东吴证券晨会纪要

2020 年 12 月 07 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·行业风火轮——哪些行业在加大 Capex？

我们综合考量各行业 ROE 和资本支出/(折旧+摊销)表现，筛选出今年以来资本有效扩张的四个一级行业：农林牧渔、建筑装饰、非银金融、建筑材料。

有效的资本扩张应包括资本支出+ROE 表现。资本支出/(折旧+摊销)通常用来衡量企业为长期发展所发生的投资水平和趋势，ROE 表现可以衡量企业投资是否转化为收益。

上述四个一级行业 19 年以来资本支出持续扩张且 ROE 处于高位，回顾历史当资本有效扩张时这些行业往往能跑出超额收益，且在各自子行业中也有类似行情。展望未来在经济持续复苏的大背景下，这些行业及下属子行业业绩有望持续改善，股价或将同步反应。

固收金工

固收周报：本周股市整体回暖，关注转债投资机会

本周可转债一级市场有 7 只可转债发行。本周共有 16 家公司可转债有新进展。本周股票市场整体回暖，指数全线上涨，本周可转债指数整体上涨。从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合。本周位于套利区间的转债共计 16 支，较上周不变。可转债整体股性较强。本周可转债共转股 15,277.40 万股（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。风险提示：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系持续紧张。

固收周报：利率债周报：经济回暖趋势不变，宽松政策继续推行（2020 年第 46 期）

展望后期：从基本面来看，随着统筹疫情防控和经济社会发展取得显著成效，我国经济继续稳定恢复，复工复产进一步加快推进，企业的生产经营持续改善，需求持续回暖，制造业市场活力和内生动力不断增强，供需循环持续改善，恢复性增长明显加快。国外需求方面，全球疫情尚未得到全面有效控制，欧美疫情反复波动，局部地区反弹严重，经济重启进度不及预期，外需边际虽然持续改善，但仍然存在不稳定不确定因素。随着逆周期政策的加码，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景下，经济的内生增长动力显得愈发重要。

固收点评：超声转债：PCB 领域优质企业，多方面竞争优势彰显发展潜力

超声转债（127026.SZ）于 12 月 8 开始网上申购：总发行规模为 7.00 亿元，扣除发行费用后，将用于“新型特种印制电路板产业化（一期）建设项目”。超声转债条款合规合理；上市价格预计在 110-124 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 12.85 元/股，建议积极申购。观点：PCB 行业处于蓬勃发展期，行业产值呈稳定增长，国内 PCB 业务处于蓬勃发展期。公司主营业务发展迅速，毛利率水平处于同业上

游。多方面竞争优势，彰显公司发展潜力。期间费用控制力强，公司现金流充足。风险提示：宏观经济波动风险，项目投产产能消化风险。

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（11 月 28 日-12 月 4 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 170 支，总发行量 1618.86 亿元，较上周减少了 316.36 亿元，总偿还量 1552.51 亿元，较上周减少了 683.97 亿元，净融资额 66.35 亿元，较上周增加了 367.61 亿元。

固收周报：政府雇佣收缩过快，非农环比持续钝化

（1）大类资产整体资金流向：VIX 降至 20.79，波动率进一步下行，欧美股市全面上涨，本周信用债收益率边际走低，美国国债收益率边际走高，期限越长、评级越低的收益率水平收窄越多；（2）大类资产局部资金流向：从债市上看，信用债、利率债市场延续震荡，信用利差进一步收窄，投资级债信用利差收窄幅度高于高收益债信用利差收窄幅度（3）策略分析：美国金融市场向好，制造业继续复苏，服务业可能会受疫情反弹影响；联储反复强调支持经济的表态有助于市场保持信心，因就业数据不及预期

固收周报：风险信息周报（2020.11.30 -2020.12.06）

事件

负面信息：本周（11 月 30 日-12 月 6 日）负面信息共 5 条。重点关注：众信旅游集团股份有限公司主体评级展望下调为负面等。

取消发行：本周共有 17 家公司取消发行债券，取消发行规模 88.1 亿，较上周有所下降，但仍有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。

持有人会议：江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司于 2020 年 11 月 30 日召开“18 国控 01”“18 国控 02”2020 年第一次债券持有人会议等。

其他关注信息：宝鸡市投资集团涉及重大诉讼（仲裁）等。

金工专题报告：软件定义汽车，拥抱智能汽车黄金时代——智能汽车 ETF 投资价值分析

投资机会分析：短期来看，核心受益智能汽车零部件产业。零部件企业一方面背靠原有的下游车企客户，另一方面通过与基础平台企业合作，并伴随基础平台的快速渗透，而实现自身的全面崛起。长期来看，自主车企依靠我国逐渐完善的智能汽车供应链体系，有望实现全面崛起。

智能汽车 ETF 作为市场上首只智能汽车主题 ETF，是投资者分享智能汽车产业红利的有效投资工具。

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

行业

电子：半导体近期涨价梳理

以 8 寸晶圆制造的产能紧缺为发端，半导体产业链缺货、涨价行情逐步蔓延。

数字金融追踪：从陆金所三季报看数字金融产业近况

陆金所以助贷模式向小微企业主提供大额贷款，与蚂蚁等巨头

差异鲜明。陆金所模式的监管压力较小，目前主要受到降低贷款定价的监管导向影响。后续针对互联网贷款的政策将围绕助贷规范化和中小银行审慎放贷两个方向。

电子：电子行业周报

Mini LED 产业链包含了设备、芯片、封装、背光模组、面板、终端品牌厂几个环节。

电气设备新能源行业周报：电动车年底销量普遍超预期，工控景气进一步向好

电气设备 7162 上涨 0.4%，表现弱于大盘。工控自动化涨 5.82%，新能源汽车涨 0.35%，锂电池涨 0.31%，发电设备跌 0.41%，核电跌 0.48%，风电跌 0.52%，光伏跌 0.61%，发电及电网跌 1.62%。涨幅前五为方正电机、捷佳伟创、爱康科技、江特电机、恒润股份；跌幅前五为温州宏丰、石大胜华、川仪股份、华仪电气、金通灵。

化工行业 2020 年 12 月第 1 周周报：产品涨价潮持续，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。

汽车行业周报：11 月第四周批发同比+4%，全面看多

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）。

通信行业跟踪：本周专题：工业互联网赋能产业转型，看好相关领域投资机会

工业互联网构建数据闭环，形成数据自反馈；工业互联网有效解决行业痛点，提升生产效率；成长空间广阔，工业互联网领域发展潜力充足，建议关注工业互联网领域优质标题的投资机会。

医药生物：2021 年为何战略性重视医药的“芯片”原料药资产？中国制造崛起！

为何 2021 年需要战略性配置原料药资产？第一，中国制造业的崛起使得国内能够以低成本产出符合 FDA、CE 认证的医药的“芯片”原料药。第二，大部分原料药公司收入来自海外，所以免疫国采政策，不受制于国内医保控费。第三，2020 年部分原料药公司完成再融资，故未来 2-3 年高增长提供产能。第四，原料药现有估值较低，所以吸引力最强。建议重点配置华海药业、普洛药业等平台型公司；奥翔药业、九洲药业等积极转型 CDMO 公司；富祥药业、天宇股份等特色原料药公司等。

机械设备行业跟踪周报：建议持续关注顺周期的细分龙头和新能源设备投资机会

【光伏设备】HJT 降本进行时，建议关注技术迭代带来设备投资机会

【通用自动化】11 月 PMI 数据超预期，建议关注顺周期的细分龙头

【锂电设备】LG 分拆电池业务成立 LG 新能源，加速布局利好

核心设备商

【半导体设备】8 寸晶圆产能严重紧缺，下游扩产利好硅片设备商

汽车行业点评报告：供需错配致短期小扰动，长期加速自主

车用芯片供给紧张短期对汽车产业链排产和采购成本造成扰动，对终端汽车销量影响有限（现有库存有较好缓冲），对终端汽车折扣率预计会有所回收。长期而言，此次事件进一步突显了 MCU 甚至整个汽车产业链自主的重要性。不畏浮云遮望眼，我们长期看好“景气复苏+商业模式+自主崛起”三大因素共振带来汽车板块的长期投资机会。整车(长城/长安/吉利/比亚迪/广汽/上汽），零部件（华阳集团+中国汽研+德赛西威+拓普集团+万里扬等）。

激光行业深度报告：关注制造业复苏背景下激光行业投资机会

投资建议：短期内制造业持续复苏，激光行业景气度有望延续，中长期看激光行业作为黄金赛道，具有较好的成长性，重点关注柏楚电子、锐科激光、大族激光等细分赛道龙头企业。

环保工程及服务：供销总社发布废电回收处理行动方案，再生资源龙头产能有望扩张 50%份额升至 35%

废旧家电拆解提质增效专项行动发布，供销总社再生资源龙头企业拆解能力扩张 50%，份额提升至 35%。废旧家电拆解提质增效专项行动，将主要依托供销集团再生资源龙头企业开展，具体方案：1）扩大拆解规模：新增四机一脑拆解线、建设塑料、线路板、金属、压缩机等深加工项目，实现拆解产物高值化，对家电生产线进行智慧化改造；2）提高拆解份额：通过内生+外延模式，将供销系统拆解能力提升 50%，市场份额提升至 35%。3）提升拆解水平：升级改造 ERP 系统、线上竞价平台、信息实时监控系统等

电气设备行业销量点评：10 月海外电动车销量点评：海外市场高增持续，ID.3 销量破万

海外市场同比持续高增长。10 月海外电动车销量 17.90 万辆，环比降 7%，同比增 120%，其中欧洲 10 月销量 13.67 万辆，同比增加 179%，环比降 8%。今年 1-10 月全球电动乘用车累计销量 199.28 万辆，同比升 25%，其中国内销量累计 79 万辆，同比下降 6%，欧洲市场累计销量达 88.01 万辆，同比增 114%。

推荐个股及其他点评

上汽集团（600104）：11 月产批同比好转加速，自主改善明显

稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID4 开始热卖成为重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 13.17/11.99/11.06 倍。维持“买入”评级。

当升科技（300073）：海外放量+产能落地，正极龙头全球竞争力逐步突显

背靠央企，注重技术研发，19 年包袱出清。公司背靠央企，管理层大多北京矿冶技术出身，研发投入和专利布局领先同行，为国内第一批量产高镍正极的企业。目前稳定供货 LG、村田、比亚迪、中航、亿纬等头部电池企业。

金龙鱼（300999）：粮油产业一体布局，强渠道创增量空间

东吴证券晨会纪要

粮油米面行业领军品牌，巩固包装油领先优势，延伸产业链，业绩稳步增长。消费升级带来增长机会，粮油子行业多元发展。产业一体化布局提高附加值，渠道强掌控力助力横向延伸。盈利预测与投资评级。风险提示。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

宏观策略

策略周评：东吴策略·行业风火轮——哪些行业在加大 Capex?

我们综合考量各行业 ROE 和资本支出/(折旧+摊销)表现，筛选出今年以来资本有效扩张的四个一级行业：农林牧渔、建筑装饰、非银金融、建筑材料。

有效的资本扩张应包括资本支出+ROE 表现。资本支出/(折旧+摊销)通常用来衡量企业为长期发展所发生的投资水平和趋势，ROE 表现可以衡量企业投资是否转化为收益。如果 ROE 很低，而资本支出很高，那么很可能用于固定资产的投资是无效的，这将损害企业的价值。

上述四个一级行业 19 年以来资本支出持续扩张且 ROE 处于高位，回顾历史当资本有效扩张时这些行业往往能跑出超额收益，且在各自子行业中也有类似行情。展望未来在经济持续复苏的大背景下，这些行业及下属子行业业绩有望持续改善，股价或将同步反应。

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：本周股市整体回暖，关注转债投资机会

报告摘要

本周可转债一级市场有 7 只可转债发行，总发行量为 68.64 亿元，较上周再增加 42.15 亿元；有 3 只可转债偿还，均为提前赎回和到期赎回，总偿还量为 1.41 亿元，较上周增长 0.11 亿元；净融资额 67.23 亿元，较上周增加 42.04 亿元。长期来看，目前可转债发行波动较大。

本周共有 16 家公司可转债有新进展，其中 1 家公司通过了董事会预案，12 家公司通过了股东大会，1 家通过了发改委审核；2 家公司通过了证监会核准，分别为上海银行、易成新能，行业属于银行Ⅱ、通用机械，涉及发行规模分别为 200 亿元、0.65 亿元。

从股票指数走势来看，本周股票市场整体回暖，指数全线上涨，上证综指、沪深 300、上证 50、中证 500、创业板指、中小板指分别上涨 1.06%、1.71%、1.23%、1.78%、4.27%、2.72%；本周可转债指数整体上涨，上证转债、深证转债、中证转债指数分别上涨 0.10%、0.28%、0.17%。

从申万行业指数的角度来看，本周行业指数涨多跌少。医药生物、传媒、食品饮料、计算机、电子领涨，涨幅分别为 5.98%、4.14%、3.68%、2.95%、2.79%。银行、公用事业、汽车、房地产、钢铁领跌，跌幅分别为 0.08%、0.51%、1.36%、1.56%、2.30%。

截至 2020 年 12 月 3 日，存量可转债共计 379 支，存量余额共计 4870.48 亿元。其中银行业存量可转债余额最多，高达 1522.40 亿元，其他行业则

请务必阅读正文之后的免责声明部分

分布较为平均。除银行外存量可转债券余额最多的另外四个行业为公用事业、有色金属、化工、电子，其中公用事业行业本周呈下跌趋势。

从个券涨跌幅看出，可转债涨跌情况与级别相关性较差；从正股涨跌幅排名可知，正股涨跌榜与可转债涨跌榜有一定重合，正股涨跌榜未延续上周涨跌情况。本周市场最活跃的前五支可转债分别为汽模转 2、小康转债、宏辉转债、紫金转债、隆利转债。

本周位于套利区间的转债共计 16 支，较上周不变。

可转债的纯债溢价率中位数为 31.67%，转股溢价率的中位数为 15.18%，转股溢价率显著小于纯债溢价率，可转债整体股性较强。

本周可转债共转股 15,277.40 万股，其中汽模转 2 本周转股数为 3681.21 万股，占全部转股数的 33.88%。从累计转股比例来看，截至 2020 年 12 月 3 日，振德转债(退市)、金牌转债(退市)、龙蟠转债的累计转股比例分别为 99.36%、98.45%、95.78%。

（1）经济秩序稳步恢复，国际局势日趋复杂。上周央行公开市场净投放 300 亿元，下周仍有 2000 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。周一央行开展 2000 亿元 MLF 操作，超出市场预期，表明短期货币政策不会立刻退出，信用仍将保持宽松，这有利于提振市场情绪。11 月制造业 PMI 为 52.1，较上月上升 0.7，表明国内经济持续修复，制造业复苏有所加快，已由被动去库存向主动补库存转变。（2）投资策略：近期股市波动剧烈，板块轮动明显，震荡回调或衍生机会，但仍需合理控制风险。可关注金融地产后周期，低估值的顺周期板块，以及业绩修复确定性较高兼具性价比的蓝筹股。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。

风险提示：关注股市波动风险，海内外疫情反复，中美关系持续紧张。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：经济回暖趋势不变，宽松政策继续推行（2020 年第 46 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（11.30-12.06）央行公开市场净回笼 300 亿元，周一进行 1500 亿元逆回购 7D 操作以及投放 2000 亿元 MLF，并有 400 亿元逆回购 7D 到期，周二进行 200 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 100 亿元逆回购 7D 操作，并有 1200 亿元逆回购 7D 到期。下周（12.7--12.13）央行公开市场 2000 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，随着统筹疫情防控和经济社会发展取得显著成效，我国经济继续稳定恢复，复工复产进一步加快推进，企业的生产经营持续改善，需求持续回暖，制造业市场活力和内生动力不断增强，供需循环持续改善，恢复性增长明显加快。国外需求方面，全球疫情尚未得到全面有效控制，欧美疫情反复波动，局部地区反弹严重，经济重启进度不及预期，外需边际虽然持续改善，但仍然存在不稳定不确定因素。随着逆周期政策的加码，未来需求将会继续恢复。在经济下行背景

请务必阅读正文之后的免责声明部分

下，经济的内生增长动力显得愈发重要。

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 25.56BP，7 天 R 利率下行 25.80BP，14 天 R 利率下行 42.92BP，1 月 R 利率下行 42.92BP。DR001 上行 26.08BP，DR007 下行 33.00BP，DR014 下行 73.00BP，DR1M 下行 30.00BP。SHIBOR 利率较上周表现分化。SHIBOR 隔夜利率为 1.0860%，较上周上行 25.00BP；SHIBOR1 周为 2.1160%，较上周下行 22.00BP；SHIBOR2 周为 2.0170%，较上周下行 80.00BP；SHIBOR3 月为 3.0830%，较上周下行 5.00BP。

本周宏观经济跟踪：上周商品房成交面积有所提升，截至 11 月 29 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 434.48 万平方米，较上周增加 51.45 万平方米。其中一线城市成交 119.94 万平方米，二线城市成交 184.97 万平方米，三线城市成交 129.56 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 11 月 30 日，市场日均零售 10.71 万台，同比增速为 -3.00%，由增长转为下降。整体来看，车市行情较为低落。本周主要钢材价格表现分化，Myspic 综合钢价指数上涨，螺纹钢指数下跌。截至 12 月 4 日，螺纹钢价格较上周由 4113 元/吨下跌至 4046 元/吨，热轧板卷较上周由 4203 元/吨上涨至 4280 元/吨，圆钢价格较上周由 4093 元/吨上涨至 4150 元/吨，中板价格上周由 4360 元/吨上涨至 4397 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数上涨 0.93%，螺纹钢指数下跌 1.74%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 688.60 元，比上周价格上行 43.80 元；焦煤期货结算价 1513.00 元，较上周价上涨 85.50 元。截至 12 月 3 日，有色金属各品种价格表现分化。分品种来看，相比上周，锌价下跌 0.31%，铅价下跌 1.46%，铜价上涨 2.75%，铝价上涨 2.56%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上涨。截至 12 月 4 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 124.38，较上周上涨 2.54%，山东蔬菜批发价格指数收于 141.34，较上周上涨 10.75%。RJ/CRB 商品价格指数和南华工业品价格指数较上周表现分化，原油价格有所上涨。12 月 4 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 159.89 点，较上周下跌 0.67%；南华工业品指数收于 2446.02 点，较上周上涨 1.64%。截至 12 月 4 日，布伦特原油期货结算价为 49.25 美元，较上周上涨 2.22%，WTI 期货结算价为 46.26 美元，较上周上涨 1.60%。

风险提示：外部具有不确定因素；海内外疫情反复波动。

（证券分析师：李勇）

固收点评：超声转债：PCB 领域优质企业，多方面竞争优势彰显发展潜力

事件

超声转债（127026.SZ）于 12 月 8 开始网上申购：总发行规模为 7.00 亿元，扣除发行费用后，将用于“新型特种印制电路板产业化（一期）建设项目”。

超声转债条款合规合理；上市价格预计在 110-124 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，转股价为 12.85 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 4.81%（12/4）计算，纯债价值为 85.76 元，债底保护性一般。按照 12 月 4 日超声的收盘价为 12.83 元，转换平价为 99.84 元，平价溢价率为 0.16%。根据 2020 年 11 月 19 日超声

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收盘价 12.83 元计算，初始转换平价为 100.23 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，我们估计超声转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计超声转债上市价格约 110 元到 124 元之间，建议积极申购。

观点

PCB 行业处于蓬勃发展期，行业产值呈稳定增长。公司的核心业务中印制电路板（PCB）业务占据主体地位。目前全球印制电路板制造企业主要分布在中国大陆、台湾地区、日本、韩国、欧洲、美国等区域，而中国 PCB 产值占全球 50%以上，中国已成为全球最大的 PCB 生产基地，国内 PCB 业务处于蓬勃发展期。

公司主营业务发展迅速，毛利率水平处于同业上游。超声电子主营业务包括印制线路板、液晶演示器、覆铜板，2017 年，国家发改委出台《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，在“新一代信息技术产业”之条目“2.2.3 新型元器件”中包含了高密度互连印制电路板、柔性多层印制电路板、特种印制电路板。诸多利好政策对包括印制电路板在内的电子信息产业发展产生深远影响，同时带动公司业务增长。

多方面竞争优势，彰显公司发展潜力。公司具有多方面的竞争优势，首先公司始终坚持以技术研发为根本，以自主创新为发展源动力，依托公司的省级重点工程技术研究开发中心、省级企业技术中心、国家级博士后科研工作站为主体持续开展全员创新活动。其次，在质量管理方面，公司秉承稳妥扎实的一贯风格，通过深入推行卓越绩效、5S、6σ、TQM、TPM、APQP、IE 管理等先进管理方法。最后，公司坚持践行“客户满意、员工满意、投资者满意、社会满意”的企业服务宗旨，将“客户满意”列为公司首要的服务目标，采取强化内部管理和外部联络两手并举的措施，不断打造提升自身的客户服务能力。

期间费用控制力强，公司现金流充足。报告期各期末，公司期间费用率分别为 13.64%、11.35%、13.29%和 14.10%，基本保持稳定。公司制定了各项费用控制制度和规章，并能有效贯彻执行，显示出公司较强的费用控制能力。随着公司整体经营规模的扩大，公司各项管理费用相应增长。同时，公司紧跟行业发展趋势，以市场需求为导向，通过新产品技术开发、工艺流程优化、技术成果应用转化等多方面提高自主创新能力，持续加大研发投入，研发费用随之逐年增长。另外，随着公司销售收入的增长以及公司整体经营规模的扩大，公司销售费用相应增长。2017 年-2020 年 H1，公司经营活动产生的现金流量净额均为正数，反映经营活动产生的现金流量充足，盈利质量较好。

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（11 月 28 日-12 月 4 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 170 支，总发行量 1618.86 亿元，较上周减少了 316.36 亿元，总偿还量 1552.51 亿元，较上周减少了 683.97 亿元，净融资额 66.35

请务必阅读正文之后的免责声明部分

亿元，较上周增加了 367.61 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 15.64BP，中票的发行利率的下降幅度为 16.76BP，企业债的发行利率的上升幅度为 38.82BP，公司债的发行利率的下降幅度为 39.07BP。

银行间和交易所信用债合计成交 4631.97 亿元，总成交量较上周 5091.12 亿元减少了 459.15 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1794.86 亿元、2381.26 亿元、305.33 亿元、150.52 亿元。

国债收益率：本周各期限国债到期收益率均呈下降趋势。具体来看，截至 12 月 4 日，1 年期国债收益率为 2.8708%，较上周 2.9104%下降了 3.96BP。3 年期国债收益率为 3.0348%，较上周 3.0837%下降 4.89BP。5 年期国债收益率为 3.1156%，较上周 3.1522%下降了 3.66BP。7 年期国债收益率为 3.2701%，较上周 3.3189%下降了 4.88BP。10 年期国债收益率为 3.2651%，较上周 3.3000%下降了 3.49BP。

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 11 月 27 日，除 3 年期中短期票据和 7 年期城投债信用利差呈收窄趋势外，大多数期限和种类信用债的信用利差呈扩大趋势。截至 11 月 27 日，大多数期限和种类信用债的等级利差呈扩大趋势，仅 1 年期中短票据和 3 年期企业债等级利差收窄。

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，达达 2,055.13 亿元。其次为公用事业、能源、材料、金融、房地产和日常消费，周交易量分别为 531.55 亿元、384.65 亿元、347.90 亿元、308.18 亿元、245.83 亿元和 127.75 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下降，净融资额则在本周呈现出大幅上升。其中，总发行量的主要下降动力来自短期融资券和企业债，总偿还量的下降动力来自短期融资券，中期票据和公司债，净融资额的主要上升动力来自短期融资券、中期票据和公司债。二级市场的交易量在本周同比小幅下降，交易量的主要下降动力来自中期票据。本周信用债收益率的变化趋势与国债收益率一致，主要呈下降趋势。日前国企违约事件的负面影响进一步消散，债市回调趋势明显，投资机会上可关注违约事件中遭错杀的债券。此外，融资环境边际收紧的背景下，市场潜在风险仍有可能继续释放，要注意提防尾部风险。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，但成交量下降 4.07%；房地产行业的交易量涨幅最大，达 54.17%，其次为金融业，交易量涨幅达 32.26%。

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）

固收周报：政府雇佣收缩过快，非农环比持续钝化

请务必阅读正文之后的免责声明部分

一周观点：美劳动力市场环比钝化，私人部门扩张速度小于公共部门收缩速度。（1）美国非农就业人口 11 月数据 1420 万人，仅等同于 2015 年同期水平，同比缺口仍达到约 90 万人，且环比补缺口趋势呈现明显钝化倾向；（2）具体来看，私人部门扩张约 34 万人，公共部门雇佣规模收缩约 10 万人，其中几乎全部来自于联邦政府雇员规模的收缩；（3）分析原因，我们认为联邦政府雇佣规模在 2020 年 2 月至 8 月间扩大约 30 万人，在私人部门雇佣规模大幅萎缩的情况下，提供了一定支撑、一定的“逆周期”调节效果，但从 8 月至今已经累计收缩了约 27 万人，几乎恢复到了疫情前水平；（4）因此，解读非农环比钝化的原因，我们认为主要来自于受疫情防控不力等因素影响，私人部门复苏势头较弱，公共部门支撑力度难续；政策建议包括二轮纾困中需要提供更稳定的公共部门雇佣，以对冲私人部门劳动力市场缓慢复苏的情势，提振总需求。

大类资产表现：加元、法郎走高；美利率债收益率走高、信用债收益率走低，美收益率曲线边际趋陡。具体来看，股市：英＞美＞日；债市：信用债>利率债；汇市：加元>法郎>欧元>英镑>日元>美元；大宗：白银>铜＞黄金>原油＞天然气。

策略分析

美国：短期来看，制造业继续复苏，服务业可能会受疫情反弹影响；联储反复强调支持经济的表态有助于市场保持信心，因就业数据不及预期，国会就财政援助的谈判进度加快，财政援助或更早落地，考虑政策立场，短期美元维持低位震荡或继续缓慢下行，美股在高位震荡基础上缓慢上行，若遇财政援助落地时点或规模不及预期则会有所回调，美债收益率曲线逐渐走峭，因中长期经济预期转好；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，欧央行加码宽松在即，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：从短期来看，欧洲各国的封锁措施取得了一定成效，疫情增速有所放缓，但封锁措施对国内需求影响较大，物价指数持续低迷，恐面临通缩风险。根据近期欧央行的鸽派发言，后续采取的宽松货币政策将给欧元带来贬值压力；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，石油已经连续第五周上涨，周四公布的 OPEC 最新协议显示石油供给侧在商讨后达成一致，确保了至少未来一个月的供给侧稳定；与此同时，本周公布的 ADP 就业人数低于预期和前值，失业人数高于预期，显示欧美基本面仍然薄弱，经济疲软，油价反弹状况仍然存疑；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，从月初公布的各项数据显示，欧美基本面依然薄弱，本周美元指数跌至自 2018 年四月最低水平；同时，美国通胀水平维持在 1.5%，仍然低于目标值 2%；疫苗方面，因供应链问题，辉瑞今年产量减半，从预期的 1 亿计划减到 5000 万只，降低群众对市场乐观情绪，增强

请务必阅读正文之后的免责声明部分

了黄金的避险功能；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）

固收周报：风险信息周报（2020.11.30 -2020.12.06）

事件

负面信息：本周（11 月 30 日-12 月 6 日）负面信息共 5 条。重点关注：众信旅游集团股份有限公司主体评级展望下调为负面；东旭光电科技股份有限公司发行的“16 东旭光电 MTN002”未按时兑付利息；华晨汽车集团控股有限公司发行的“19 华晨 02”提前到期未兑付；宜华企业(集团)有限公司发行的“18 宜华 03”未按时兑付回售款和利息；精功集团有限公司发行的“17 精功 MTN001” 未按时兑付本息。

取消发行：本周共有 17 家公司取消发行债券，取消发行规模 88.1 亿，较上周有所下降，但仍有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 陕延油 MTN007 取消发行 20 亿元；20 中交四局 MTN002B 取消发行 10 亿元；20 嘉兴商务 MTN001 取消发行 3 亿元；20 日照港 MTN001 取消发行 10 亿元；20 随州债取消发行 2.3 亿元；20 二商 Y2 取消发行 4 亿元；20 二商 Y1 取消发行 4 亿元；20 沪世茂 MTN002 取消发行 2.1 亿元；20 杭金投 MTN003B 取消发行 3 亿元；20 天恒置业 PPN007B 取消发行 3 亿元；20 城发 04 取消发行 8.2 亿元；20 太仓港 SCP010 取消发行 2.5 亿元；20 中交天津 MTN002 取消发行 5 亿元；20 荆门城建 MTN001 取消发行 3 亿元；20 巴中国资 SCP001 取消发行 2 亿元；20 如皋经开 SCP004 取消发行 5 亿元；20 苏州高技 PPN001 取消发行 1 亿元。

持有人会议：江西省省属国有企业资产经营（控股）有限公司于 2020 年 11 月 30 日召开“18 国控 01”“18 国控 02”2020 年第一次债券持有人会议;华晨汽车集团控股有限公司于 2020 年 11 月 30 日召开“18 华汽 01/18 华汽债 01” “18 华汽 02/18 华汽债 02” “18 华汽 03/18 华汽债 03” “19 华汽 01/19 华汽债 01” “19 华汽 02/19 华汽债 02”2020 年第一次债券持有人会议；上海纺织（集团）有限公司于 2020 年 12 月 1 日召开“20 沪纺织 SCP002”2020 年债券持有人会议；靖江港口集团有限公司于 2020 年 12 月 1 日召开“16 靖江港”2020 年第一次债券持有人会议；广东省粤科金融集团有限公司于 2020 年 12 月 1 日召开“15 粤科债”2020 年第一次债券持有人会议；中海企业发展集团有限公司于 2020 年 12 月 3 日召开“15 中海 02”2020 年债券持有人会议；湘潭市两型社会建设投融资有限公司于 2020 年 12 月 2 日召开“14 潭两型债”2020 年第二次债券持有人会议；上海纺织（集团）有限公司于 2020 年 12 月 1 日召开“18 纺织 01”2020 年债券持有人会议；扬州化工产业投资发展有限公司于 2020 年 11 月 30 日召开“20 扬州化工 CP001”2020 年债券持有人会议；永城煤电控股集团有限公司于 2020 年 12 月 1 日召开“20 永煤 SCP007”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：宝鸡市投资集团涉及重大诉讼（仲裁）；江海证券涉及重

请务必阅读正文之后的免责声明部分

大诉讼(仲裁)；东方金城持续关注陕西省西咸新区泾河新城开发建设集团涉及重大诉讼事项；华润资产管理涉及重大诉讼(仲裁)；华晨汽车集团控股涉及重大诉讼（仲裁）；河钢集团并表子公司河钢股份重大诉讼。

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）

金工专题报告：软件定义汽车，拥抱智能汽车黄金时代——智能汽车 ETF 投资价值分析

智能汽车板块迎来发展机遇期：我国智能网联汽车产业得到政策大力支持，整体进程走在世界前列。2020 年 11 月 11 日，中国智能网联汽车创新中心发布《智能网联汽车技术路线图 2.0》。路线图指出：到 2025 年，PA(部分自动驾驶)、CA(有条件自动驾驶)级智能网联汽车市场份额超过 50%，HA（高度自动驾驶）级智能网联汽车实现限定区域和特定场景商业化应用；到 2030 年，PA、CA 级智能网联汽车市场份额超过 70%，HA 级智能网联汽车市场份额达到 20%，并在高速公路广泛应用、在部分城市道路规模化应用。从行业基本面看，车企持续高研发投入，盈利总体向上，行业趋势见好。供给端：软件定义汽车逐渐成为行业发展趋势，以特斯拉+造车新势力为首的车企率先掀起一轮智能化升级浪潮。需求端：居民消费能力的提升带动汽车等可选消费品销量规模的上升并提高平均消费单价。

近期行业事件：华为定位汽车增量市场，于 2020 年 10 月 30 日发布 Hi 全栈智能汽车解决方案，包括智能座舱、智能驾驶、智能网联、智能电动、智能车云，以及激光雷达等整套零部件，赋能汽车产业，助力国内自主加速崛起。自主品牌纷纷打造高端智能化品牌，例如 11 月 14 日，长安宣布与华为、宁德携手打造高端智能汽车品牌。11 月 26 日，上汽集团、浦东新区和阿里联合打造智己汽车。我国自主车企迎来百年机遇，有望依靠政策+本土科技赋能实现全面崛起。

投资机会分析：短期来看，核心受益智能汽车零部件产业。零部件企业一方面背靠原有的下游车企客户，另一方面通过与基础平台企业合作，并伴随基础平台的快速渗透，而实现自身的全面崛起。长期来看，自主车企依靠我国逐渐完善的智能汽车供应链体系，有望实现全面崛起。

中证智能汽车主题指数历史表现

1）指数概况：选取为智能汽车提供终端感知、平台应用的公司，以及其他受益于智能汽车的 36 家企业作为成份股。

2）指数净值表现：收益端平均年化 22.75%，远超其余宽基指数。波动端，年化波动与中证 500 相近，信息比率为 0.6，与万得全 A 持平。

3）十大权重股：前十大权重成份股权重占比 50.1%，前 5 大权重股均对指数收益起到拉升作用。

智能汽车 ETF:（场内简称：智能汽车，认购代码：515253；证券代码：515250）作为市场上首只智能汽车主题 ETF，是投资者分享智能汽车产业红利的有效投资工具。

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：高子剑）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业

电子：半导体近期涨价梳理

投资要点

半导体涨价行情蔓延：我们在 11 月 8 日发布报告《8 寸晶圆供不应求，新一轮价格上升周期开启》提示了 8 寸晶圆制造供需失衡的状态及原因，近期，以 8 寸晶圆制造的产能紧缺为发端，半导体产业链缺货、涨价行情逐步蔓延。

封测：封测厂商 11 月之后的封测新单涨价约 20％、急单涨价 20～30％左右，并且全球封测龙头日月光已宣布 2021 年 Q1 封测价格调涨 5～10％，业界预计封装产能紧缺情况至少会延续到 2021 年 Q2。封测环节位于晶圆制造的下游，同样会受到汽车电子、消费电子等终端需求的提振导致产能供不应求，目前打线、植球封装、倒装和晶圆级封装的市场需求较大。此外，封测上游原材料环节中 IC 载板及导线架等材料成本上涨也促进了封测的涨价趋势。

MCU：目前，汽车电子领域的部分 MCU 产品价格涨幅在 20%-30%，英飞凌 32 位 MCU 的货期在 15-24 周，ST 的 MCU 交期则为 24-35 周，并且均有延长趋势。目前 MCU 市场主要份额被英飞凌、ST、NXP 等 IDM 厂商占据，受制于欧洲疫情，上述 IDM 厂商的复工率和产能利用率恢复不及预期，例如 ST 的产能利用率仅约 70%，而 MCU 主要在 8 寸晶圆厂投片，属于 8 寸晶圆制造的上游环节，在 8 寸晶圆代工厂产能同样紧缺的情况下，MCU 产能供应不足。从需求端看，汽车电子、消费电子需求复苏和提升程度超预期，并且部分客户抢货、囤货状况加剧，导致 MCU 出现缺货、涨价行情。

功率半导体：目前，车载功率器件的价格上涨约 10%左右，同时，安森美、安世半导体等厂商的双极性晶体管、肖特基二极管、MOSFET 交期均处于延长趋势。汽车、消费电子应用对功率半导体的需求持续提升。同时，功率半导体主要在 8 寸晶圆厂投片，产能供应紧张，考虑到晶圆厂筛选订单的情况，高毛利率的高端功率半导体产品会被优先调配产能，进而挤占中低端功率半导体产品的产能供应，从而加剧中低端功率半导体产品的缺货和涨价行情。

投资建议：随着半导体产业链缺货、涨价行情在 8 寸晶圆制造、封测以及 MCU、功率半导体等产业链环节逐步蔓延，消费电子、汽车电子等终端应用市场对于相关服务和产品的市场需求有望持续提升，进而有助于加速本土厂商导入相关半导体供应链，实现客户拓展的突破，同时涨价也有助于提升相关半导体产业链公司的盈利能力。晶圆厂建议关注：华虹半导体、华润微、中芯国际；封测厂建议关注：长电科技、通富微电；IC 设计公司建议关注：富满电子，圣邦股份、芯朋微，新洁能，斯达半导、韦尔股份、立昂微、闻泰科技、扬杰科技、捷捷微电、立昂微、中颖电子等。

风险提示：电子行业景气度下滑；下游需求减弱；企业研发不及预期。

（证券分析师：王平阳）

数字金融追踪：从陆金所三季报看数字金融产业近况

请务必阅读正文之后的免责声明部分

引言：本轮围绕金融科技的监管收紧正在持续，蚂蚁等互联网巨头预计正在对互联网贷款业务模式进行改造，已经成功登陆美股上市的陆金所近况如何？更关键的是，未来针对数字金融领域，还有哪些政策可能陆续落地？

投资要点

陆金所以助贷模式向小微企业主提供大额贷款，与蚂蚁等巨头差异鲜明。

①陆金所的收入基本来自于互联网信贷和财富管理两大业务，构成其金融科技平台。其中，信贷的主要商业模式是根据促成贷款的规模及利息收取服务费（TakeRate），另外也有少量自营投放或担保的贷款收取利息、担保费；财富管理业务则根据客户 AUM 提取服务费。2020 年前三季度，陆金所信贷业务服务费收入占总收入比重 78%，与利息净收入、担保费合计后的占比达到 93%，而财富管理收入占比 3.1%。

②具体而言，陆金所的互联网贷款核心客群是小微企业主，解决的痛点是传统银行很少向“小 B 端”提供无抵押类贷款，而互联网巨头又很难提供大额贷款。因此，陆金所的户均贷款金额显著高于以 C 端消费贷（花呗/借呗/微粒贷等）为主的蚂蚁/腾讯，尽管蚂蚁也有相当规模的网商贷等小微类贷款（2020/06 余额 4217 亿元），但客户层级、每笔金额仍然存在较大差异，从这一点来看，蚂蚁和陆金所的信贷业务位于不同的子赛道。

③金融模式方面，目前陆金所基本采用助贷模式，银行、信托是主要合作资金来源，同时绝大部分贷款会搭配第三方担保或信用保险以锁定风险，少量贷款由陆金所或资金方承担风险。这套模式与蚂蚁的“自营+联合贷+助贷”多元模式区别比较显著。11 月初出台的网络小贷新规，对小贷公司与银行合作的联合贷模式冲击很大，蚂蚁、京东等互联网巨头也面临整改，但由于陆金所以助贷模式为主，目前并未受到该项新规的影响。

陆金所模式的监管压力较小，目前主要受到降低贷款定价的监管导向影响。

①近期，国内对于金融科技的监管持续收紧，我们在 9 月 13 日的《互联网借贷研究框架：监管博弈》专题报告中也明确预判了产业最大的压力是监管，未来监管将持续趋严。不过，对于助贷模式而言，目前主要遵循的仍然是 2020 年 7 月正式出台的《商业银行互联网贷款管理暂行办法》，这也是互联网贷款的根本大法。此外，前期出台的针对融资担保、信用保证保险的监管细则对助贷业务也形成约束。我们基于产业调研，判断近期并没有新的针对助贷业务模式本身的监管政策，因此当联合贷模式被约束后，我们判断蚂蚁等互联网巨头也将逐步增加助贷模式的业务比例。

②目前对于助贷模式实际产生影响的监管导向，主要是金融监管部门及最高法院降低贷款利率的引导。一方面，11 月 21 日银保监会通报部分银行、保险及助贷机构违规抬升小微综合融资成本的典型问题，其中就包括陆金所旗下平安普惠综合运用信用保证险保费、担保费、服务费等方式抬高融资成本的案例，这是针对今年五月银保监会、央行等六部委联合发布的《关于进一步规范信贷融资收费，降低企业融资综合成本的通知》的追踪核查，与近期金融科技严监管并没有直接联系，但显然会影响助贷平台的收费价格。另一方面，最高法院今年 8 月 20 日将民间借贷利率保护上限调低至 15.4%以后，对于规则是否适用于持牌金融机构，监

请务必阅读正文之后的免责声明部分

管层及行业内一直存在争议（目前仍没有完全达成一致），但无论如何，降低贷款定价的方向是明确的，实操层面 15.4%名义利率对应 27.3%实际年化利率，很多互联网平台、消费金融公司都可能会下调贷款定价以满足监管。

③目前，降低贷款定价导向已经对陆金所等互联网平台及银行产生影响。我们看到，陆金所第三季度促成贷款服务费单季同比降低 5.9%至 94.2 亿元，主要源于三方面因素，一是公司主动持续调整收入结构，增加承担风险业务的占比，这一点从利息净收入及担保费高增长可以印证，也是陆金所贷款平台后续的调整导向；二是部分客户提前还款；三是 9 月以后主动降低贷款定价以适应监管导向，这直接导致服务费率（Take Rate）同比降低 1pct 至 9.4%。

④与信贷业务相比，财富管理业务的监管约束小、行业格局稳，我们认为财富管理是互联网金融巨头的最佳赛道。陆金所第三季度的财富管理服务费收入单季同比降低 22.7%至 4.9 亿元，但这主要源于 2019 年以来 P2P 业务退出带来的转型压力，实际上符合监管导向的新产品所产生的服务费收入已经单季同比增长 122.3%至 2.49 亿元，我们预计财富管理板块的收入将在 2021 年重新进入正增长通道。

后续针对互联网贷款的政策将围绕助贷规范化和中小银行审慎放贷两个方向。

①对于流量端的互联网平台，监管层可能基于此前一系列政策规定，进一步规范助贷模式，对“禁止不合规担保兜底、要求商业银行独立风控”等要点进一步明确，但预计未来的监管动作不会像 11 月初网络小贷新规对联合贷的冲击那么强烈。

②我们认为监管层仍将约束中小银行的互联网贷款业务增长，判断未来半年内可能将联合贷业务单独纳入 MPA 考核，同时各地方银监局也可能进一步严格限制中小银行的互联网贷款异地展业问题。如此以来，预计未来互联网巨头将更希望与全国性商业银行合作，以规避异地展业约束，但平台的议价能力也会降低。

投资建议：中长期理性看好消费金融市场，重点推荐头部零售银行。虽然监管政策收紧对短期互联网巨头的信贷业务有冲击，但中长期我们依然看好我国消费金融市场的发展空间。在良性增长的未来，除了拥有核心数据资产的蚂蚁、陆金所等头部互联网平台，我们同时看好最优质的零售银行，重点推荐招商银行、平安银行、宁波银行等。

风险提示：1）对互联网贷款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）

电子：电子行业周报

投资要点

2021 年 MiniLED 背光电视出货量有望达 890 万台：DSCC 发布最新报告，随着三星和中国品牌推出带有 MiniLED 背光源的液晶电视，预计 MiniLED 技术在 2021 年将获得较快速发展，MiniLED 背光出货量将从 2020 年的 50 万台增加到 2021 年的 890 万台。MiniLED 增长并不局限于电视领域。随着供应链的成熟和制造成本的降低，DSCC 的分析显示，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

MiniLED 背光产品销量最大的三个细分市场将是电视、笔记本电脑和平板电脑。DSCC 预测，到 2025 年，总出货量将超过 4800 万台。

背光源是 MiniLED 的主要应用，成本控制是发展重心：以终端应用场景为依据来分类，MiniLED 的应用领域可以分为直接显示和背光两大场景作为直接显示应用而言，但 MiniLED 用于直接显示价格高昂，在目前以商显客户为主的市场里优势并不明显，因此作为背光源是 MiniLED 主要应用场景。在高端显示领域，MiniLED 背光成本是同尺寸 OLED 的 60%-80%。同时，MiniLED 背光依托于传统的显示产业链，只需对现有设备进行升级，从而能够在低成本的情况下实现高对比度，帮助 LCD 产品应对来自 OLED 的挑战并增加其附加值，厂家不需要付出太大成本就可以获得更高的收益，因此各大终端厂商已纷纷布局或陆续推出 MiniLED 相关产品。

MiniLED 为产业链注入新活力，各环节积极布局：MiniLED 产业链包含了设备、芯片、封装、背光模组、面板、终端品牌厂几个环节。上游芯片环节，三安光电、兆驰股份、华灿光电等积极扩大 MiniLED 产能，MiniLED 芯片技术成熟、价值量高，即将迎来规模化量产阶段。中游瑞丰光电、国星光电等封装企业已经量产 MiniLED 产品并将大幅扩产。下游面板厂京东方、华星光电、群创、友达等面板厂商针对不同的市场，推出差异化的 MiniLED 解决方案，终端厂 TCL 发布了全球首款基于 IGZO 玻璃基板的主动式 Mini-LED142 寸显示屏，小米、康佳等厂商也已发布 MiniLED 背光电视，三星、LG、长虹等预计 2021 年推出，苹果亦有望在 2021 年推出 MiniLED 背光 iPad 产品。

建议关注：建议关注积极布局 MiniLED 的芯片厂三安光电、兆驰股份，封装厂瑞丰光电、国星光电，下游应用 TCL 科技等。

风险提示：汇率波动风险；宏观经济波动风险；市场开拓不及预期。

（证券分析师：王平阳　证券分析师：王少南）

电气设备新能源行业周报：电动车年底销量普遍超预期，工控景气进一步向好

投资要点

电气设备 7162 上涨 0.4%，表现弱于大盘。工控自动化涨 5.82%，新能源汽车涨 0.35%，锂电池涨 0.31%，发电设备跌 0.41%，核电跌 0.48%，风电跌 0.52%，光伏跌 0.61%，发电及电网跌 1.62%。涨幅前五为方正电机、捷佳伟创、爱康科技、江特电机、恒润股份；跌幅前五为温州宏丰、石大胜华、川仪股份、华仪电气、金通灵。

行业层面：电动车：欧洲 11 月新能源车销量环比持续向上；五菱宏光 mini、比亚迪汉、新势力等车型 11 月销量再创新高；工信部发布第 12 批《新能源汽车推广应用推荐车型目录》，特斯拉 ModelY、奥迪 e-tron 等进口车型的国产版本正式现身；蜂巢能源国产无钴电池开放预订，2021 年 6 月正式量产；沃尔沃 2030 年起只售电动车；特斯拉 FSD 测试版加入新功能，可在路口自动礼让行人；特斯拉 2021 年将在部分地区推出 L5 级全自动驾驶功能；为配合特斯拉，LG 化学计划 2021 年将中国电池产能翻倍；LG 新能源正式成立；三星 SDI 与澳洲 PureMinerals 签署 3 万吨镍采购合同；欧盟计划大力推行电动汽车，2030 年底至少 3000 万辆上路；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

日本考虑 2030 年代中期停售汽油车新车，加快向纯电动汽车转型。新能源：工信部：将对光伏玻璃熔炉项目报批和产能置换进行更市场化管控；国网 1-8 批可再生能源补贴项目公布，光伏第八批 9.7GW；二代 HJT 电池生产装备等 26 项入选国家能源局公示第一批能源领域首台（套）重大技术装备项目清单；印度对华浮法玻璃作出第三次反倾销日落复审终裁，建议继续征收反倾销税；新西兰总理宣布进入气候紧急状态。工控&电网：11 月官方 PMI52.1，环比+0.7，创下 18 年以来新高；11 月工控行业销售情况：伺服方面，安川+36%、松下+10%、台达+24%、禾川+30%，整体有进一步提速，低压变频方面，ABB+8%、安川+17%，维持稳健快速增长，中大型 PLC 方面，施耐德同比+12%有提速。

公司层面：新宙邦：向 319 人授予限制性股票数量 633 万股，占本激励计划股本总额的 1.54%，行权价格：41.54 元/股；阳光电源：实控人曹仁贤解除质押 0.35 亿股，占公司总股本 2.37%；上机数控&东方日升：签订重大销售合同，2021-2023 年，东方日升总计采购 22.5 亿片单晶硅片，锁量不锁价，预计销售金额三年总计约 113.63 亿元；天赐材料：徐金富变更减持计划，变更后减持不超过 1310 万股（占总股本不超过 2.4%）；三环集团：拟向 11 名特定对象发行普通股 7903 万股，发行价 27.52 元，实际募集资金净 21.54 亿元；中材科技：筹划重大资产重组事宜，股票将自 12 月 2 日开市起停牌；比亚迪：向中国证监会提交新增发行境外上市外资股(H 股)申请材料，拟发行数量不超过 2020 年 6 月 23 日已发行 H 股股份总数的 20%；锦浪科技：定增上市公告，发行 744 万股，97.32 元/股，募集资金净额 7.12 亿元。

投资策略：在爆款车型和年底退坡情况下，11 月和 12 月销量持续火爆，12 月排产环比增 5%以上超预期，总体偏紧，六氟稳在 10.5 万/吨，全年销量到 125 万以上，明年国内预计 180-200 万辆；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 2030 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，欧盟碳排放目标提升到 60%，美国拜登当选后推 100%清洁能源计划，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。

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）、汇川技术（通用自动化持续大超预期、动力总成全面突破）、隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、高增长低估值）、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）、璞泰来（负极全球龙头、隔膜和设备加强布局）、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）、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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（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、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）

化工行业 2020 年 12 月第 1 周周报：产品涨价潮持续，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 3,444.58，本周累计上涨 1.06%，深证成指本周上涨 2.45%，化工板块（申万）上涨 0.42%。

本周可降解塑料概念表现强势：本周化工板块涨幅居前的个股有丹化科技、银禧科技、瀚叶股份、上海天洋、华信新材、江苏索普、美联新材、光威复材、润禾材料、山东赫达。11 月 30 日商务部再次出台限塑相关政策，可降解塑料概念热度再起，丹化科技、华信新材、美联新材等可降解塑料概念标的本周表现强势。

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，有机硅、钛白粉继续强势：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硫酸(23.81%)、腈纶短纤(15.85%)、浓硝酸(11.62%)、硫磺(11.26%)、丙烯腈(9.50%)。据我们跟踪，有机硅、钛白粉等顺周期化工品库存仍在消耗，开工率稳步提升，景气周期仍在上行。

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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

汽车行业周报：11 月第四周批发同比+4%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 1.4%，跑输大盘 3.1pct。除了 SW 商用载客车上涨外，其余汽车子板块呈下跌形态，SW 乘用车幅度最大。申万一级 28 个行业中，汽车板块排名第 26 名，排名靠后。估值上，整体有所下跌，SW 乘用车幅度最大。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。

景气跟踪

销量：11 月 23-30 日乘用车零售日均销量同比下降，批发日均销量同比上升。11 月 23-30 日乘用车零售销量日均 107107 辆，同比下降 3%，月度累计零售销量日均 61803 辆，同比上升 5%。11 月 23-30 日乘用车批发销量日均 103134 辆，同比上升 4%，月度累计批发销量日均 65710 辆，同比上升 8%。

库存：10 月传统乘用车企业库存-4.3 万辆，企业累计库存为-49 万辆，10 月渠道库存增加 9.5 万台。渠道库存季节性小幅补库。

价格：11 月上旬折扣率小幅增加。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 月上旬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 14.60%，环比 10 月下旬+0.14pct，热门车型中降价幅度前五车型是英朗 2021+凌派 2020+君越 2021+君越 2020+别克 GL82020。2）主要车企 11 月上旬折扣率不同程度增加，幅度较大的是上汽通用+一汽捷达+长安福特+广汽乘用车+广汽本田。

重点关注

11 月 30 日，特斯拉中国大陆第 500 座超级充电站于上海上线，年底可建成近 650 座；12 月 2 日，上汽通用五菱与车好多集团签订了一笔价值 20 亿元，涉及 3 万台车辆的大订单，涵盖五菱品牌、宝骏品牌和新宝骏品牌;12 月 5 日，根据愉观车市，上汽/一汽大众等多家汽车企业因为芯片短缺导致的 ESP 等模块断供而暂停生产。

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），

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）

通信行业跟踪：本周专题：工业互联网赋能产业转型，看好相关领域投资机会

投资要点

本周策略观点：1、工业互联网构建数据闭环，形成数据自反馈：工业互联网体系通过感知控制、数字模型和决策优化三个层次构建数据在产业链中的循环和自反馈过程，能够实现问题的及时发现、反馈和改善。2、工业互联网有效解决行业痛点，提升生产效率：目前工业产业普遍存在工作碎片化、管理混乱、资源调度低效、安全性差等问题，工业互联网将通过其数字化管理和自反馈的方式解决行业痛点，从降本、提效、增收三个维度提升产业生产效率。3、成长空间广阔，工业互联网领域发展潜力充足：在我国的三大产业中，第二产业的互联网化渗透率达到 2.76%，处于三大产业的最前列，但目前来看渗透率仍较低，发展空间广阔，建议关注工业互联网领域优质标题的投资机会。

行业动态及点评：Gartner 发布关于云计算的新预测；中国联通“联擎·5G 全连接工厂”采用“1+1+6+N”体系架构。

行业前瞻：2020（IT 运维大会）武汉站（2020.12.10）、腾讯全球数字生态大会厦门峰会（2020.12.11）

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：移为通信、广和通、移远通信；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；PCB：崇达技术、深南电路、沪电股份；散热：中石科技；天线射频：世嘉科技、通宇通讯、硕贝德；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。

市场回顾：近一周通信（申万）指数上涨 0.10%；沪深 300 指数上涨 1.71%；行业跑输大盘 1.61pp；东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 0.08%，年初至今上涨 33.48%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。期；5G 网建进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

请务必阅读正文之后的免责声明部分

医药生物：2021 年为何战略性重视医药的“芯片”原料药资产？中国制造崛起！

投资要点

本周生物医药指数上涨 5.98%，板块表现强于沪深 300 的 1.71%的涨幅。为何 2021 年需要战略性配置原料药资产？第一，中国制造业的崛起使得国内能够以低成本产出符合 FDA、CE 认证的医药的“芯片”原料药。第二，大部分原料药公司收入来自海外，所以免疫国采政策，不受制于国内医保控费。第三，2020 年部分原料药公司完成再融资，故未来 2-3 年高增长提供产能。第四，原料药现有估值较低，所以吸引力最强。建议重点配置华海药业、普洛药业等平台型公司；奥翔药业、九洲药业等积极转型 CDMO 公司；富祥药业、天宇股份等特色原料药公司等。

集采影响利好，三条路径打开原料药成长空间。集采对原料药行业的主要影响包括：1）制剂价格下行带来渗透率提升，原料药加快放量；2）一致性评价重质，提升了原料药地位，价格也有望维持高水平；3）最重要的是集采弱化了销售在产业链中的地位，原料药企业生产成本优势放大，原料药制剂一体化的巨大空间被打开。在具体判断成长性方面，我们认为应主要关注原料药企业下游产品所处生命周期（导入期与快速放量期更佳）、企业向下游制剂延伸快速做大收入的能力，以及企业横向进入 CDMO 领域的能力，上述三条路径打开原料药企业成长空间。

百济神州从安进引进的注射用倍林妥莫双抗获批上市，多款注射剂过评。百济神州负责 Blincyto（ 注射用倍林妥莫双抗）在中国的开发和商业化推广。该药用于治疗成人复发或难治性前体 B 细胞急性淋巴细胞白血病，为在中国获批的第 2 款双特异性抗体药物。与此同时，百济神州的 BCL-2 抑制剂 BGB-11417 获批临床，拟用于治疗成熟 B 细胞恶性肿瘤。目前除艾伯维开发的 Venclexta（维奈克拉片）刚获批上市外，国内赛道中尚无同靶点抑制剂上市。仿制药方面，本周共有 9 款药物新通过一致性评价，其中 5 款为首家。来自南京正大天晴的首仿药物甲磺酸沙非胺片于 12 月 3 日报上市获受理。该药为目前治疗帕金森最有效也是应用最广泛的药物，患者服药比例较高，未来市场可观。辉瑞/BioNTech 共同研发的 mRNA 新冠疫苗 BNT162b2 已获得英国药品和健康产品管理局（MHRA）紧急使用临时授权，这是全球首个给予 BNT162b2 紧急使用授权的国家，未来几天至几周，有望在全球更多国家获得紧急使用授权。

具体配置思路。1）医疗器械：眼科耗材：昊海生科、爱博医疗、欧普康视；医疗设备：迈瑞医疗、理邦仪器；诊断性耗材：安图生物、新产业；骨科治疗性耗材：威高股份、大博医疗；心血管治疗性耗材：微创医疗、沛嘉医疗；消化治疗性耗材：南微医学；低值耗材：威高股份、康德莱、三鑫医疗；2）原料药：华海药业、普洛药业、奥翔药业、九洲药业等；3）疫苗：康泰生物、智飞生物、沃森生物等；4）创新药及产业链：恒瑞医药、药明康德、泰格医药等；5）苏州创新药组合：信达生物、康宁杰瑞、泽璟制药等；6）医疗服务：信邦制药、通策医疗、爱尔眼科等；7）药店：大参林、老百姓、益丰药房等；8)医美：爱美客、华熙生物等。

风险提示：药品降价幅度超预期；疫情导致经济衰退影响消费支出。

（证券分析师：朱国广）

机械设备行业跟踪周报：建议持续关注顺周期的细分龙头和新能源设备投资机会

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

【光伏设备】HJT 降本进行时，建议关注技术迭代带来设备投资机会

12 月 4 日迈为 HJT 新品发布会，推出 HJT 整线解决方案 2.0（8000 片 PECVD 等）。如何让 HJT 电池效率提升至 25%的核心——多层膜技术是业界共识，HJT 是未来 10 年电池环节的平台型技术，钙钛矿和叠层电池的技术将会使设备商处于长期高成长期。

HJT 电池于 2020Q3 实现在国内多条中试线上实现约 24.0-24.3%的平均转换效率（晋能、通威合肥、通威成都），备受市场关注的合肥通威线最新电池效率稳定在 24.5%左右水平。我们预计随着 HJT 降本路线逐步实践，后续扩产规划会超市场预期，预计 2021 年会有 15-20GW 左右扩产，对应设备投资额 60-80 亿元，迈为作为整线设备龙头，有望占 50%以上份额；此外，捷佳伟创和金辰股份在核心设备 PECVD 环节也有布局。

【通用自动化】11 月 PMI 数据超预期，建议关注顺周期的细分龙头

根据统计局数据，11 月份官方制造业 PMI 收于 52.1%，前值 51.4%，较上月+0.7pct，位于年内高点，复苏势头继续向好。与高技术制造相关的医药、电气机械器材、计算机通信电子设备及仪器仪表等行业生产指数和新订单指数均高于 56.0%，位于较高景气区间，产需加快释放。中观层面，工业机器人产量高速增长，10 月达 21467 台，同比+38.5%，金属切削机床产量在 3 月触底后快速提升，10 月达 4.0 万台，同比+29%，增速创近两年新高。微观层面，IPG 中国区收入 2020Q3 已扭转下跌趋势，同比+22%，锐科激光和柏楚电子 Q1 以来订单需求旺盛，收入增速环比提升显著。制造业持续复苏背景下，工业自动化、激光设备等行业景气度不断提升，行业拐点已出现。建议关注智能制造龙头【埃斯顿】【拓斯达】等，核心零部件龙头【绿的谐波】，激光细分赛道龙头【柏楚电子】【锐科激光】等。

【锂电设备】LG 分拆电池业务成立 LG 新能源，加速布局利好核心设备商

LG 于 12 月 1 日正式宣布分拆以往的电池业务本部，单独成立全资子公司“LG 新能源”，专注于强化 LG 电池业务的全球竞争力，以实现到 2024 年电池业务营收占比增至 50%的目标。其扩产规划明确，计划从目前每年 100-120GWh 的产能扩张到 2023 年的 260GWh，未来三年新增产能约 150GWh，核心后道设备供应商【杭可科技】将显著受益。

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】。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【半导体设备】8 寸晶圆产能严重紧缺，下游扩产利好硅片设备商

受疫情影响，居家办公、在线教育推动全球电脑、平板类产品需求增长，对应面板驱动 IC、功率元件等需求增长，叠加国内芯片供应商提高安全库存，全球 8 英寸晶圆需求持续增长；而近年来全球晶圆代工厂产能增长缓慢，导致 8 寸晶圆产能严重紧缺。由于硅片供需不平衡，8 寸晶圆出现多次涨价，9 月以来明微电子、富满电子、集创北方等 IC 厂商也相继上调产品价格，整个产业链开启涨价潮。据台湾力积电表示，2016-2020 年全球晶圆产能复合增速不足 5%，而 2020-2021 年全球晶圆需求量年增速将超 30%，因此晶圆供需不平衡局面将长期存在。目前全球各大 8 英寸晶圆代工厂已接近满产，下游需求保持高速增长，我们预计此背景下国内 8 英寸晶圆代工厂有望扩产，本土设备商直接受益。重点推荐大硅片设备龙头【晶盛机电】，已具备 8 寸线 80%整线以及 12 寸单晶炉供应能力，大硅片国产化浪潮下最为受益。此外建议关注【连城数控】【沪硅产业】【中环股份】【神工股份】。

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。

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）

汽车行业点评报告：供需错配致短期小扰动，长期加速自主

投资要点

事件要点：12 月 4 日，根据愉观车市，大众汽车在华两大合资企业上汽大众及一汽大众因芯片供应不足而暂时停止旗下新车生产。若消息属实，我们认为：

疫情后各行业步入复苏轨道，供需错配影响下汽车芯片产能紧缺。在经历了 2018-2019 年车市下滑后，疫情带来了 2020H1 车市进一步下滑。随着疫情影响逐步消退，全球需求逐步进入复苏轨道，尤其是国内市场。根据中汽协统计的销量数据，自 2020 年 5 月乘用车销量增速转正以来，已连续 6 个月为正。除汽车需求回暖外，受疫情影响，居家生活办公，在线教育推动手机，家电，电脑等产品需求增长，对应 MCU、存储、功率 IC 等半导体需求增长。近年来全球晶圆代工厂产能增长缓慢+海外罢工影响，导致产能严重紧缺，叠加手机、家电、电脑、汽车等部分产能互通下，导致汽车端芯片供给受限。

MCU 是 ECU 的大脑，在汽车上应用数量多且分散广。参考 StratetyAnalytics 数据分析，2018 年传统燃油车/纯电动车单车半导体价值量分别为 338 美元、704 美元，MCU 价值量占比分别为 23%（78 美元）、11%（77 美元）。一般汽车中有约 60 个 ECU，每个 ECU 管理不同的功能，而 MCU 芯片嵌入在 ECU 中作为运算大脑。MCU 主要有 8 位、16 位、32 位，位数越多越复杂，处理能力越强，可实现的功能越多。参照 NXP

请务必阅读正文之后的免责声明部分

市场数据，MCU 单价：8 位一般为 1 美元以下，16 位为 1-3 美元，32 位为 3 美元以上。随着汽车行业景气度进一步回升+西方国家圣诞节假期来临，我们预计未来 1-3 个月总体供需处于较为紧张状态，带来汽车电子产品不同幅度采购价格上涨。

博世、大陆在 ESP 和 ECU 等模块全球市占率极高。根据 Marklines 统计，一般美系多采用博世；日韩系除博世、大陆外，多采用日资背景的零部件企业如中山日信工业、日立、万都；德系多采用博世、大陆、ZF；国内自主品牌多采用博世、大陆。全球前八大 MCU 厂商占据我国汽车 MCU93%的市场份额，国产化率不足 5%。而国内企业技术相对较为薄弱，企业规模与前八大厂商差距较大，现阶段主要为工业控制、仪器仪表、消费电子、物联网等通用领域供货。全球前八大厂商分别为恩智浦、英飞凌、瑞萨电子、德州仪器、安森美、微芯、东芝。

渠道库存短期对冲产能不足影响。受上游车用芯片供给紧张，短期对下游车企的排产带来一些扰动，但行业总体渠道库存可以形成较好的对冲。根据我们自建渠道库存数据库体系（行业 2015 年初开始），乘用车行业渠道库存累计 373 万辆，库存系数 2.2 个月。上汽大众、上汽自主、吉利汽车、一汽大众、广汽自主、上汽通用累计库存较多。长城汽车、长安汽车、比亚迪，日系车企（丰田/本田/日产），长安福特，豪华车（奔驰+宝马）累计库存较少。

投资建议：车用芯片供给紧张短期对汽车产业链排产和采购成本造成扰动，对终端汽车销量影响有限（现有库存有较好缓冲），对终端汽车折扣率预计会有所回收。长期而言，此次事件进一步突显了 MCU 甚至整个汽车产业链自主的重要性。不畏浮云遮望眼，我们长期看好“景气复苏+商业模式+自主崛起”三大因素共振带来汽车板块的长期投资机会。整车(长城/长安/吉利/比亚迪/广汽/上汽)，零部件（华阳集团+中国汽研+德赛西威+拓普集团+万里扬等）。

风险提示：海外疫情控制不达预期，价格战影响大于预期。

（证券分析师：黄细里）

激光行业深度报告：关注制造业复苏背景下激光行业投资机会

从宏观到微观数据均表明制造业正在持续复苏。①宏观：11 月 PMI 为 52.1，连续 9 个月位于荣枯线以上，1-10 月制造业固定资产投资完成额累计同比-5.30%，制造业投资持续改善；②中观：工业机器人产量高速增长，10 月达 21467 台，同比增长 38.50%，金属切削机床产量在 3 月触底后快速提升，2020 年 10 月达 4.0 万台，同比增速 29.00%，增速提升明显；③微观：IPG 中国区收入降幅自 2019Q4 开始收窄，2020Q3 已扭转下跌趋势，同比+22%。锐科激光和柏楚电子 Q1 以来订单需求旺盛，收入增速环比提升显著，Q3 锐科激光收入环比+78.28%，柏楚电子收入环比+59.42%。短期来看，制造业持续复苏背景下，激光设备、工业自动化等行业景气度不断提升，行业拐点已经出现。

国内激光行业快速增长，在各环节已实现突破，正在加速实现进口替代。2019 年中国激光加工设备市场规模为 658 亿元，2012-2019 年 CAGR 达 21.4%，在激光行业高速增长的同时，本土企业在各个环节正在加速实现进口替代：①在激光设备环节，形成了以大族激光、华工科技为代表的全领域龙头，同时出现了以专注于动力电池领域的联赢激光、专注于 3C

请务必阅读正文之后的免责声明部分

领域的光韵达为代表的细分领域龙头；②在激光器领域，国内激光器企业份额呈现快速提升态势，2019 年锐科激光市占率由 12%提升至 24%，创鑫激光市占率由 10%提升至 12%，在实现中低功率激光器国产化后，正逐步实现高功率进口替代；③在激光控制系统领域，本土企业已经获取中低功率切割控制系统 90%市场份额，以柏楚电子为代表的龙头企业开始向高功率以及超快控制系统等高端市场布局。中长期看，激光加工（激光切割、焊接）渗透率不断提升、应用场景不断拓展（ 3C、动力电池、光伏等），我国激光加工市场在较长时间内仍将保持快速增长态势，是一个成长性赛道。行业持续快速增长叠加进口替代双重因素驱动，本土相关企业迎来良好的发展机遇。

投资建议：短期内制造业持续复苏，激光行业景气度有望延续，中长期看激光行业作为黄金赛道，具有较好的成长性，重点关注柏楚电子、锐科激光、大族激光等细分赛道龙头企业。

风险提示：宏观经济下行，行业竞争加剧，中美贸易战对上游元器件进口和下游设备出口的影响，激光器及核心元器件国产化进程不及预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：黄瑞连　研究助理：严佳）

环保工程及服务：供销总社发布废电回收处理行动方案，再生资源龙头产能有望扩张 50%份额升至 35%

投资要点

事件：12 月 03 日，供销合作总社、国家发改委联合印发《关于积极打造废旧家电回收处理产业链推动家电更新消费的行动方案》。

废电回收处理政策再出方案，22 年供销总社力争废电处理能力达社会总量三分之一。自 5 月国家发改委等 7 部门印发《关于完善废旧家电回收处理体系推动家电更新消费的实施方案》后，近日供销总社联合发改委，结合工作实际，发布了打造废旧家电回收处理产业链，推动家电更新消费的行动方案。《方案》指出，22 年供销合作社系统力争年废电处理能力达社会总量的三分之一。1）促进家电更新消费，加强多平台联合引导家电消费升级，开发农村家电消费市场；2）健全回收渠道，整合供销总社系统资源，将家电销售、废电回收处理产业链同日用消费品销售、再生资源回收利用进行协同推进，鼓励回收企业与家电生产企业、个体回收者合作建立多元化回收渠道。3）加大技术改造，提升废电利用能力。鼓励废旧家电处理企业加强技术改造投入，开展技术升级和设备更新重点加强线路板处置、元器件无损化高效处理、稀贵金属提取等无害化、高值化利用技术研发与应用，提高处理产物附加值，从而降低处理企业对废电处理补贴收入的依赖度；4）加强科技创新应用，加强信息技术在家电销售、回收处理体系中的应用，健全各环节物流体系建设，进一步降低废旧家电收运和存储成本，提高废旧家电回收处理效率。

废旧家电拆解提质增效专项行动发布，供销总社再生资源龙头企业拆解能力扩张 50%，份额提升至 35%。为配合工作任务，《方案》制定了废旧家电拆解提质增效专项行动、农村家电更新消费专项行动，规划行业发展专项行动以及示范推广专项行动等四大专项行动。其中废旧家电拆解提质增效专项行动，将主要依托供销集团再生资源龙头企业开展，具体

请务必阅读正文之后的免责声明部分

方案：1）扩大拆解规模：新增四机一脑拆解线、建设塑料、线路板、金属、压缩机等深加工项目，实现拆解产物高值化，对家电生产线进行智慧化改造；2）提高拆解份额：通过内生+外延模式，将供销系统拆解能力提升 50%，市场份额提升至 35%。3）提升拆解水平：升级改造 ERP 系统、线上竞价平台、信息实时监控系统，打造回收、拆解、销售的全流程信息平台；提升原材料质检、仓储物流管理、拆解生产工艺的智能化水平，提高劳动生产率；对拆解产物进行深加工，提高附加值。

加大政策支持力度，强化跟踪考核。《方案》指出，供销总社将加大专项资金支持，组织开展家电销售回收处理工作纳入绩效考核体系，加强工作推进情况的跟踪、通报。家电回收处理体系完善趋势下，龙头企业有望在资金、政策上获得更多的支持。

建议关注：中再资环：行业出清，三大优势助力龙头份额提升。废电拆解行业面对补贴发放缓慢+环保政策趋严两重挑战，部分渠道、环保、资金实力较弱的企业面临出清。公司为供销集团下属废电拆解龙头企业，2019 年公司废电拆解产量 1768 万台，同增 9.25%，市占率超 23%；实际单台毛利达 40.63 元/台，同增 2.03%，体现公司产品结构的快速优化和议价能力的提升。2019 年公司扣除存货跌价损失后的实际利润率仍高于同行约 7%，利润率优势逐步扩大相较于 2014 年（高于同行 0.24%）升高 7pct，龙头护城河固化。新行动方案指引下，至 22 年公司拆解能力有望扩张 50%，市场份额从当前 20%+提升至 35%。行业规范回收处理量提升、补贴标准调整发放加快趋势中，公司凭借资金、渠道、资金三大核心竞争力，成本优势明显，市场份额提升业绩弹性大。

风险提示：政策推广不及预期，财政支出低于预期，行业竞争加剧业竞争加剧

（证券分析师：袁理）

电气设备行业销量点评：10 月海外电动车销量点评：海外市场高增持续，ID.3 销量破万

投资要点

海外市场同比持续高增长。10 月海外电动车销量 17.90 万辆，环比降 7%，同比增 120%，其中欧洲 10 月销量 13.67 万辆，同比增加 179%，环比降 8%。今年 1-10 月全球电动乘用车累计销量 199.28 万辆，同比升 25%，其中国内销量累计 79 万辆，同比下降 6%，欧洲市场累计销量达 88.01 万辆，同比增 114%。

欧洲市场不受疫情反弹影响，渗透率进一步提高。10 月欧洲共销售 13.67 万辆，同环比+179%/-8%，电动车渗透率 9.97%，同比增 6.64pct。其中德国 10 月销售 4.59 万辆，同比大增 274%，环比升 13%，占欧洲销量比重 34%，是欧洲市场主要增量来源，电动车渗透率增至 16.73%。法国 10 月销 2.20 万辆，同环比+215%/+18%，渗透率 10.45%，英国经历 9 月换牌后销量恢复至合理水平，10 月销 1.75 万辆，环比下降 47%，同比增加 174%，渗透率增至 10.33%。挪威（1.02 万辆，同环比+66%/-20%，渗透率 64.18%）、瑞典（9198 辆，同环比+129%/+1%，渗透率 29.25%）。

特斯拉 10 月受欧洲库存紧缺影响环比下滑。10 月特斯拉全球共销售 3.53 万辆，同环比+96%/-33%；1-10 月累计销售 32.9 万辆，同比增 25%。美国市场 10 月销售 1.96 万辆，占比 55.5%，销量同环比+40%/-6%；1-10

请务必阅读正文之后的免责声明部分

月累计销售 15.70 万辆，同比升 13%。中国市场 10 月销 1.21 万辆，环比上升 7%，1-10 月中国累计销量 9.27 万辆，同比升 180%。欧洲 10 月特斯拉销售 1412 辆，环比大幅下降 92%，同比下降 34%，主要为欧洲库存紧缺所致；1-10 月累计销量 6.57 万辆，同比降 16%。10 月 ModelY 交付 1.1 万辆，环比减 3%，1-10 月累计销 4.12 万辆。

分车企来看，大众反超特斯拉居首位。大众得益于 ID.3 快速上量，10 月海外销量 3.76 万辆，同环比+292%/+14%，居首位。10 月海外市场特斯拉销量 2.32 万辆，同环比+34%/-44%，居第二位。戴姆勒（2.26 万辆，同比+254%，插混车型 A-class、GLC-class 等表现优异）、现代起亚（1.92 万辆，同比+72%）、雷诺日产（1.87 万辆，同比+100%）分别位居第 3-5 位。另外，另外，宝马受益于宝马 i3、宝马三系，10 月销售 1.46 万辆，同环+52%/+5%。PSA 受益于标致 208、C5Aircross 等新车型，10 月销售 1.29 万辆，环比+7%。

投资建议：10 月国内电动车销量 14.82 万辆，同环比高增 128%/18%，在爆款车型和年底退坡情况下，11 月和 12 月销量持续火爆，12 月排产环比增 5%以上超预期，六氟稳在 10.5 万/吨；10 月欧洲主流注册超 13 万，同环比+204%/-7%，再次超预期，今年预计 110 万，同增 100%+，明年上修到 190-210 万辆，同增 70-90%；美国拜登当选电动车税收减免有望恢复鼓励电动化进程，全球电动化大趋势明确，明年国内和海外均高增，全面拥抱全球电动化，继续强烈推荐三条主线：一是全球龙头供应商（宁德时代、恩捷股份、天赐材料、新宙邦、璞泰来、三花智控、当升科技、亿纬锂能、科达利、宏发股份、汇川技术、欣旺达）；二是供需格局扭转/改善而具备价格弹性（天赐材料、新宙邦、华友钴业、关注赣锋锂业、天齐锂业、多氟多、天际股份）；三是国内需求恢复、量利双升的国内产业链龙头（比亚迪、科达利、关注德方纳米、中科电气、天奈科技、星源材质、嘉元科技、容百科技、诺德股份）。

风险提示：政策不达预期，销量不达预期，价格降幅超预期。

（证券分析师：曾朵红　证券分析师：阮巧燕）

推荐个股及其他点评

上汽集团（600104）：11 月产批同比好转加速，自主改善明显

投资要点

公告要点：上汽 11 月产量 659608 辆，同比+8.32%，环比+9.40%；销量 643928 辆，同比+10.65%，环比+7.91%。上汽乘用车产批量为 85704/80730 辆，同比+12.21%/+28.13%，环比+30.27%/+14.70%；上汽大众产批量为 166403/161600 辆，同比-11.78%/-21.89%，环比+1.08%/+4.26%；上汽通用产批量为 157756/166016 辆，同比+17.05%/+39.15%，环比-3.76%/+6.41%；上汽通用五菱产批量为 209220/194693 辆，同比++17.99%/+8.16%，环比+20.50%/+8.77%。

上汽 11 月产批同比好转加速，上汽自主表现较好。10 月上汽产量同比+3.06%，批发同比+9.61%。11 月产批同比涨幅加速，批发改善好于产量，主要系行业整体进入消费旺季。上汽自主改善明显，相比 10 月产批同比-9.67%/+16.29%，产量同比恢复为正，批发同比大幅增长。上汽通用批发

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比、上汽通用五菱产量同比均实现大幅增长，整体改善明显。

企业端上汽自主+上汽通用五菱+上汽大众小幅补库，上汽通用五菱小幅去库。根据我们自建库存体系显示，11 月上汽乘用、上汽通用五菱、上汽大众、上汽通用企业库存当月分别为+4974 辆、+14527 辆、+4803 辆、-8260 辆。企业库存累计分别为-13117 辆、-93583 辆、-16278 辆、-25563 辆（2017 年 1 月开始统计）。

上汽 11 月上旬折扣率小幅增加。上汽集团 11 月上旬车型算术平均折扣率 13.60%，环比 10 月下旬+0.42pct，行业总体折扣率环比 10 月下旬+0.14pct，上汽集团扩张幅度较大。其中，上汽大众算数平均折扣率 12.17%，环比 10 月下旬+0.14pct；上汽通用算数平均折扣率 18.30%，环比 10 月下旬+0.88pct；上汽乘用算数平均折扣率 13.38%，环比 10 月下旬+0.11pct。从具体车型方面来看，英朗 2021/君越 2021/君越 2020/别克 GL82020/别克 GL82021 价格降幅较大。

投资建议：稳定汽车消费基调已定，部分地方政府已出台相应刺激政策，国内乘用车需求重新步入复苏轨道。上汽集团作为行业龙头，有望跟随行业周期波动。大众 MEB 国内首款车型 ID4 开始热卖成为重要看点。我们预计 2020-2022 年上汽集团的归母净利润为 224/246/267 亿元，对应 EPS 为 1.92/2.11/2.28 元，对应 PE 为 13.17/11.99/11.06 倍。维持“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）

当升科技（300073）：海外放量+产能落地，正极龙头全球竞争力逐步突显

投资要点

背靠央企，全球技术领先的正极龙头，19 年包袱出清。公司背靠央企，管理层大多北京矿冶技术出身，研发投入和专利布局领先同行，为国内第一批量产高镍正极的企业，技术和品质领先。目前稳定供货 SK、LG、村田、比亚迪、中航、亿纬等头部电池企业。19Q4 计提比克 70%坏账及中鼎商誉减值，轻装上阵，20Q1-3 净利润 2.65 亿，同比+20%，恢复平稳增长。20 年预告归母净利润 3.2-3.8 亿，同比增长 253%-282%。

正极需求五年复合增速 35+%，欧洲产能缺口国内企业受益。预计 25 年全球正极需求 217 万吨，五年复合增速 35%。20 年欧洲需求暴增，20-22 年欧洲本土正极产能仅能满足 30-40%需求，中国正极企业有望加速海外替代。目前头部企业已获海外订单，格局有望逐步集中。原材料成本占比 90%，正极利润主要来自加工费和对原料价格周期的把握。目前 5/6 系正极毛利率 10%-12%左右，8 系因技术溢价毛利率 15-20%。预计铁锂路线中短期份额回升，但高镍理论成本更低，仍为长期选择，技术领先的企业享有超额利润。另原材料钴锂价格均在历史大底，明年需求旺盛预期价格反弹，正极厂商将受益库存涨价。

客户结构优质，21 年销量高增 70%+，单吨利润优势保持。20 年产能从 2.4 万吨迅速扩至年底 4.4 万吨，后续常州基地仍有规划，23 年产能 8-9 万吨。公司预示订单充足，预计实现满产满销。预计 20-22 年公司正极出货分别 2.4/4.5/6.4 万吨，对应增速 57%/88%/43%。当升出货以海外为主，20 年占比预计 70%，且为 SK 全球主供，预计 21 年供货 2 万吨左右，另

请务必阅读正文之后的免责声明部分

稳定供货 LG 储能、村田、比亚迪、亿纬等。盈利方面，海外对品质要求高，定价合理，持续强化公司品质把控。20Q3 公司单吨利润预计 1.3 万元/吨，而行业平均在 0.7-1 万/吨。21 年产能利用率及海外占比维持高位，预计公司单吨利润维持 1.2 万元/吨左右，优于同行。

长期看国内/海外三元市场份额预计 9-10%，看 25 年仍有 5 倍出货增长空间。我们判断 25 年国内/海外三元正极需求分别 49/117 万吨，预计当升科技国内/海外份额均在 9-10%，对应 25 年出货 15 万吨左右，较 20 年仍有 5 倍以上增长，20-25 年复合增速 44%。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年预计归母净利 3.6/6/8.2 亿，同比增长 274%/67%/36%，对应 PE 为 54x/32x/24x，给予 2021 年 50 倍 PE，目标价 69 元，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不及预期风险；原材料价格波动风险；技术路线切换风险。

（证券分析师：曾朵红　研究助理：吴辉凡　证券分析师：阮巧燕）

金龙鱼（300999）：粮油产业一体布局，强渠道创增量空间

投资要点

粮油米面行业领军品牌，巩固包装油领先优势，延伸产业链，业绩稳步增长：1990 年公司推出第一瓶“金龙鱼”小包装食用油，成为国内包装食用油行业的奠基人。通过覆盖厨房食品，饲料原料和油脂科技三大板块，扩大产品组合，并利用渠道协同性实现不同消费人群的广泛覆盖。2019 年公司实现收入 1707 亿元，同比增长 2.2%，对应实现净利 54 亿元，同比增长 5.5%，其中厨房食品贡献收入占公司 64%，利润占比 77%。

消费升级带来增长机会，粮油子行业多元发展：1）食用油：千亿市场，格局已定。随着居民消费水平提高，中小包装食用油成趋势。中国包装食用油经历了 2005-2013 年的高速增长之后以逐渐进入成熟阶段，增速有所放缓，19 年国内包装化食用油市场规模已突破千亿，预计未来仍将继续扩张。从竞争格局看，国内包装食用油 CR5 为 67.4%，集中度较高。2）米面：主食消费需求增长放缓，公司稳居第一。大米供给始终充足，2019 年我国大米产量和消费量分别为 1.47 亿吨和 1.43 亿吨。由于我国居民饮食结构改变以及传统农业结构调整，大米和小麦需求增速趋于平稳。包装米面集中度较高，CR3>40%，公司 2019 年包装米和面粉现代渠道份额分别为 18.4/26.5%，均高于竞争对手。

产业一体化布局提高附加值，渠道强掌控力助力横向延伸：1）成本端：原材料成本控制+产业链布局降低运营成本。生产成本上，公司有丰富的控制成本经验，一方面通过对经销商库存的联网管理来优化生产运营节奏，另一方面通过套期保值等衍生金融工具降低原材料大幅波动可能带来的风险。通过循环经济，公司实现产业的转型升级，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。运输成本上，公司拥有 65 个已投产生产基地，产业链一体化布局能够提高运营效益。2）渠道：直营占比高，积极下沉。19 年公司直营收入占比 69%，贡献主要收入，并且面向下游有较强议价权。公司积极优化销售布局，扩大运营边界，重视县级城市、农村、乡镇市场，积极推动渠道下沉。依托强渠道，为多元化打开空间。公司全渠道的营销网络，为其推广其他厨房食品品类奠定了良好的基础，通过持续的投入，包装米现代渠道市场占有率达到第一，芝麻油业务也

请务必阅读正文之后的免责声明部分

坐稳行业前三。2015 年与台湾老牌酱油企业丸庄合建酱油项目，进一步完善产品矩阵。

盈利预测与投资评级：从国内可比公司看，道道全/克明面业对应 20/21 年平均估值分别为 28/19 倍，而公司作为龙头，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。

风险提示：下游需求波动风险；原材料价格波动风险；行业竞争带来的风险；食品安全风险。

（证券分析师：杨默曦　证券分析师：汤军）

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