年 11 月出口基数偏低，基数较低助力出口进一步回升。第二、11 月份内部环境持续好转，国内供需循环逐步改善，国内供给进一步加强。第三、疫情后中国经济受益于其他发达

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和新兴市场国家的产能不能有效回升，因此其他国家的消费需求只能通过从中国进口来满足，从而推高了中国出口。因此后续我们应持续关注海外疫情走势和各国经济恢复情况对出口的影响。

进口方面：进口增速小幅回落，国外大宗商品供给增速放缓。11 月以美元计算进口增速由 10 月的 4.70%小幅回落至 4.50%，进口增速小幅下降。进口增速有所下行的原因主要有三：第一、去年 11 月基数相对较高，较高基数使得进口增速下降。第二、大宗商品如原油等库存偏高、汽车进口拖累进口增速，第三、海外产能不能有效恢复，部分海外依赖商品，如棕榈油减产、铜矿和铁矿石供应增速放缓，也提升了 11 月的国内商品价格。

展望后期：出口承压或有小幅回落，进口有望上行。11 月出口增速上行，进口数据较上月有所回落。整体来看，贸易顺差升至历史单月最高，因此人民币具有较强的升值动能。由于中国的复工复产持续推进，产业链完整，而其他国家由于疫情冲击生产恢复较慢，因此很多终端消费品的需求转移到中国，导致中国出口超预期增长。但展望后期，伴随着其他国家产能逐步恢复，中国的出口则面临着在全球需求继续上升的同时出现下降的可能性。此外，对美贸易顺差走高，也造成了贸易摩擦的风险升高。随着宽货币开启，人民币的升值势头或将放缓，另一方面伴随着海外供应逐渐恢复，强人民币将提升进口量，降低国内工业品涨价的压力，进口有望增加，净出口收窄，对经济贡献减弱。未来我国贸易如何走向，还应密切关注海内外疫情走势和内外需变化。

风险提示：海内外疫情走势，中美关系持续紧张

（证券分析师：李勇）

固收月报：11 月经济数据前瞻月报：CPI 达到年内低点，消费、投资稳定增长

事件

11 月数据预测：11 月的经济数据预测主要包含三大部分：总量经济数据、货币市场以及物价指数三个方面。从整体来看，11 月预计出口和进口同比增速小幅减缓，消费行业随着社零的持续增长继续回暖。价格方面，预计食品项保持稳定。猪肉方面，产能大幅度恢复的背景下，其价格预计会出现下跌，其他 CPI 食品项和非食品项综合来看保持稳定，预计 11 月 CPI 同比收于 0.1%。PPI 方面，10 月 PPI 小幅回升，随着实体经济的复苏，预计 11 月 PPI 降幅略微收窄，同比收于-1.5%，货币市场：预计 11 月社融增量增速上升，增量约为 1.9 万亿。M2 增速在中性的货币政策背景下，预计 10 月份收于 10.5%。

观点

总量指标：包含固定资产投资（房地产、基建以及制造业）、消费以及工业增加值等分项。针对不同分项我们预判结果有所不同，具体来说：在 10、11 月份，房市整持续降温，一线城市和三线城市房地产销售同比增速均有回落，二线城市房地产销售同比增速为负增长但降幅有所收窄，10 月商品房成交面积当月同比约收于 7.36%，同比增速较上个月下降约 3.5 个百分点，在房价调控和去杠杆等政策加速恢复的背景下，房市预计在 11 月继续降温，房地产投资上升力度有限，预计 11 月房地产投资额累计同比增速收于 6.8%。基建投资持续增大，财政政策持续助力。制造业

请务必阅读正文之后的免责声明部分

方面，计算机、装备制造和医药等领域等领域延续迅猛的发展势头，多个制造行业投资额持续增长，是拉动整体制造业增长的重要力量，带动整体制造业投资回升，预计 11 月收于-3.9%。

价格指标：CPI 方面，我们的预测与市场预期均值一致，较 10 月大幅下行。食品项中，猪肉供给的持续提升叠加去年的高基数效应，预计 11 月份猪肉价格的环比增速会出现进一步下跌。羊肉 11 月价格走低，牛肉价格小幅走高。由于今年入冬较早，鲜果价格在 11 月预计会出现环比上涨。非食品项受到国际油价的影响，11 月份油价保持稳步增长，中国经济恢复加速，全球多地疫情恶化但是生产恢复有力推进，疫苗重大利好消息频发，拉动油价回升。国内经济恢复势头依然强劲，多个行业生产稳步扩大，同时消费稳步提升，但随着供给扩张比如猪肉和鲜菜，多项物价已进入下行通道。综合考虑，预计 11 月 CPI 同比收于 0.1%。PPI 方面：10 月 PPI 降幅与 9 月持平，环比增速为 0，但是，我国 PPI 回暖的态势依旧强劲，消费和投资加快恢复，11 月份制造业 PMI 为 52.1，环比上涨 0.7，相关行业工业产品价格也有所上升，工业生产继续扩张，生产，新订单和采购指数均继续上行，油价较 10 月有所上升，预计 11 月有一定的上升空间；预计 11 月 PPI 降幅收窄，预计同比收于-1.5%。

货币方面：预判三大指标，信贷、社融以及 M2：信贷预计 1.3 万亿，社融增量收于 1.9 万亿，M2 增速收于 10.5%。信贷方面：11 月 26 日央行发布的《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》和 9 月 25 日召开的中国人民银行货币政策委员会 2020 年第三季度例会都反映了我国将保持稳定适度的货币政策，更加注重精准导向。综合来看，10 月货币政策延续维持边际收紧，10 月信贷增量低于预期，中长期住户部门贷款增加 4059 亿元，企事业单位贷款多增 2335 亿元，企业发展持续向好，11 月房市继续降温，货币政策保持稳定中性，信贷上升空间有限，预计 10 月信贷增量为 1.3 万亿。社融方面：10 月社融增量为 1.42 万亿元，企业净融资为 2522 亿元，政府债券净融资为 4931 亿元，同比多增 3060 亿元，政府债券发行为社融提供有力支撑，11 月政府债券净融资和企业净融资均有下降，预计 11 月社融收于 1.9 万亿。M2：预计收于 10.5%。

风险提示：国内消费回暖不及预期，海外疫情扩散导致外需萎缩，国际形势复杂。

（证券分析师：李勇）

行业

汽车行业点评报告：11 月批发实现双位数增长，行业继续回暖

投资要点

行业整体概览：11 月产批同比涨幅扩大，批发略高于预期。乘联会口径：乘联会口径：狭义乘用车产量实现 227.8 万辆（同比+8.0%，环比+11.6%），批发销量实现 226.3 万辆（同比+11.3%，环比+9.2%），零售销量实现 208.1 万辆（同比+8.0%，环比+4.5%），其中新能源乘用车批发 18.0 万辆（同比+128.6%，环比+24.8%）。产批同比涨幅扩大，批发同比略超预期，其核心原因消费旺季来临，终端需求回暖。11 月乘用车企业库存+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。展望 12 月：因上游半导体供货紧张，预计对行业生产造成一些扰动，12 月份产量预

请务必阅读正文之后的免责声明部分

计同比增速 3-5%，批发销量预计同比 5%附近。

车企层面产销：绝大部分车企产批销量同比为正，上汽大众表现最差。同比增速为正且小于 10%的为一汽大众+上汽通用五菱+吉利汽车+东风日产+广汽乘用，除上汽大众外，其余重点车企批发销量同比均大于 10%。已公布车企产量同比大部分（除上汽大众）为正。长安汽车+长城汽车+长安福特+广汽本田+上汽通用增速最高，表现最好。

价格层面：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。

投资建议：因“行业数据扰动+上游芯片供给紧张+估值快速上升”三个因素叠加，短期带来汽车板块的波动。长期我们看多汽车板块三大理由依然成立：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/长安/吉利/比亚迪/广汽/上汽），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：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期

（证券分析师：黄细里）

非银金融行业 2021 年度策略
——三个关键词：顺周期、金融科技、资本市场改革

核心要点：经济回暖，顺周期产业迎拐点，金融科技券商逢机遇

随着全球的疫情、尤其是国内疫情的有效控制，同时加上疫苗研制的稳步推进，后疫情时代的经济修复逐步成为常态：利率水平在中期的维度将维持稳定，甚至稳步向上，利好借贷业务利差扩大和保险公司的资产配置。金融资产的质量水平逐渐修复，尤其有利于借贷类业务的金融资产质量。从中期维度的景气度周期来看，金融行业确定性高，当前估值横向与纵向均具有较强吸引力。

顺周期板块推荐排序为保险、租赁、博彩。1）保险：疫情过后行业负债端自开门红后有望 V 型反转，同时，经济复苏推动利率企稳回升，行业面临趋势性改善，准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。个股层面，首推【中国平安】，此外建议关注太保、新华、国寿。2）租赁：经济形势逐步企稳，租赁业务资产规模、坏账率及息差水平进入边际向上通道，建议关注实业有望逐步资本化推动价值重估的租赁龙头【远东宏信】。3）博彩：疫情好转伴随大陆赴澳签注政策开放以及非博彩产业的完善与发展，行业复苏起点在即，建议关注澳门博彩业寡头【永利澳门】、【银河娱乐】、【金沙中国】。

金融科技快速发展，我们应该关注什么？1）金融和科技相互促进，在监管推动下，步入高效、普惠、稳定的金融科技 4.0 时代；2）风险监管下

请务必阅读正文之后的免责声明部分

持牌特色金融机构占据优势，传统业务转型需与科技相互配合，重点推荐【东方财富】；3）竞争加剧，渠道、平台服务重要性不断加强；4）金融科技发展为科技服务行业注入需求动力。5）基于区块链技术的数字货币降低发行成本，减少支付环节，推动发行、流通、管理方面的产业链变革。

券商：资本市场改革有序推进，注册制将全面推行，产业政策放松及对外开放引导券商转型发展，推动行业长期阿尔法提升。建议关注最具成长性+业绩有望超预期的零售证券龙头【东方财富】；业绩增长确定，最受益行业集中度提升的龙头券商【中信证券】。

风险提示：1）信用风险扩大；2）监管趋严，流动性收紧；3）国内外疫情控制不及预期；4）开门红不及预期；5）股市向下调整。

（证券分析师：胡翔　证券分析师：朱洁羽）

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

长城汽车（601633）：H6+大狗+欧拉+炮齐上量，11 月产销靓丽

投资要点

公告要点：长城 11 月：产量 146190 辆，同比+23.2%，环比+19.5%；批发 145240 台，同比+26.1%，环比+7.1%。哈弗系列产量 102232 辆，同比+19.8%，销量 101812 辆，同比+22.1%。WEY 系列产量 9459 辆，同比-13.4%，销量 9122 辆，同比-12.7%。长城皮卡产量 22014 辆，同比+11.7%，销量 22610 辆，同比+18.6%。欧拉产量 12435 辆，同比+371.7%，销量 11592 辆，同比+414.7%。海外出口 9302 辆。

长城 11 月产销同比涨幅扩大，全新产品 H6+大狗+炮+黑猫表现靓丽

10 月长城汽车产量同比+14.1%，批发同比+15.7%。11 月产销同比涨幅明显扩大，表现亮眼。旗下四大品牌哈弗、WEY、长城皮卡、欧拉产销继续上涨，涨势强劲。主力车型哈弗 H6 连续两个月销量破 5 万，同比+32%，环比+4%，其中第三代 H6 销量 22852 辆，环比+10%。哈弗大狗销量 8555 辆，环比+22%，爆款潜质初现。长城炮销量继续过万，稳居首位。欧拉品牌主力车型欧拉黑猫同比+415%，环比+45%，实现 9 连涨。此外，欧拉好猫正式上市，补贴后售价 10.39-14.39 万元，进军 A0 级纯电细分市场，带动长城新能源——欧拉品牌持续向上；坦克 300 越野版开启预售，有望助力长城汽车销量进一步上涨。

长城 11 月企业端小幅补库

根据我们自建库存体系显示，11 月长城汽车企业库存当月+950 辆，企业库存累计-25304 辆（2017 年 1 月开始），小幅补库。渠道库存预计季节性小幅补库。

长城 11 月下旬折扣率小幅增加

根据我们自建价格体系显示：长城 11 月下旬车型算术平均折扣率 9.64%，环比 11 月上+0.46pct。第三代哈弗 H6 折扣率 1.79%，环比 11 月上旬+0.47pct，成交价环比下降 2250 元；第二代 H62021 款折扣率 13.58%，环比 11 月上旬+0.36pct。哈弗大狗折扣率 0.02%，环比 11 月上旬+0.02pct，成交价环比下降 28 元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

盈利预测与投资评级：

我们预计 2020-2022 年营业收入 1013.66/1375.97/1569.65 亿元，同比增长+5.4%/+35.7%/+14.1%，归母净利润 49.94/84.27/110.08 亿元，同比增长+11.0%/+68.7%/+30.6%，对应 EPS 为 0.55/0.92/1.21 元，对应 PE 为 45.60/27.02/20.69 倍。全面看多整车板块，首推长城汽车，给予“买入”评级。

风险提示：疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

中联重科（000157）：定增方案过审，后周期龙头面临估值修复

事件：公司发布公告称，非公开发行 A 股股票的申请获得证监会审核通过。

投资要点

定增方案过审，主要压制股价因素消除

公司于今年 7 月发布定增方案，拟募资对挖机、搅拌车、关键零部件等项目进行扩产。中间两次修改方案，今获得核准，最终 A 股定增方案为向不超过 35 名特定投资者发行不超过 10.6 亿股，合计募资 51.99 亿，锁定期 6 个月。我们认为，随着定增方案的过审，近几个月来压制公司股价的因素消除。同时公司作为工程机械后周期板块的龙头，业绩弹性大，估值面临修复。

后周期景气度凸显+龙头地位稳固，公司增长确定性强

根据我们调研情况，Q4 以来公司混凝土机械、工程起重机、塔机销量继续维持高增，三大主业景气持续性强；且行业市场份额不断集中，公司龙头地位稳固，业绩增长确定性高。挖机等新兴业务开始发力，将贡献新的业绩增长点。

混凝土机械：2020 年刚进入更新换代高峰，环保升级+治超趋严下行业未来 2-3 年增长确定性高，公司将显著受益行业增长。

塔机：受益于 PC 渗透对塔机的精度要求提升，公司作为龙头市场份额持续增长，今年有望超 50%。

工程起重机：风电抢装带来大吨位起重机供不应求，叠加基建拉动+更新需求，行业景气持续向好，公司份额不断提升，收入增速将超越行业。

新兴业务：土方机械和高空作业平台开局良好，今年以来均实现翻番以上增长；农机实现扭亏为盈，定位高端，未来需求向好。

盈利预测与投资评级：我们预测 2020-2022 年公司归母净利润分别为 70/86/100 亿元，当前股价对应 PE 分别为 11.7/9.6/8.2 倍，参考国内外可比上市公司，我们认为公司 PE 估值被显著低估，给予 2020 年目标估值 15 倍，对应目标市值 1052 亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下行风险；行业竞争加剧导致利润率下滑；市场拓

请务必阅读正文之后的免责声明部分

展不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

广汽集团（601238）：11 月产批环比继续增长，日系表现较好

投资要点

公告要点：

11 月广汽集团产量 222383 辆，同比+12.4%，环比+10.3%；销量 217654 辆，同比+11.4%，环比+3.7%。广汽本田产量 85163 辆，同比+20.5%，环比+9.7%，销量 86314 辆，同比+25.1%，环比-1.5%。广汽丰田产量 78280 辆，同比+14.0%，环比+7.6%，销量 77400 辆，同比+5.1%，环比+7.5%。广汽自主产量 43902 辆，同比+5.1%，环比+11.4%，销量 40576 辆，同比+5.3%，环比+7.3%。

广汽 11 月产批环比继续增长，日系表现较好

受益消费旺季来临+疫情影响逐步消退，11 月广汽整体产销环比继续增长。10 月广汽产量同比+18.7%，批发同比+21.5%。11 月产销同比较 10 月略有收窄，主要系去年 11 月基数较高所致。长城+上汽+广汽+长安合计产量 126.52 万辆,同比+10.8%；批发销量 122.63 万辆，同比+6.19%。广汽整体产销同比略低于该平均值，日系丰田/本田产销同比则明显高于该平均值以及自主，表现较好。

企业端广丰+自主均小幅补库，广本小幅去库

根据我们自建库存体系显示，11 月广丰、自主企业端均小幅补库，企业库存当月分别为+880 辆、+3326 辆，广本企业库存当月为-1151 辆。企业库存累计分别为-4796 辆、+5505 辆、-16749 辆。（2017 年 1 月开始）。

广汽 11 月下旬折扣率整体微幅扩大

广汽 11 月下旬车型算术平均折扣率 8.79%，环比 11 月上旬+0.14pct，与行业整体变化幅度持平。其中广丰算数平均折扣率 5.33%，环比 11 月上旬+0.11pct；广本算数平均折扣率 6.65%，环比 11 月上旬+0.15pct；自主算数平均折扣率 8.01%，环比 11 月上旬+0.52pct。传祺 GS432021 成交价降幅较大。

投资建议

2020-2021 年汽车行业依然有望逐步复苏。广丰+广本景气依然向上+广汽自主减亏可期+广菲克有望见底企稳，看好广汽集团长期发展。我们预计广汽集团 2020-2022 年归母净利润 6731/9464/11366 百万元，分别同比+1.7%/+40.6%/+20.1%，EPS 为 0.66/0.92/1.11 元，PE 为 19.58/13.92/11.59 倍。维持广汽集团 A+H 股“买入”评级。

风险提示：海外疫情控制低于预期；乘用车需求复苏低于预期；自主品牌 SUV 价格战超出预期。

（证券分析师：黄细里）

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