东吴证券晨会纪要

2020 年 11 月 30 日

晨会编辑 陈显帆
执业证号：S0600515090001
021-60199769
chenxf@dwzq.com.cn

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——跨年行情：通胀主题+可选消费

①需求共振：中国三季度出口继续超预期，边际变化在于受疫情冲击较大的发达经济体三季度出口快速反弹。结构上三季度出口需求端贡献更大，二季度依靠供给优势的防疫+宅经济出口已明显回落。②供给反弹：三季度海外产能利用率已快速反弹，多数经济体工业产出也恢复至疫情前水平。③供需匹配：需求和产能利用率快速回暖，配合目前偏低的库存位置，未来 6 个月全球出口仍将共振向上，叠加疫苗预期，我们认为通胀预期会加速且更强烈的归来。④配置建议：通胀主题+可选消费，2000 年以来 PPI 大幅回正过程中，均可观察到顺周期行业受益明显，同时可选消费也率先复苏，业绩和股价表现均居行业前列。

策略周评：东吴策略·行业风火轮——PPI 回升阶段哪些行业受益

今年 5 月以来包括农产品、工业金属、基本材料的价格均反弹回升，PPI 当月同比从 5 月-3.7%回升至目前-2.1%，展望中期 PPI 有望继续回升，由负转正。历史上 PPI 大幅回升阶段哪些行业受益明显？本周行业风火轮我们集中讨论。

2000 年以来 PPI 三次大幅回升，由负转正的过程中，均可观察到顺周期行业受益明显。需求改善，价格回升的背景下，包括钢铁、化工、机械设备在内的周期行业盈利弹性可观，业绩表现居前，股价也同步反应。

除周期行业外，可选消费行业在 PPI 大幅回正过程中也率先复苏，家电、汽车行业业绩改善明显，股价表现也居行业前列。

固收金工

固收点评：运达转债：风机领先企业 业绩营收持续增长

运达转债（123079.SZ）于 12 月 01 开始网上申购：总发行规模为 5.77 亿元，存续期为自发行日之日起六年。运达转债条款中规中矩，上市价格预计在 112-117 元之间。转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，股价为 15.31 元/股，建议投资者积极参与。观点：政策加速执行，行业景气持续。公司营收持续增长，大力发展新技术。营业收入逐年增长，但短期面临资金周转压力。管理和财务费用持续下降，销售费用波动较大。风险提示：政策风险，财务杠杆比率处于高位，产业竞争加剧。

固收点评：福 20 转债：光伏胶膜行业龙头，积极拓展电子材料领域

福 20 转债（113611.SH）于 12 月 1 日开始网上申购，总发行规模为 17 亿元。福 20 转债条款中规中矩，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 AA+/AA+，初始转股价为 73.69 元/股，建议投资者积极参与。观点：公司是全球光伏胶膜行业的龙头企业，主要致力于薄膜形态功能高分子材料的研发、生产和销售。全球光伏产业规模持续增长，新兴市场快速发展。我国光伏产业后来居上，去补贴化将重塑竞争格局。深耕光伏封装材料，客户资源丰富。风险提示：产业竞争加剧、光伏装机不及预期、产品及原材料价格波动风险。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

固收周报：【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体上升，信用利差扩大

本周（11 月 23 日-11 月 27 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债）共发行 190 支，总发行量 1935.22 亿元，较上周减少了 223.88 亿元，总偿还量 2236.48 亿元，较上周减少了 634.89 亿元，净融资额-301.26 亿元，较上周增加了 411.01 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、中票和企业债和公司债的发行利率较上周均小幅上升。短融的发行利率的上升幅度为 15.01BP，中票的发行利率的上升幅度为 13.55BP，企业债的发行利率的上升幅度为 11.8BP，公司债的发行利率的上升幅度为 28.15BP。

固收周报：欧洲钝化趋势显著，美元黄金延续下行

本周观点：（1）大类资产整体资金流向：美股整体层面，随着制药商发布更多积极疫苗数据且政治风险消除，市场乐观情绪延续；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：信用债、利率债市场延续震荡，信用利差进一步收窄；（3）策略分析：美国制造业继续复苏，服务业可能会受疫情反弹影响；欧洲各国的封锁措施取得了一定成效，欧央行或采取的宽松货币政策将给欧元带来贬值压力；日本政府对防疫态度从消极逐渐转向积极，或采取更严格的防疫手段，国内需求疲软，日本经济短期内存在较大不确定性。

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。

固收月报：10 月数据回顾月报：经济持续向好，多项数据稳定恢复

进出口数据：2020 年 1-10 月，按美元计价，我国进出口总值同期下降 0.8%，其中，出口同期增长 0.5%，进口同期下降 2.3%，贸易顺差 3845 亿美元，同期增加 14.2%。

经济数据：2020 年 10 月份全国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，环比增长 0.78%；1-10 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%，10 月份环比增长 3.22%；10 月份社会消费品零售总额同比增长 4.3%，环比增长 0.68%。

金融数据：2020 年 10 月社会融资规模增量比上年同期多 5493 亿元。10 月末社会融资规模存量同比增长 13.7%。广义货币(M2)余额同比增长 10.5%，比上年同期高 2.1 个百分点。

固收周报：利率债周报：宏观经济持续向好，债市情绪有望修复（2020 年第 45 期）

从基本面来看，国内疫情防控取得重大成果，人民生产生活秩序恢复井然，复工复产已推进至复工满产，近期我国需求端向好；国外面临疫情防控物资需求量较大，出口需求旺盛，我国经济运行将逐步走出疫情阴影，保持经济复苏态势。货币政策方面，为贯彻落实党中央关于“六稳”“六保”决策部署，预计将继续实施直达实体经济的货币政策工具，未来货币政策仍将维持较宽松的状态，以配合财政政策助力经济恢复进程。我们预计在决胜全面小康的最后阶段，伴随着减税降费等政策落实，财政资金直达机制有望常态化，我国经济态势将持续向好。

固收周报：风险信息周报（2020.11.23 -2020.11.29）

负面信息：本周（11 月 23 日-11 月 29 日）负面信息共 7 条。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重点关注：宁夏远高实业集团有限公司发行的“19 远高 01”触发交叉违约等。
取消发行：本周共有 29 家公司取消发行债券，取消发行规模 251.8 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：永城煤电控股集团有限公司于 2020 年 11 月 23 日召开“20 永煤 SCP003”2020 年第一次债券持有人会议等。
其他关注信息：中诚信国际关注湖北省联合发展投资集团涉及重大诉讼等。

固收点评：工业企业盈利恢复态势进一步巩固，累计利润增长由负转正

综合判断，当前国内经济持续稳定恢复，总体趋势向好，企业利润增幅将继续保持稳定增长态势，1-10 月份工业企业营业收入和利润累计增速首次转正，但应收账款和存货增速仍较高，企业面临较大的现金流压力，同时国际环境复杂多变以及面临冬季限产对于生产产生影响，后续应持续关注国内国际双循环相互促进的新发展格局政策要求及国际形势变化。

固收点评：飞凯转债：化学品领先企业，诸多热点概念助力腾飞——转债投资价值分析

飞凯转债（123078.SZ）于 11 月 26 开始网上申购，总发行规模为 8.25 亿元。飞凯转债条款中规中矩，上市价格预计在 113-118 元之间，转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，股价为 19.34 元/股，建议积极申购。观点：行业发展机遇良好，国家政策持续助力。行业技术壁垒较高，公司大力发展新技术，公司涉足的产业正面临着良好的行业发展机遇，为了保持市场领先优势，提升技术实力和核心竞争力，公司不断投入新产品和新技术的研发，以应对下游行业对于生产工艺的更高要求。销售和财务费用持续增长，管理费用波动较大。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 3 季度货币政策执行报告点评：稳健性政策更加灵活，结构性调控基调持续

2020 年 11 月 26 日，中国人民银行公布了《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》。我们认为央行在《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》（下面简称《报告》中对当前的经济、金融环境进行了全面系统的梳理，通读全文我们分析认为《报告》传达了：与《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》不同的是，央行强调要做好“十三五”规划收官工作，实现全面建成小康社会奋斗目标；首次提出贯彻十九届五中全会精神，构建新发展格局，搞好跨周期政策设计，再次强调经济总量平衡、结构优化、内外均衡；提出要健全市场化利率形成和传导机制，构建金融有效支持实体经济的体制机制。

行业

通信：本周专题：新基建持续推进，重点看好主设备、IDC、光模块和数字化转型服务提供商

1、新基建政策频繁出台，三大板块持续受益；2、新基建带动腾讯等厂商加速布局，相关产业将持续正向发展。

电子：化合物半导体需求旺盛 国产替代加速进行

化合物半导体相比单元素半导体具有禁带宽度大、电子迁移率高、具有直接跃迁型能带结构等特性，其中，禁带宽度大使得

化合物半导体适用于制作大功率、耐高温半导体器件，电子迁移率高适用于制作高频、高速半导体器件，而具有直接跃迁型能带结构适用于制作光电器件，上述特性和优势使得化合物半导体在移动通信、新能源汽车电子和光电应用等领域拥有广泛的应用前景。

建筑材料行业跟踪周报：看好制造业链条玻纤、玻璃，关注超跌建材

投资要点

首推制造业和出口链条两大品种：玻纤、玻璃。进入三季度以来，以工程机械、汽车、家电、集装箱等为代表的国内制造业呈现出加速改善趋势，随着制造业库存周期重启、机器替代人工、更新换代等需求共振释放，预计本轮制造业复苏将持续较长时间；与此同时，海外经济复苏也带动出口回升，中期来讲海外疫情缓解后需求回升确定性较高。在此大背景下，相对看好受益制造业和出口复苏的品种玻纤、玻璃，标的中国巨石、长海股份、旗滨集团。

钢铁行业跟踪周报：淡季板材继续涨价，冷轧吨毛利接近 800 元

投资建议：板材中期看好，长材短期延续修复。1）钢铁股估值持续处于历史低位，制造业链条集体复苏，板材类钢铁股迎来确定性的基本面中期改善趋势，2）随着库存去化以及成交同比改善，建筑业链条预期修复仍有望持续；3）标的首推宝钢股份（汽车板）、华菱钢铁（中厚板）、中信特钢（制造业用轴承钢龙头）；关注新钢股份、久立特材、鞍钢股份、st 抚钢，以及长材类方大特钢、三钢闽光、韶钢松山。

电气设备新能源行业周报：电动车年底排产旺盛，光伏年底抢装明显

电气设备 7133 上涨 0.01%，表现弱于大盘。风电涨 2.27%，发电及电网涨 2.26%，发电设备涨 2.06%，光伏涨 1.26%，新能源汽车涨 1.14%，核电涨 0.29%，锂电池跌 0.1%，工控自动化跌 2.55%。涨幅前五为温州宏丰、奥特迅、澳洋顺昌、特锐德、江特电机；跌幅前五为三超新材、通合科技、晓程科技、科泰电源、科华恒盛。

机械设备行业跟踪周报：重视工程机械低波动周期下的强 α，工业自动化持续回暖建议关注细分龙头

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

汽车行业周报：11 月第三周批发同比+14%，全面看多

Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的“长城+长安+比亚迪”，还是底部蓄力的“吉利+广汽+上汽”。零部件优选“前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

10 月社零与机场快递跟踪：餐饮增速疫后首次回正，化妆品表现亮眼；国际客流恢复仍需时日，快递量件高增长

10 月社零数据公布：整体而言，2020 年 10 月，社会消费品零售总额继续上升，达 38,576 亿元（+4.3%），增幅环比扩大 1pct。

细分品类来看，餐饮增速疫情后首次回正，化妆品等延续高增长。10 月机场数据陆续发布：整体而言，10 月民航客运总量继续复苏，达到 5,032 万人次（-11.7%），降幅环比收窄 0.8 pct，环比增长 5.0%。国内客流恢复带动下，五大机场客流量环比持续复苏。疫情冲击下，国际客流仍处冰点。10 月快递数据发布，快递企业来看，十一双节带动下，头部企业顺丰、韵达、圆通、申通等均在量件上实现高增长，但单票收入同样承压，同比下降较大。

通信行业点评报告：发改委重点强调三项行动推动 5G 建设与发展，持续看好主设备、光模块以及 IDC 等板块投资机会

建议关注的标的：5G 主设备：中兴通讯；IDC：数据港、宝信软件、奥飞数据、光环新网、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、佳力图、城地股份；光模块：天孚通信、中际旭创、新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；物联网/车联网：移为通信、广和通、移远通信、中科创达、拓邦股份；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；高清视频：淳中科技、兴图新科。

电动车行业引领者，特斯拉成长空间几何？：特斯拉深度报告之二：盈利模式探讨

精选特斯拉核心供应链，共享高增长。特斯拉核心零部件国产化为大趋势，从电池环节看，引入 LG 及宁德时代，LG 率先放量，宁德时代铁锂版本 10 月已上量，21 年三元版本也将放量；同时特斯拉将自制电池，将引入国内材料厂商。我们重点推荐特斯拉产业收益标的，一是 LG 特斯拉项目电池材料厂商（恩捷股份，天赐材料，科达利，华友钴业，关注赣锋锂业，潜在供应商新宙邦、璞泰来、星源材质等），二是宁德时代及宁德时代特斯拉项目供应商，三是核心零部件（三花智控、宏发股份等），四是特斯拉自制电池潜在供应商（天赐材料、当升科技等）。

推荐个股及其他点评

海底捞（06862）：岁寒识春意，温鼎腾腾起

疫情“新常态”下餐饮复苏，连锁龙头逆势扩张。

餐饮景气低谷已过，环比复苏持续。

龙头逆势扩张超预期，业绩加速释放。

赛道多元布局，打开成长新空间。

智能数字化降本增效，着力提升服务品质。

三一重工（600031）：股权激励彰显信心，收购三一融资租赁主业深耕协同

事件：公司 11 月 27 日晚间公告：1）拟将已回购合计不超过 831.64 万股（总股本 0.1%）用于核心员工持股计划，持股定价 16.94 元/股，总金额不超过 1.41 亿，持股计划持续期 72 个月，锁定期为 12 个月。2）拟以自有资金 1.57 亿元收购三一融资租赁 75%股权，协同开展工程机械融资租赁服务。

金博股份（688598）：碳基复合材料龙头，将受益于硅片扩产+技术迭代

投资要点

金博股份：国内领先的碳基复合材料产品供应商

公司主业聚焦于先进碳基复合材料及产品，主要产品包括坩埚、导流筒、保温筒、加热器等，均为光伏行业长晶炉热场系统的关键部件。其中公司坩埚、导流筒全球市占率超 30%，保温筒、

加热器随碳基复合材料渗透率提升市占率还有较大增长空间。

三峡水利（600116）：需重视此次关联交易的重要指示性意义

事件：公司公告，控股子公司联合能源拟向控股股东长江电力所辖检修厂提供关于乌东德电站、白鹤滩电站的三项运维检修项目服务，合同金额合计 0.69 亿元。

一叶知秋，高毛利率运维检修业务刚刚起步。

根据公司公告，此次提供的三项运维检修项目服务分别为：1）乌东德电站、白鹤滩电站接机发电及流域电站应急抢修保障协助项目，合同金额 0.29 亿元；2）乌东德电站接机发电配合项目，合同金额 0.24 亿元；3）白鹤滩电站电力生产准备及接机发电配合项目，合同金额 0.16 亿元。

颐海国际（01579）：关联光环渐褪，敢问路在何方？

受关联方调价因素影响，颐海国际股价自高位 134.1 港元/股回调最低至 86.7 港元/股，回调幅度达 30%。我们认为，关联方调价因素导致的预期修正已基本完成，未来公司将进化为更纯粹的 2C 企业，核心聚焦公司第三方业务发展情况。降低 2B 预期，市场化激励+新产品推动+渠道持续深化，核心聚焦快速成长的 2C 业务。兼具组织变革力&产品创新力，公司空间几何？

上汽集团（600104）：百亿高端“智己”+元界专项投资，赋能上汽转型

大众 MEB 国内首款车型 ID.4 开始热卖成为重要看点。预计 2020-2022 年营业收入 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润 224/246/267 亿元，同比-12.6%/+9.9%/+8.3%，对应 PE 为 13.02/11.85/10.94 倍。维持“买入”评级

宏观策略

策略周评：策略周聚焦——跨年行情：通胀主题+可选消费

核心结论：

①需求共振：中国三季度出口继续超预期，边际变化在于受疫情冲击较大的发达经济体三季度出口快速反弹。结构上三季度出口需求端贡献更大，二季度依靠供给优势的防疫+宅经济出口已明显回落。②供给反弹：三季度海外产能利用率已快速反弹，多数经济体工业产出也恢复至疫情前水平。③供需匹配：需求和产能利用率快速回暖，配合目前偏低的库存位置，未来 6 个月全球出口仍将共振向上，叠加疫苗预期，我们认为通胀预期会加速且更强烈的归来。④配置建议：通胀主题+可选消费，2000 年以来 PPI 大幅回正过程中，均可观察到顺周期行业受益明显，同时可选消费也率先复苏，业绩和股价表现均居行业前列。

正文摘要

需求的共振：出口三季度全球回暖。①中国三季度出口继续超出市场预期，10 月出口金额当月同比 11.4%，创过去 18 个月新高。②最大的边际变化出现在受疫情冲击较大的发达经济体，三季度出口快速反弹，9 月欧元区出口同比-3.1%、10 月日、韩出口同比-0.2%、-3.8%，均已恢复至疫情前水平。③结构看，三季度出口需求端贡献更大，二季度依靠供给优势的防疫+宅经济出口已明显回落，10 月药品出口金额累计同比较 7 月下降 2.2pct，医疗器械下降 6.6pct；而依赖需求端的产品出口明显回暖，车辆航空船舶、机电、塑料制品、贱金属 10 月出口金额累计同比较 7 月分别回升 8.4pct、4.1pct、7.9pct、3.7pct。

供给的反弹：年底有望恢复至疫情前水平。①三季度海外产能利用率已快速反弹，包括美国、欧元区、日韩在内的主要经济体产能利用率较二季度低点均有较大反弹，目前距疫情前水平相差 5 个百分点左右。②产能利用率快速恢复，使得多数经济体工业产出也恢复至疫情前水平。③此外美国房屋供给也处于低位，虽然低库存并不意味着立即的补库出现，但极低的库存预示着表观需求的回暖将更为强烈。

供需匹配：通胀预期的加快归来。①三季度以来包括农产品、工业金属、基本材料的价格都已有较大涨幅。②需求和产能利用率已在快速回暖，目前的通胀上行是有实际的供需支撑的，而配合目前偏低的库存位置，未来 6 个月全球出口仍将共振向上，叠加疫苗预期，我们认为通胀预期会加速且更强烈的归来。③历史上出口上行都配合 PPI 快速由负转正。

跨年行情：通胀主题+可选消费。①在投资者普遍预期需求将复苏的背景下，通胀预期将快速导入市场，部分通胀受益板块如农业、消费、服务、大宗材料行业业绩有望超预期。②2000 年以来 PPI 三次大幅回正的过程中，均可观察到顺周期行业受益明显。需求改善，价格回升的背景下，包括钢铁、化工、机械设备在内的周期行业盈利弹性可观，业绩表现居前，股价也同步反应。③此外可选消费行业在 PPI 大幅回正过程中也率先复苏，家电、汽车行业业绩改善明显，股价表现也居行业前列。

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）

策略周评：东吴策略·行业风火轮——PPI 回升阶段哪些行业受益

请务必阅读正文之后的免责声明部分

今年 5 月以来包括农产品、工业金属、基本材料的价格均反弹回升，PPI 当月同比从 5 月-3.7%回升至目前-2.1%，展望中期 PPI 有望继续回升，由负转正。历史上 PPI 大幅回升阶段哪些行业受益明显？本周行业风火轮我们集中讨论。

2000 年以来 PPI 三次大幅回升，由负转正的过程中，均可观察到顺周期行业受益明显。需求改善，价格回升的背景下，包括钢铁、化工、机械设备在内的周期行业盈利弹性可观，业绩表现居前，股价也同步反应。

除周期行业外，可选消费行业在 PPI 大幅回正过程中也率先复苏，家电、汽车行业业绩改善明显，股价表现也居行业前列。

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

固收点评：运达转债：风机领先企业 业绩营收持续增长

事件

运达转债（123079.SZ）于 12 月 01 开始网上申购：总发行规模为 5.77 亿元，存续期为自发行日之日起六年。所募集资金到位后，公司将按照实际资金需求投入募集资金 32,420.00 万元用于昔阳县皋落风电场二期 50MW 工程项目、7,970.00 万元用于智能型风电机组产品系列化开发项目、17,310.00 万元用于补充流动资金。

运达转债条款中规中矩；上市价格预计在 112-117 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，股价为 15.31 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 4.91%（11/27）计算，纯债价值为 86.77 元，债底保护性尚可。按照 11 月 27 日运达的收盘价为 14.99 元，转换平价为 97.91 元,平价溢价率为 2.13%。根据 2020 年 11 月 27 日运达收盘价 14.99 元计算，初始转换平价为 97.91 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，我们估计运达转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计运达转债上市价格约 112 元到 117 元之间，建议投资者积极参与。

观点

政策加速执行，行业景气持续。自 2019 年 5 月国家发改委下发《关于完善风电上网电价政策的通知》以及《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》等政策陆续实施以来，分散式风电项目获得国家大力支持，并逐步纳入分布式发电市场化交易范围。风电电价下调并逐步过渡到平价上网已成趋势，存量项目加速执行，风电行业进入景气周期。我国风电行业将从 2021 年正式进入平价时代，随着平价时代的到来，装机需求的波动将使风机行业面临较大的发展压力。

公司营收持续增长，大力发展新技术。运达股份主营业务突出，风机产销为收入的主要来源（约为 96%）。公司拥有较强的技术实力，是中国最早从事风力发电技术研究的企业，掌握风电机组核心控制策略、完善的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

自主知识产权。近年来行业地位稳步提升，2019 年新增吊装容量市场占有率上升至全国第四。并且公司机型种类丰富，大力发展新技术，2020 年公司大功率风机（2.5MW、3MW）营收、销量提升显著。公司已与国内主要大型电力企业建立稳定合作关系，截至 2019 年末在手订单装机容量 731.59 万千瓦时，合同总价 258.11 亿元，充足的订单储备有利于经营业绩保持。

营业收入逐年增长，但短期面临资金周转压力。营业收入逐年增加，近年来大幅增长，2019 年实现营业总收入 50.10 亿元，同比增长 51.3%; 2020 年 Q1-Q3 季度营业总收入 69.52 亿元，同比增长 156.7%。利润方面，2020 年 Q1-Q3 季度实现归母净利润 0.66 亿元，同比上升 1%。经营活动现金流保持净流入，但波动性较大；债务规模较大且主要为短期债务，但应付票据占比大，利息成本低，经营活动净现金流对债务利息覆盖良好。

管理和财务费用持续下降，销售费用波动较大。公司销售费用主要包括运输装卸费、售后运维费以及职工薪酬等，随着业务规模扩大，以及 2019 年桨叶运输基本由公司自行负责，销售费用呈现较快增长趋势；管理费用主要为职工薪酬等近年变动较小，但持续的研发投入使其研发费用保持在较大规模；2019 年公司实现上市融资，带息债务减少，加之富余资金带来的大规模利息收入，使其 2019 年来财务费用为负。公司营业总收入提升，导致费用率下降。

风险提示：政策风险，财务杠杆比率处于高位，产业竞争加剧。

（证券分析师：李勇）

固收点评：福 20 转债：光伏胶膜行业龙头，积极拓展电子材料领域

事件

福 20 转债（113611.SH）于 12 月 1 日开始网上申购：总发行规模为 17 亿元，所募集资金扣除相关发行费用的资金净额后将用于滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目、补充流动性资金项目。

福 20 转债条款中规中矩；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 AA+/AA+，初始转股价为 73.69 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 4.8902%（11/27）计算，纯债价值为 84.32 元，债底保护性一般。按照 11 月 27 日福斯特的收盘价为 71.70 元，转换平价为 97.30 元。参考相似转债，我们预计福 20 转债转股溢价率为 15%-20%左右，继而根据相对价值法估计上市价格在 107-121 元之间，建议投资者积极参与。

观点

公司是全球光伏胶膜行业的龙头企业，主要致力于薄膜形态功能高分子材料的研发、生产和销售。公司 2019 年光伏胶膜出货量达 7.49 亿平方米，全球市场占有率约 49.93%。现已涵盖适用于多晶硅电池、单晶硅电池、薄膜电池、双玻组件、双面电池等不同技术路线的多样化需求，可有效满足下游组件技术变化对封装材料提出的更高技术要求。近年来公司重点推出的电子材料感光干膜，目前已进入深南电路、景旺电子等国内大型 PCB 厂商的供应体系，未来发展空间广阔。

全球光伏产业规模持续增长，新兴市场快速发展。光伏是新能源发展的

请务必阅读正文之后的免责声明部分

重要战略方向，在全球各国产业扶持政策推动下，过去十年全球光伏市场年复合增长率近 40%。根据中国光伏行业协会数据显示，全球新增装机量由 2015 年的 53GW 增长至 2019 年的 114.9GW，累计装机容量达到 627GW。产业去中心化趋势明显，自 2012 年开始，随着中、日、印等新兴市场的迅速崛起，欧洲市场占全球光伏市场份额不断下降，全球光伏市场重心加快向亚洲以及其他新兴市场转移。

我国光伏产业后来居上，去补贴化将重塑竞争格局。我国光伏新增装机容量自 2013 年来连续 7 年位居全球第一，累计装机容量连续 5 年位居全球第一。根据国家能源局发布的数据，2019 年底我国累计光伏装机并网量已突破 200GW 大关，达到 204.68GW。政府补贴、市场规模不断扩大，以及全产业链技术水平不断提高，共同推动光伏“平价上网”时代加速到来。随着光伏补贴逐步“退坡”，落后产能逐步淘汰，将为先进、高效、可靠技术产品留出更多空间，全行业兼并重组和整合进程将进一步加快，产业集中度也将持续提升。

深耕光伏封装材料，客户资源丰富。光伏封装材料对光伏组件寿命的影响很大，因此光伏组件的最终用户对光伏组件产品质量及可靠性要求较高。光伏组件制造商主要通过考量和评估企业综合实力来选择并确定其供应商，准入门槛较高。公司在光伏封装材料领域深耕十余年，凭借优异的产品性能和可靠的产品服务体系，基本实现了国内外主要光伏组件企业的全覆盖，建立了较强的客户资源壁垒。

风险提示：产业竞争加剧、光伏装机不及预期、产品及原材料价格波动风险。电增势，中国跃居市场领先者行列。2020 年上半年全球海上风电新增装机量达 2.5GW，其中国内装机量达 1.06GW，全球正在建设的海上风电装机容量超过 8GW，其中 57%在中国，中国已然跃居市场领先者之列。优质赛道上的优秀车手，有望乘行业东风扶摇而上。

风险提示：宏观经济波动风险，政策调整风险、市场竞争加剧。

（证券分析师：李勇）

固收周报:【东吴固收李勇·信用债周报】信用债收益率总体上升，信用利差扩大

本周（11 月 23 日-11 月 27 日）一级市场信用债（包括短融、中票、企业债和公司债)共发行 190 支,总发行量 1935.22 亿元,较上周减少了 223.88 亿元,总偿还量 2236.48 亿元,较上周减少了 634.89 亿元,净融资额-301.26 亿元，较上周增加了 411.01 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、中票和企业债和公司债的发行利率较上周均小幅上升。短融的发行利率的上升幅度为 15.01BP，中票的发行利率的上升幅度为 13.55BP，企业债的发行利率的上升幅度为 11.8BP，公司债的发行利率的上升幅度为 28.15BP。

银行间和交易所信用债合计成交 5091.12 亿元，总成交量较上周 4614.71 亿元增加了 476.41 亿元，分别来看，短融、中票、企业债和公司债分别成交 1764.67 亿元、2771.97 亿元、415.81 亿元、138.66 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 11 月 27 日，1 年期国债收益率为 2.9104%，较上周 2.9503%下降了 3.99BP。3 年期国债收益率为 3.0837%，较上周 3.1201%下降 3.64BP。5

请务必阅读正文之后的免责声明部分

年期国债收益率为 3.1522%，较上周 3.1910%下降了 3.88BP。7 年期国债收益率为 3.3189%，较上周 3.3385%下降了 1.96BP。10 年期国债收益率为 3.3000%，较上周 3.3100%下降了 1.00BP。

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 11 月 27 日，除 7 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 7 年期企业债等级利差维持不变。

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 2323.32 亿元。其次为公用事业、能源、材料、金融、房地产和可选消费，周交易量分别为 571.29 亿元、487.98 亿元、475.14 亿元、404.88 亿元、183.79 亿元和 73.14 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公司债，中期票据和企业债的总发行量则呈现上升趋势。总偿还量的下降动力来自短期融资券，净融资额的主要上升动力来自短期融资券、中期票据和企业债。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。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。本周债市违约事件的负面影响正在逐渐消散，信用利差整体小幅走阔，但走阔幅度较前几周明显下降，预期后续信用债市场将逐步趋于平稳。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，但成交量涨幅不大，仅有 8.45%；金融行业的交易量涨幅最大，达 73.75%，其次为公用事业，交易量涨幅达 23.05%。

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：欧洲钝化趋势显著，美元黄金延续下行

观点

一周观点：（1）11 月 PMI 初值创新高，显示美国经济持续复苏：本周美国一系列重要经济数据发布，其中 10 月季调后新屋年化销量 99.9 万，超出预期，维持高位水平；11 月 MarkitPMI 初值发布，服务业和制造业均创下五年多以来的新高，经济复苏步伐稳健。叠加数周以来的疫苗利好，我们认为经济不仅已逐步适应疫情下的节奏，且疫情本身对经济活动的负面冲击的传导系数或也在边际下降，即便考虑到当前重新抬头的疫情，以尾部事件的角度观察已采取严格封锁政策的德国、英国的 11 月 PMI 数据，制造业仍保持扩张态势，服务业的萎缩远不如年初猛烈，这也一定程度上印证了我们“livewithCOVID-19”的判断。后续需要进一步密切观察疫苗的动态信息；（2）耶伦的财长提名受市场广泛欢迎：伴随美国政府正式启动过渡流程，拜登团队发布了一系列内阁人选，其中前任联储主席耶伦可能出任财长的消息受到市场欢迎，因其财政扩张的立场减少了

请务必阅读正文之后的免责声明部分

经济不确定性，加上过渡流程启动基本表明大选最终尘埃落定，在这一消息推动下，道指升破 30000 点。

大类资产表现：加元、欧元走高；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：日＞英＞美；债市：信用债>利率债；汇市：加元>欧元>法郎>日元>英镑>美元；大宗：原油>铜＞天然气>黄金＞白银。

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；联储支持经济表态有助于市场保持信心，行政分支启动过渡进程减少了市场面临的不确定性；疫苗或年底启动紧急使用的消息部分对冲疫情抬头对经济预期的负面影响；中长期来看，经济复苏叠加宽松政策持续，或引起通胀抬头，美债收益率曲线或趋陡，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：短期来看，欧洲各国的封锁措施取得了一定成效，以经济下降为代价换取了新冠疫情增速的放缓，进入 12 月之后，欧央行或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，疫苗方面持续传来利好消息，旅行限制放松，进一步增加对于经济和旅游活动的信心，一定程度上帮助油价上涨；与此同时，由于欧美疫情恶化，基本面不足，经济疲软，无法有效支撑油价，OPEC 放宽减产政策可能带来的供给过剩引发担忧；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，黄金本周持续下跌可能在未来引发进一步的抛售；在对疫苗持续乐观情绪和对拜登在对外冷静的贸易态度影响下，对黄金类传统避险资产的需求下降。据美联储，美元利率将长期维持在超低水准，一定程度限制黄金的下跌程度；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）

固收月报：10 月数据回顾月报：经济持续向好，多项数据稳定恢复

观点

进出口数据：2020 年 1-10 月，按美元计价，我国进出口总值同期下降 0.8%，其中，出口同期增长 0.5%，进口同期下降 2.3%，贸易顺差 3845 亿美元，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同期增加 14.2%；按人民币计价，我国进出口总值同期增长 1.1%，其中，出口同期增长 2.4%，进口同期下降 0.5%，贸易顺差 2.71 万亿元，同期增加 16.9%。

经济数据：2020 年 10 月份全国规模以上工业增加值同比增长 6.9%，增速与 9 月份持平，环比增长 0.78%；1-10 月全国固定资产投资（不含农户）同比增长 1.8%（前值 0.8%），10 月份环比增长 3.22%；10 月份社会消费品零售总额同比增长 4.3%（前值 3.3%），环比增长 0.68%。

金融数据：10 月当月人民币贷款增加 6898 亿元，同比多增 285 亿元。10 月末人民币贷款余额 170.06 万亿元，同比增长 12.9%，增速比上月末低 0.1 个百分点，比上年同期高 0.5 个百分点。2020 年 10 月社会融资规模增量为 1.42 万亿元，比上年同期多 5493 亿元。初步统计，10 月末社会融资规模存量为 281.28 万亿元，同比增长 13.7%。10 月末，广义货币(M2)余额 214.97 万亿元，同比增长 10.5%，增速比上月末低 0.4 个百分点，比上年同期高 2.1 个百分点。

物价数据：2020 年 10 月，CPI 同比上涨 0.5%，涨幅比上月回落 1.2 个百分点；PPI 同比增速为-2.1%，与上月同比增速持平。

外汇储备数据：10 月外汇储备 31279.82 亿美元，前值 31425.62 亿美元，环比减少 145.80 亿美元，上月为环比减少 220.47 亿美元。中国 10 月末外汇储备为 22158.50 亿 SDR，前值 22326.08 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。

财政数据：2020 年 1-10 月累计，全国一般公共预算收入 158533 亿元，同比下降 5.5%。其中，中央一般公共预算收入 73609 元，同比下降 8.7%；地方一般公共预算本级收入 84924 亿元，同比下降 2.4%。全国税收收入 135044 亿元，同比下降 4.6%；非税收入 23489 亿元，同比下降 10.3%。2020 年 1-10 月累计，全国一般公共预算支出 189439 亿元，同比下降 0.6%。其中，中央一般公共预算本级支出 27080 亿元，同比下降 1.8%；地方一般公共预算支出 162359 亿元，同比下降 0.4%。

工业企业利润：2020 年 1-10 月，全国规模以上工业企业利润总额 50124.2 亿元，（可比口径）同比增速收于 0.7%。

风险提示：海外疫情反弹，地缘政治风险。

（证券分析师：李勇）

固收周报：利率债周报：宏观经济持续向好，债市情绪有望修复（2020 年第 45 期）

观点

本周债市点评及债市策略：本周（11.23-11.29）央行公开市场净投放 1300 亿元，周一进行 400 亿元逆回购 7D 操作，周二进行 700 亿元逆回购 7D 操作，并有 500 亿元逆回购 7D 到期，周三进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 1000 亿元逆回购 7D 到期，周四进行 800 亿元逆回购 7D 操作，并有 700 亿元逆回购 7D 到期，周五进行 1200 亿元逆回购 7D 操作，并有 800 亿元逆回购 7D 到期。下周（11.30-12.06）央行公开市场有 4300 亿元逆回购 7D 到期。展望后期：从基本面来看，国内疫情防控取得重大成果，人民生产生活秩序恢复井然，复工复产已推进至复工满产，近期我国需求端向好；国外面临疫情防控物资需求量较大，出口需求旺盛，我国经

请务必阅读正文之后的免责声明部分

济运行将逐步走出疫情阴影，保持经济复苏态势。货币政策方面，为贯彻落实党中央关于“六稳”“六保”决策部署，预计将继续实施直达实体经济的货币政策工具，未来货币政策仍将维持较宽松的状态，以配合财政政策助力经济恢复进程。我们预计在决胜全面小康的最后阶段，伴随着减税降费等政策落实，财政资金直达机制有望常态化，我国经济态势将持续向好。

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 利率下行 109.06BP，7 天 R 利率上行 22.41BP，14 天 R 利率下行 8.99BP，1 月 R 利率上行 256.46BP。DR001 下行 110.79BP，DR007 上行 16.63BP，DR014 上行 3.25BP，DR1M 下行 23.00BP。SHIBOR 利率较上周基本上行。SHIBOR 隔夜利率为 0.8360%，较上周下行 112.30BP；SHIBOR1 周为 2.3360%，较上周上行 10.80BP；SHIBOR2 周为 2.8150%，较上周上行 16.90BP；SHIBOR3 月为 3.1360%，较上周上行 11.50BP。

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 22 日，周内 30 个大中城市商品房共成交 345.52 万平方米，较上周增加 0.0133 万平方米。其中一线城市成交 61.58 万平方米，二线城市成交 168.63 万平方米，三线城市成交 115.31 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 22 日，市场日均零售 5.25 万台，同比增速为 7.00%，较前值有所下降。整体来看，车市回暖行情转向。本周主要钢材价格表现分化，Myspic 综合钢价指数和螺纹钢指数均有所下跌。截至 11 月 27 日，螺纹钢价格较上周由 4174 元/吨下跌至 4113 元/吨，热轧板卷较上周由 4171 元/吨上涨至 4203 元/吨，圆钢价格较上周由 4055 元/吨上涨至 4093 元/吨，中板价格上周由 4347 元/吨上涨至 4360 元/吨。从 Myspic 指数来看，较上周综合钢价指数下跌 0.65%，螺纹钢指数下跌 0.62%。本周较上周焦煤和动力煤价格上涨。动力煤期货结算价 644.80 元，比上周价格上行 6.75%；焦煤期货结算价 1427.50 元，较上周价上涨 116.50 元。截至 11 月 26 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 1.63%，铅价上涨 3.99%，铜价上涨 4.60%，铝价下跌 0.82%。

本周通胀观察：蔬菜价格小幅上涨。截至 11 月 27 日，农业部菜篮子批发价格指数收于 121.30，较上周上涨 1.56%，山东蔬菜批发价格指数收于 127.62，较上周上涨 4.93%。RJ/CRB 商品价格指数和南华工业品价格指数较上周有所上涨，原油价格有所上涨。11 月 27 日，RJ/CRB 商品价格指数收于 160.97 点，较上周上涨 3.08%；南华工业品指数收于 2406.48 点，较上周上涨 3.85%。截至 11 月 27 日，布伦特原油期货结算价为 48.18 美元，较上周上涨 7.16%，WTI 期货结算价为 45.53 美元，较上周上涨 7.33%。

风险提示：疫情二次爆发风险，经济复苏远超预期。

（证券分析师：李勇）

固收周报：风险信息周报（2020.11.23 -2020.11.29）

事件

负面信息：本周（11 月 23 日-11 月 29 日）负面信息共 7 条。重点关注：宁夏远高实业集团有限公司发行的“19 远高 01”触发交叉违约；永泰能源股份有限公司发行的“15 永泰能源 MTN002”未按时兑付本息；东旭光电科技股份有限公司发行的“16 东旭光电 MTN002”兑付风险警示；清华控股有限公司发行的“16 清控 01”债项评级下调；华晨汽车集团控

请务必阅读正文之后的免责声明部分

股有限公司主体评级下调；永城煤电控股集团有限公司发行的“20 永煤 SCP007”未按时兑付本息；福建福晟集团有限公司发行的“18 福晟 03”债项评级下调。

取消发行：本周共有 29 家公司取消发行债券，取消发行规模 251.8 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：蚌埠高新投资集团有限公司取消发行 6.2 亿元；中航国际租赁有限公司取消发行 12.5 亿元；陕西金融控股集团有限公司取消发行 3 亿元；中建科工集团有限公司取消发行 6 亿元；南京溧水城市建设集团有限公司取消发行 11.7 亿元；中航国际租赁有限公司取消发行 12.5 亿元；中建三局集团有限公司取消发行 10 亿元；江苏海晟控股集团有限公司取消发行 10 亿元；中建三局集团有限公司取消发行 10 亿元；中国中化股份有限公司取消发行 25 亿元；荆门市城市建设投资有限公司取消发行 3.4 亿元；广西西江开发投资集团有限公司取消发行 5 亿元；江苏金坛投资控股有限公司取消发行 7 亿元；珠海港控股集团有限公司取消发行 4 亿元；重庆市南部新城产业投资集团有限公司取消发行 5 亿元。

持有人会议：永城煤电控股集团有限公司于 2020 年 11 月 23 日召开“20 永煤 SCP003”2020 年第一次债券持有人会议；深圳市劲嘉创业投资有限公司于 2020 年 11 月 23 日召开“16 劲嘉 02”2020 年第一次债券持有人会议；遂宁柔刚投资有限责任公司于 2020 年 11 月 23 日召开“17 柔刚 01 17 柔刚 02”2020 年第一次债券持有人会议；海航航空集团有限公司于 2020 年 11 月 24 日召开“18 航空 01”2020 年第一次债券持有人会议；北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司于 2020 年 11 月 25 日召开“17 颖泰 01”2020 年第一次债券持有人会议；黑龙江省鹤城建设投资发展有限公司于 2020 年 11 月 26 日召开“17 鹤城投债”2020 年第二次债券持有人会议；新奥生态控股股份有限公司于 2020 年 11 月 26 日召开“16 新奥债”2020 年第一次债券持有人会议。

其他关注信息：中诚信国际关注湖北省联合发展投资集团涉及重大诉讼；中国建银投资涉及五起重大诉讼、仲裁；安信证券涉及重大诉讼；兴业证券发行人涉及一起重大诉讼，仲裁；济南金融控股集团子公司涉及重大诉讼（仲裁）；中金公司全资子公司中国中金财富证券涉及重大诉讼；山东省国有资产投资控股子公司涉及重大诉讼(仲裁)。

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）

固收点评：工业企业盈利恢复态势进一步巩固，累计利润增长由负转正

事件

数据公布：2020 年 11 月 27 日，国家统计局公布 2020 年 1-10 月工业企业利润：2020 年 1-10 月，全国规模以上工业企业利润总额 50124.2 亿元，（可比口径）同比增速收于 0.7%。

观点

工业企业盈利恢复态势进一步巩固，累计利润增长由负转正。2020 年 1-10 月工业企业生产经营状况持续好转，盈利恢复态势进一步巩固，企业累计利润同比增速年内首次实现由负转正，10 月利润增速加快，同比增长 28.2%，相比于 9 月份高出 18.1 个百分点。具体分析其原因有三：一、工

请务必阅读正文之后的免责声明部分

业企业供给与需求恢复速度持续加快。供给方面，10 月规模以上工业增加值同比实际增长 6.9%，环比增长 0.78%。国内需求方面，投资情况持续改善，1-10 月份，全国固定资产投资 483292 亿元，同比增长 1.8%，增速比 1-9 月份提高 1.0 个百分点。外需方面，海外消费进一步回升，出口形势好转，10 月当月出口商品货值为 1.61 万亿，同比增长 7.6%，保持了较快增长势头。二、产业链循环持续改善，随着下游需求持续回暖，产业内部循环逐步畅通，上游行业利润快速修复。超六成行业利润实现增长，装备制造业利润增长有所加快，1-10 月装备制造业利润同比增长 9.6%，拉动规模以上工业利润同比增长 3.2 个百分点。三、价格端出厂价格降幅收窄，10 月全国工业生产者出厂价格中生产资料价格同比下降 2.7%，降幅比上月收窄 0.1 个百分点，由此带来的工业品出厂价对利润的拉动作用增强，造成 10 月利润增速加快。从具体行业来看，1-10 月 41 个工业大类行业中，共有 36 个行业利润增速比 1-9 月加快或降幅收窄，有 25 个行业利润同比实现增长，利润增长的行业面达 61%。其中专用设备制造业利润总额同比增长 22.9%，农副食品加工业增长 14.6%，计算机、通信和其他电子设备制造业增长 12.6%，通用设备制造业增长 12.0%。

成本端费用下降，助推利润空间。今年以来为统筹推进疫情防控和缓解企业经营压力，各级政府积极出台阶段性、有针对性的减税降费措施，缓解企业经营困难。1-10 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 84.18 元，同比增加 0.04 元；每百元营业收入中的费用为 8.93 元，同比增加 0.14 元。10 月份，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少 0.10 元，每百元营业收入中的费用同比减少 0.22 元。企业经营压力持续缓解，企业盈利状况明显好转。10 月份，规模以上工业企业营业收入利润率为 5.98%，同比提高 0.08 个百分点。

企业杠杆略有回落，私营，股份，外资均有所回落，国有持平。10 月份，规模以上工业企业资产负债率为 56.6%，同比持平。其中，私营企业，股份制企业及外商及港澳台商投资企业较上月均有所回落，分别收于 58.1%，57.2%和 54.0%，均回落 0.1 个百分点；国有控股企业较上月持平，收于 57.4%。按不同行业来看，采矿业资产负债率为 59.4%，较上月回落 0.1 个百分点；制造业资产负债率收于 55.8%，较上月回落 0.1 个百分点；电力、热力、燃气及水的生产和供应业收于 58.9%，同上月持平。

市场需求恢复稳定，企业现金流压力加大。10 月产成品存货周转天数为 18.8 天，同比增加 1.5 天；应收账款平均回收期为 54.7 天，同比增加 7.1 天。值得注意的是，当前市场需求虽恢复稳定，但应收账款增速持续上升，企业现金流压力较大，不利于企业生产经营的持续恢复。1-10 月份工业企业营业收入和利润增速首次年内转正，有望继续维持增长态势。

风险提示：疫情二次爆发风险，冬季限产对生产产生影响。

（证券分析师：李勇）

固收点评：飞凯转债：化学品领先企业，诸多热点概念助力腾飞——转债投资价值分析

事件

飞凯转债（123078.SZ）于 11 月 26 开始网上申购：总发行规模为 8.25 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的实际需求和轻重缓急将募集资金投入 10000t/a 紫外固化光纤涂覆材料扩建

请务必阅读正文之后的免责声明部分

项目、年产 2000 吨新型光引发剂项目、年产 120 吨 TFT-LCD 混合液晶显示材料项目、年产 150 吨 TFT-LCD 合成液晶显示材料项目、年产 500 公斤 OLED 显示材料项目和补充流动资金。

飞凯转债条款中规中矩；上市价格预计在 113-118 元之间：转债存续期为 6 年，联合评级为 AA/AA，股价为 19.34 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 3.28%（11/26）计算，纯债价值为 95.27 元，债底保护性较弱。按照 11 月 25 日飞凯的收盘价为 19.07 元，转换平价为 98.30 元,平价溢价率为 1.42%。根据 2020 年 11 月 25 日飞凯收盘价 19.07 元计算，初始转换平价为 98.60 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，我们估计飞凯转债的转股溢价率在 15%到 20%之间。根据相对价值法估计飞凯转债上市价格约 113 元到 118 元之间，建议积极申购。

观点

行业发展机遇良好，国家政策持续助力。公司所处行业为化学原料及化学制品制造业，主营业务为高科技制造领域适用的紫外固化材料及电子化学材料等材料的研究、生产和销售，涉及了目前多个热点概念。国务院颁布的《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出“十三五”期间将构建泛在高效的信息网络，完善新一代高速光纤网络。预计未来几年通信市场随着 5G 的建设将继续保持良好的发展势头。此外，公司第二大股东为上海半导体装备材料产业投资基金，持股大约为 7%。上海是国内半导体产业的高地和先行者。半导体产业投资周期长、风险大，发展初期离不开政府资金的支持。

行业技术壁垒较高，公司大力发展新技术。公司所处行业中的紫外固化材料和电子化学材料领域经过多年的稳步发展，目前已进入产业化、规模化、集团化的发展阶段，技术落后、规模小、实力薄弱的企业已被市场淘汰，行业集中度较高。公司涉足的产业正面临着良好的行业发展机遇，为了保持市场领先优势，提升技术实力和核心竞争力，公司不断投入新产品和新技术的研发，以应对下游行业对于生产工艺的更高要求。除了保持公司在已有产品的竞争优势之外，公司也积极拓展开发紫外固化材料和电子化学材料领域内的其他产品，以及公司现有产品在其他领域的应用。

销售和财务费用持续增长，管理费用波动较大。19 年年公司销售费用为 1.07 亿元，管理费用为 1.58 亿元，财务费用为 0.23 亿元。2018 年公司销售费用比上年度增加主要系长兴昆电、大瑞科技以及和成显示于本期实现全年度并表，公司业务规模增大所致;2015 到 2017 年度，管理费用远超其余费用，但是在公司进一步完善管理制度后该费用有所下降。2019 年度，公司管理费用较上年度增加，主要系公司根据业绩完成情况计提超预期奖金增加；报告期内，财务费用呈现出稳定的小幅上升趋势，这主要系公司规模逐渐扩大所致。

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 3 季度货币政策执行报告点评：稳健性政策更加灵活，结构性调控基调持续

请务必阅读正文之后的免责声明部分

事件

2020 年 11 月 26 日，中国人民银行公布了《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》。我们认为央行在《2020 年第三季度中国货币政策执行报告》（下面简称《报告》中对当前的经济、金融环境进行了全面系统的梳理，通读全文我们分析认为《报告》传达了：与《2020 年第二季度中国货币政策执行报告》不同的是，央行强调要做好“十三五”规划收官工作，实现全面建成小康社会奋斗目标；首次提出贯彻十九届五中全会精神，构建新发展格局，搞好跨周期政策设计，再次强调经济总量平衡、结构优化、内外均衡；提出要健全市场化利率形成和传导机制，构建金融有效支持实体经济的体制机制。

观点

房价保持总体稳定，继续强调房住不炒。2020 年第三季度，全国房价总体稳定，商品房销售和房地产开发投资逐步恢复。当前我国经济恢复态势良好，房地产开发投资也逐步恢复，此时需谨防部分地区再次出现房地产市场过热现象。《报告》表述与上一季度相同，继续强调“牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度”，再次表明了中央构建金融有效支持实体经济的体制机制，防止资金违规进入房地产市场的决心。

物价涨幅延续下行趋势，长期看不存在通胀或通缩基础。《报告》指出我国 9 月 CPI 涨幅已回落至 2%以下，初步估计全年 CPI 涨幅均值将处于合理区间。工业生产持续复苏向好，内外需逐步回暖，PPI 在第三季度各月均实现环比正增长，同比降幅总体呈收窄态势。短期看，全球疫情演进对供给端冲击仍具有不确定性，基数效应、春节错位等因素可能对 CPI 造成造成扰动。但中长期看，我国经济运行总体平稳，总供求基本平衡，供给侧结构性改革深入推进，市场机制作用得到更好发挥，货币政策保持稳健，货币条件合理适度，不存在长期通胀或通缩的基础。

货币政策直达实体部门，有力支持经济复苏。《报告》指出我国宏观政策的力度是合适的，较好地支持了实体经济增长，有效填补了疫情冲击下的全球防疫物资等必需品和其他工业品的供给缺口，为国内外经济复苏做出了重要贡献。从政策实施方式看，我国宏观政策精准导向，不搞大水漫灌。中国人民银行推出了两项直达实体经济的货币政策工具——普惠小微企业贷款延期支持工具、普惠小微企业信用贷款支持计划。从政策效果看，我国经济社会已全面恢复发展。第一季度我国 GDP 同比负增长 6.8%，第二、三季度 GDP 分别增长 3.2%和 4.9%，前三季度经济增速由负转正，消费、投资、出口等经济指标全面向好。

防范化解重大金融风险，守住不发生系统性金融风险底线。《报告》表示要健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系。维护金融安全，打好防范化解重大金融风险攻坚战，坚决守住不发生系统性金融风险的底线。健全金融风险预防预警体系，对银行体系开展全覆盖的压力测试，支持银行特别是中小银行多渠道补充资本和完善治理，加大不良贷款损失准备计提力度及核销处置力度，增强金融机构的稳健性和可持续经营能力。

下一阶段的政策主要思路：全力做好“六稳”“六保”和“十三五”规划

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收官工作，确保实现全面建成小康社会奋斗目标。同时，将力量更加集中到深入贯彻落实党的十九届五中全会精神上来，认识新发展阶段，贯彻新发展理念，构建新发展格局，完善宏观经济治理，搞好跨周期政策设计，促进经济总量平衡、结构优化、内外均衡。建设现代中央银行制度，完善货币供应调控机制，健全市场化利率形成和传导机制，构建金融有效支持实体经济的体制机制。

风险提示：全球疫情仍较严峻，国际环境复杂多变，疫情冲击带来的金融风险。

（证券分析师：李勇）

行业

通信：本周专题：新基建持续推进，重点看好主设备、IDC、光模块和数字化转型服务提供商

投资要点

本周策略观点：1、新基建政策频繁出台，三大板块持续受益：2020 年以来，政府多次出台政策强调推进新基建工作，我们认为新基建未来仍将是国家发展的重要方向，重点看好新基建对三大板块的带动作用：1）5G 建设带动的主设备商业绩持续增长；2）全球数据流量和云计算渗透率带动的 IDC 和光模块板块的高景气度；3）人工智能、工业互联网和产业数字化转型产业链环节的相关供应商。2、新基建带动腾讯等厂商加速布局，相关产业将持续正向发展：腾讯云及其 IDC 产品在 11 月 25 日首次亮相，腾讯云与新基建政策的协同发展验证了新基建政策与产业之间协同促进的效应，预计未来新基建政策仍将持续推动相关产业正向发展，建议持续关注新基建相关产业，主设备、IDC、光模块和数字化转型服务商等赛道优质标的投资机会。

行业动态及点评：第七届腾讯数据中心分享日开启。

行业前瞻：中国数据智能应用峰会暨 2020 第十届数据智能应用典范金铃奖（2020.12.04）、2020 中国科技传播论坛（2020.12.05）

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。

市场回顾：近一周通信（申万）指数下跌 1.43%；沪深 300 指数上涨 0.76%；

请务必阅读正文之后的免责声明部分

行业跑输大盘 2.19pp；东吴通信优选指数近期表现：一周下跌 3.30%，年初至今上涨 19.02%。

风险提示：5G 产业进度不及预期；5G 网建进度不及预期。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）

电子：化合物半导体需求旺盛 国产替代加速进行

投资要点

受移动通信、新能源汽车电子和光电应用带动，化合物半导体需求持续提升：化合物半导体相比单元素半导体具有禁带宽度大、电子迁移率高、具有直接跃迁型能带结构等特性，其中，禁带宽度大使得化合物半导体适用于制作大功率、耐高温半导体器件，电子迁移率高适用于制作高频、高速半导体器件，而具有直接跃迁型能带结构适用于制作光电器件，上述特性和优势使得化合物半导体在移动通信、新能源汽车电子和光电应用等领域拥有广泛的应用前景。

在射频应用市场：与传统硅基 RFCMOS 工艺相比，基于 GaAs 工艺的 PA 的高频损耗低、噪声小并且功率密度高，在 5G 智能终端市场的竞争力显著，而在 5G 基站中，与传统的 Si 基 LDMOS 工艺相比，基于 GaN 工艺的 PA 拥有更高的功率密度、工作频率、工作温度以及更低的发射功耗、能够更好地满足大规模 MIMO 基站的应用需求。随着 5G 建设的推进和 5G 终端设备的普及，射频应用市场对 GaAs、GaN 等化合物半导体的应用需求有望逐步提升。

在功率半导体应用市场：相比传统的 Si 材料，SiC 是制作更高功率、高效率、高压、高频、高温以及小型化和轻量化功率半导体器件的理想材料之一，这使得 SiC 功率半导体成为新能源汽车电子市场的理想选择，在逆变器和车载充电器等场景加速普及。在逆变器场景中，相比 Si 基逆变器（SiIGBT 和 SiFRD），SiC（SiCMOSFET）可将逆变器效率提升 3%-5%，开关损耗降低 75％。在车载充电器场景中，与 Si 基 AC-DC 转换器（SiIGBT 或 SiMOSFET）相比，SiCAC-DC 转换器（SiCMOSFET）能在保持芯片小尺寸的同时，实现高电压、高效率和高开关频率。

在光电应用市场：化合物半导体主要应用于太阳能电池、半导体照明、激光器和探测器等产品，基于 GaAs 的太阳能电池有着比 Si 基太阳能电池更高的效率和更好的耐温性；在光伏逆变器领域，SiC 光伏逆变器效率可以达到 99%，能量转换损耗可以降低 50%以上，可极大降低逆变器的成本和体积。

投资建议：受移动通信、新能源汽车电子以及光电应用需求提升的带动，以 GaAs、GaN、SiC 等为代表的化合物半导体市场有望保持持续增长，相关产业链有望充分受益，建议关注：三安光电、新洁能、立昂微、华润微、捷捷微电、扬杰科技等。

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）

建筑材料行业跟踪周报：看好制造业链条玻纤、玻璃，关注超跌建材

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

首推制造业和出口链条两大品种：玻纤、玻璃。进入三季度以来，以工程机械、汽车、家电、集装箱等为代表的国内制造业呈现出加速改善趋势，随着制造业库存周期重启、机器替代人工、更新换代等需求共振释放，预计本轮制造业复苏将持续较长时间；与此同时，海外经济复苏也带动出口回升，中期来讲海外疫情缓解后需求回升确定性较高。在此大背景下，相对看好受益制造业和出口复苏的品种玻纤、玻璃，标的中国巨石、长海股份、旗滨集团。

建筑业链条等待预期修复。建筑业上游水泥、减水剂、消费建材等自三季度来持续跑输大盘，主要原因是地产链整体预期恶化，同时三道红线调控力度未减压制估值，加之基建需求持续低于预期。但目前部分标的如海螺水泥、华新水泥、苏博特、蒙娜丽莎等估值普遍回到较低水平，悲观预期已逐步反应，密切关注后续预期修复的机会。

后周期品种维持中期看好。后周期竣工回升以及精装房渗透率提升带来的需求双击逻辑仍然持续，从地产过去半年的指标来看，新开工、投资等领先指标持续回升，中期竣工数据仍有望保持高位，相关龙头仍然看好，标的兔宝宝、三棵树、北新建材等。

行业跟踪：

行情回顾：本周建材板块下跌 3.2%，落后上证综指 4.1 个百分点。子版块中涨幅靠前的为水泥制造、耐火材料和其他建材。个股领涨的为垒知集团、三圣股份、开尔新材、*ST 雅博、海南瑞泽等。

水泥行业：北方错峰在即，华东涨势暂缓。本周五，全国水泥价格指数（CEMPI）报收 154.79 点，环比上涨 0.08%，同比下跌 5.55%。东北市场已进入冬休期；华北传统淡季，价格大稳小动；西北需求低迷，停窑在即；华东降温多雨，需求受到影响，价格涨后趋稳；中南需求较好，价格稳中有涨；西南价格涨跌互现。

玻璃行业：区域气温变化，出库略有减缓。本周玻璃现货市场有所上涨。2020 年 11 月 20 日中国玻璃综合指数 1373.45 点，环比上周上涨 11.28 点。本周浮法玻璃产能较上周持平，产能利用率持平。浮法玻璃在产产能 96462 万重箱，环比上周持平，同比增长 3.36%；浮法玻璃行业库存及库存天数继续下降。行业库存 2833 万重箱，周环比下降 1.80%，库存天数为 10.72 天，周环比下降 1.83%。

玻纤行业：无碱粗纱市场行情主流走稳，电子纱价格仍有较大提涨预期。本周无碱池窑粗纱市场价格延续小涨，实际成交相对灵活。

风险提示：1）产能扩张超预期；2）涨价进度不及预期。

（证券分析师：杨件）

钢铁行业跟踪周报：淡季板材继续涨价，冷轧吨毛利接近 800 元

行情回顾：本周申万钢铁下跌 2.2%，落后上证综指 3%。涨幅居前的个股为永兴材料（21.0%）、鞍钢股份（9.1%）、西宁特钢（4.5%）。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-0.4%、1.8%、2.9%、1.3%；螺纹、热轧盘面利润环比分别-7.3%、9.9%。

行业跟踪：本周钢材社会库存为 995 万吨，环比降 5.6%；其中长材、板

请务必阅读正文之后的免责声明部分

材社会库存环比分别降 7.7%、降 2.8%。本周全国 237 家钢贸商日均出货量 21.1 万吨，环比降 7.6%；上海终端线螺走货量 2.7 万吨，环比降 14.1%。钢厂高炉剔除淘汰后产能利用率 85.3%，环比增 1.0%；螺纹钢产线开工率 72.5%，环比增 1.0%。本周螺纹、热轧、冷轧、中厚板毛利分别为 560、533、798、335 元/吨，环比分别环比分别-10.3%、8.2%、8.0%、11.9%。

本周观点

长材震荡，板材继续涨价。经历前期大幅拉涨后，钢价走势呈现分化，其中长材价格开始步入区间震荡，但板材价格继续上涨，全国热轧、冷轧、中板均价周度再次上涨 30-50 元/吨，再次验证了我们对于板材持续性的判断。我们继续看好制造业——下游机械、汽车、家电、集装箱、出口等的确定性改善趋势。

冷轧吨毛利扩张至接近 800 元/吨。受益成本端走弱，钢铁盈利继续抬升。铁矿石自 9 月份开始供应增加，供需弱化，港口库存量连续 6 周维持在接近 1.3 亿吨水平，钢铁毛利继续扩大。其中板材尤其明显，冷轧全国毛利目前已经回升到接近 800 元/吨。考虑到 2021 年开始海外矿山如淡水河谷等供给恢复，铁矿石中期可能再次相对走弱，利好冶炼环节利润弹性。

钢铁业绩同环比改善趋势确定。随着钢矿剪刀差继续拉大，预计四季度钢铁公司业绩同、环比改善为大概率。维持年中提出的钢铁行业业绩同环比连续 6-7 个季度改善的判断。2021 年钢铁板块有可能是业绩最好、估值最低的板块之一。

投资建议：板材中期看好，长材短期延续修复。1）钢铁股估值持续处于历史低位，制造业链条集体复苏，板材类钢铁股迎来确定性的基本面中期改善趋势，2）随着库存去化以及成交同比改善，建筑业链条预期修复仍有望持续；3）标的首推宝钢股份（汽车板）、华菱钢铁（中厚板）、中信特钢（制造业用轴承钢龙头）；关注新钢股份、久立特材、鞍钢股份、st 抚钢，以及长材类方大特钢、三钢闽光、韶钢松山。

风险提示：地产需求下滑。

（证券分析师：杨件）

电气设备新能源行业周报：电动车年底排产旺盛，光伏年底抢装明显

投资要点

电气设备 7133 上涨 0.01%，表现弱于大盘。风电涨 2.27%，发电及电网涨 2.26%，发电设备涨 2.06%，光伏涨 1.26%，新能源汽车涨 1.14%，核电涨 0.29%，锂电池跌 0.1%，工控自动化跌 2.55%。涨幅前五为温州宏丰、奥特迅、澳洋顺昌、特锐德、江特电机；跌幅前五为三超新材、通合科技、晓程科技、科泰电源、科华恒盛。

行业层面：电动车：商务部：鼓励地方调整优化汽车限购措施；特斯拉拟在上海投资 4200 万元建设超级充电桩工厂，计划 2021 年 Q1 投产；上汽集团、浦东新区、阿里巴巴集团三方携手打造全新高端汽车品牌“智己汽车”；LG 化学将为上海 ModelY 供应 NCM 电池；奥迪与阿里深化智能驾驶合作，下一代车型平台采用高德高精地图；欧盟计划提高电动汽车锂电池产量到 2025 年实现自给自足；任正非：华为不造车，而是帮助车企造好车；特斯拉召回 9136 辆 ModelX 以及 401 辆 ModelY；特斯拉计划在柏林超级工厂建设年产 100GWh 电池工厂；特斯拉提高在欧洲销售

请务必阅读正文之后的免责声明部分

的所有车型价格；LG 化学将开发“去模组化”电池包；大众 ID.系列车型策略调整，称 2023 年电动车销量目标为 100 万辆；新能源：中电联：10 月新增光伏装机 4.17GW，全年累计装机达到 21.88GW；总书记在利雅得峰会“守护地球”边会致辞，中国将加快新能源等产业发展；八家光伏龙头企业联名倡议推进 210 尺寸硅片及组件尺寸标准化；润阳集团与捷佳伟创签署 30GW 单晶 PERC+和 5GWHJT 异质结项目战略合作框架协议；29.63 亿元！中节能拟投建 6.5GW 高效电池及 1.5GW 组件项目；通威 12 月最新电池定价，首次公布 210 电池片价格 0.99 元/W；工控&电网：1-10 月电网投资 3371 亿，同比-1.3%；其中 10 月投资 472 亿，同比+2.2%; 1-10 月新增 220kV 以上变电设备容量 17195 万千伏安，同比-5%; 国网原董事长毛伟明调任湖南省省长，辛保安暂时主持国网工作；国网综能特锐德签署战略合作协议共同开展风电、光伏发电、充电桩、综合能源服务等领域合作。

公司层面：锦浪科技：定增 7.24 亿元，用于年产 40 万台组串式并网及储能逆变器新建项目和综合实验检测中心项目。璞泰来：①投资新设全资子公司四川卓勤 5 亿元，四川极盾 2000 万元，东莞嘉拓 2000 万元；②为子公司深圳新嘉拓提供担保金额 6,300 万元；国网信通：使用募集资金向子公司增资实施募投项目。其中向中电普华增资 2.2 亿元，继远软件 8,000 万元，中电飞华 1.4 亿万元，中电启明增资 9,000 万元。恩捷股份：控股子公司上海恩捷公开摘牌收购纽米科技 76.4574%股权。晶澳科技：拟将下属三家全资光伏电站子公司转让给中电投东北公司、新疆丝路，合计 4.76 亿元。福斯特：公司发行可转债募集资金 17 亿元，用于滁州年产 5 亿平方米光伏胶膜项目及补流。

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，六氟稳在 10.5 万/吨，全年销量到 125 万以上，下半年增长 40%+，Q3 三重拐点明确；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，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%，美国拜登当选后推动 100%清洁能源计划，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%；竞价转平价 8GW，明年上修至 60GW+，今年全球 120-130GW 左右，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，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：隆基股份（单晶硅片和组件全球龙头、高增长低估值）、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）、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）、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）、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）、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）、

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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）、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）、恩捷股份（湿法隔膜全球龙头、LG 等海外客户放量）、雷赛智能（控制卡和步进系统龙头、伺服全面起量）、科达利（结构件全球绝对龙头、锁定宁德和 Tesla 等）、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、爱旭股份、比亚迪、三花智控、赣锋锂业、福莱特、欣旺达、天齐锂业、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）

机械设备行业跟踪周报：重视工程机械低波动周期下的强α，工业自动化持续回暖建议关注细分龙头

1.推荐组合

【三一重工】【中联重科】【晶盛机电】【杭可科技】【柏楚电子】

【建设机械】【华测检测】【广电计量】【浙江鼎力】【恒立液压】

2.投资要点

【工程机械】11 月挖机销量有望+65%，建议积极配置低波动周期中的强α

11 月挖机销量有望超预期，工程机械行业这轮周期的延续性强于上轮。根据 CME 观测，11 月挖机（含出口）销量有望达 3.2 万台，同比+65%左右，高速增长是不变的基调。我们预计工程机械行业在 2020Q4 仍以高增长为主旋律；2021 年在高基数的基础上，虽然增速会有所回落，但由于更新+人工替代+出口需求，行业整体仍将保持稳定增长。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。

低波动率周期中更强调公司的产品竞争力、生产效率以及供应链管理。三一重工作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，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。1）数字智能化：灯塔工厂使得 18 号工厂效率提升至少 50%以上；通过设备互联和升级，三一集团数控设备利用率从不到 30%提升到近 80%，总设备数量已减少一半。2019 年三一的人均产值（410 万）已超过卡特彼勒（约 350 万）。2）国际化：从 7、8 月起，行业出口就已好转，根据 CME 预测 11 月挖机出口增速将达 60%以上。三一近几年加大国际市场投入，各地布局逐步落地，疫情期间仍逆势增长。我们预计随着海外疫情好转，三一出口将进一步发力。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 152/176/189 亿元，对应 PE 分别为 17/15/14 倍，2020 年目标估值上调至 20 倍 PE，对应市值 3040 亿，目标价至 35.9 元，看好公司戴维斯双击的机会。其余建议关注【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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

【智能制造】10 月工业机器人同比继续高增，制造业景气持续回暖

下游制造业景气度持续回暖，行业复苏动能强劲，10 月工业机器人产量维持高位。10 月工业机器人产量 21467 套，同比+38.5%，维持高位；1-10 月机器人累计产量 183447 套，同比+21.0%，累计同比增速创 2018 年 7 月以来新高。10 月 PMI 指数 51.4%，下游制造业趋势向好。1-10 月制造业固定资产投资下降 5.3%，降幅比 1-9 月收窄 1.2pct，工业投资持续修复。从工业机器人的主要下游来看，①汽车行业：10 月汽车销量同比+12.5%，其中新能源汽车销量同比+113.2%，创 2019 年以来新高；1-10 月汽车销量同比-4.7%，新能源汽车销量同比-4.9%，均延续良好回升趋势；1-10 月汽车制造业固定资产投资累计同比收窄至-15.4%。②3C 行业：虽 10 月手机出货量仍同比负增，但 1-10 月 3C 固定资产投资累计同比+12.0%，持续走高。此外，下游先进制造业中锂电、光伏、仓储等需求旺盛，工业自动化基本面不断在改善，多元化的需求推动我国机器人行业持续增长。

领先指标日本机器人订单同比转正，对中国出口贡献其销售额 37%。据我们观察，一般日本工业机器人订单金额领先于我国产量 6 个月左右，2020Q3 同比+0.6%恢复正向增长，由此推断我国 2021 年工业机器人景气度向好。虽 2020Q3 日本机器人销售额同比-10.4%，但出口中国的销售额同比+7.3%，占比达 37%，说明我国工业机器人需求旺盛，行业处于快速复苏阶段。

随工业机器人行业持续复苏，精密减速器等核心零部件逐渐国产化，国产工业机器人企业有望凭此实现规模快速增长。我们看好掌握核心技术的本体龙头【埃斯顿】，具备平台化扩张能力的系统集成龙头【拓斯达】，实现谐波减速器 0 到 1 突破并逐渐向机电一体化发展的核心零部件龙头【绿的谐波】。

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）

汽车行业周报：11 月第三周批发同比+14%，全面看多

投资要点

每周复盘

SW 汽车下跌 1.3%，跑输大盘 1.0pct。除了 SW 乘用车上涨外，其余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 17 名，排名居中。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。

景气跟踪

销量：11 月 16-22 日乘用车零售日均销量同比上升，批发日均销量同比上升。11 月 16-22 日乘用车零售销量日均 52501 辆，同比上升 7%，月度累计零售销量日均 45329 辆，同比上升 13%。11 月 16-22 日乘用车批发销量日均 63190 辆，同比上升 14%，月度累计批发销量日均 52100 辆，

请务必阅读正文之后的免责声明部分

同比上升 11%。

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，渠道库存预计季节性小幅补库，行业整体库存处在较为健康的水平。

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 24 日，华为以云-管-端协同全方位布局，向汽车 SAY：HI!；11 月 26 日，上汽汽车与浦东新区、阿里巴巴集团三方携手打造“一号工程”L 项目，定名为“智己汽车”，创始轮融资达到 100 亿元；11 月 27 日，长城汽车旗下未势能源发布《2020 年氢电产业发展蓝皮书》。

投资建议：坚定全面看多，Q4 整车更优于零部件。全面看多整车板块理由：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。Q4 建议整个板块加大配置，无论是新车向上周期明确的“长城+长安+比亚迪”，还是底部蓄力的“吉利+广汽+上汽”。看多核心零部件理由：1）下游国内乘用车需求复苏逻辑正在验证！2）海外疫情加速了中国具备成本优势的零部件订单长期转移至国内。3）“电动-智能”汽车趋势带来了中国零部件全球产业地位提升的历史性机遇。优选“前期涨幅少+估值较低+基本面发生积极变化”，Q4 核心零部件重点推荐：华阳集团/中国汽研/万里扬/德赛西威/拓普集团。

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）

10 月社零与机场快递跟踪：餐饮增速疫后首次回正，化妆品表现亮眼；国际客流恢复仍需时日，快递量件高增长

投资要点

10 月社零数据公布：整体而言，2020 年 10 月，社会消费品零售总额继续上升，达 38,576 亿元（+4.3%），增幅环比扩大 1pct。分地区来看，城镇社零占比 86.8%，乡村社零复苏快于城镇。

细分品类来看，餐饮增速疫情后首次回正，化妆品等延续高增长：尽管零星案例不时发生，但国内疫情整体逐步趋于平稳，外出就餐需求逐步恢复，10 月餐饮收入达 4,372 亿元（+0.8%），增速实现由负转正，环比提升 3.7pct。另一方面，化妆品类增速亮眼，10 月化妆品类零售额达 281 亿元（+18.3%），增速环比提升 4.6pct。而粮油食品类、饮料类、金银珠宝类和烟酒类等其他消费品类也分别实现同比增长 8.8%/16.9%/16.7%和 15.1%的高增长。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

10 月机场数据陆续发布：整体而言，10 月民航客运总量继续复苏，达到 5,032 万人次（-11.7%），降幅环比收窄 0.8pct，环比增长 5.0%。

国内客流恢复带动下，五大机场客流量环比持续复苏：受益于离岛免税的海口美兰机场恢复最快，10 月旅客吞吐量达 178.83 万人次（-4.22%），环比增长 8.70%；上海浦东、首都机场、广州白云、深圳机场 10 月旅客吞吐量分别达 390.07/443.41/494.64/424.60 万人次，同比分别 -37.9%/-48.7%/-22.1%/-7.9%，降幅环比分别收窄 3.14/2.42/1.24/1.54pct。

疫情冲击下，国际客流仍处冰点：上海浦东、首都机场、广州白云、深圳机场国际（国际+地区）航线客运总量分别达 12.97/1.82/8.22/0.64 万人次，同比分别-95.8%/-98.5%/-94.5%/-98.6%，国际客流复苏尚需等待疫苗进展，机场免税恢复仍需时间。

10 月快递数据发布：电商持续增长带动下，全国规模以上快递业务量再创新高，达 82.34 亿件（+43.0%），环比增长 1.76%；但行业竞争仍然激烈，10 月快递业务均价为 9.85 元/件（-13.8%），环比 9 月下降 0.34 元/件；导致行业收入增速低于业务量增速。

快递企业来看，十一双节带动下，头部企业顺丰、韵达、圆通、申通等均在量件上实现高增长，但单票收入同样承压，同比下降较大：10 月，顺丰、韵达、圆通、申通分别实现快递业务收入 120.58/30.89/28.24/19.99 亿元，同比分别+34.2%/+10.2%/+17.6%/+1.0%；其中，件量整体均呈现高速增长态势，分别达 6.89 亿票(+57.3%)/14.17 亿票(+63.8%)/13.18 亿票(+53.1%)/8.89 亿票(+26.7%)；但激烈竞争下，单票价格持续承压,分别为单票 17.5 元(-14.68%)/2.18 元(-32.70%)/2.14 元(-23.20%)/2.25 元(-20.21%)，环比分别-5.2%/+1.5%/-1.6%/+3.4%。

风险提示：疫情二次爆发风险、宏观经济波动风险、政策风险等

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

通信行业点评报告：发改委重点强调三项行动推动 5G 建设与发展，持续看好主设备、光模块以及 IDC 等板块投资机会

投资要点

事件摘要：11 月 26 日 2020 年世界 5G 大会开幕，国家发改委副秘书长苏伟在开幕会上强调要强化政策保障、网络建设和融合创新，通过做好以下三项行动：1）5G 网络完善行动；2）5G 应用跃升行动；3）5G 共享共赢行动，推动 5G 建设与发展。

5G 技术及网络建设仍是国家发展的重点战略：2019 年以来国内 5G 新基建政策频繁出台，发改委此次强调的重点在于推动 5G 技术迭代成熟以及引导电信运营商加大 5G 投资，完善网络覆盖，2019 年中国 5G 基础设施建设投资 400 亿元，预计 2020 年 5G 建设合计资本开支达到 1803 亿元，同比提升 4 倍以上；我们认为，当前国内 5G 建设节奏几乎不受外部扰动因素影响，作为全球 5G 健身的领跑者，预计未来 5G 相关的政策红利仍将持续释放，相关投资仍将继续加码。

5G 网络建设全面提速，下游应用有望带动流量加速向上：发改委强调通过三项行动推动 5G 建设发展，首先加快 5G 网络完善，提升网络质量以及用户体验，因此国内 5G 建设节奏将不减反而加快，5G 网络建设的全面提速将带动新基建板块业绩加速向上；其次加快下游应用的加速创新

请务必阅读正文之后的免责声明部分

和落地，加快培育 5G 杀手级应用，带动流量实现加速向上；最后 5G 共享共赢，对于国内来讲电联合作，不仅节省资本开支，更能加快建设节奏，推动国内 5G 持续领先；国外来讲，加快国家化合作和交流，取长补短，提升国内 5G 产业发展的质量和速度。

5G 建设持续推进主设备、流量新基建和下游应用场景加速向上：5G 建设对子行业的拉动作用在不同细分板块呈现不同的速度和空间特征：1）5G 建设提速，流量加速向上，将带动以 IDC、光模块等流量新基建板块景气度长期持续；2）长期来看，5G 应用场景将逐步完善，物联网、车联网、高清视频等具体的应用场景市场空间更为广阔。我们认为，主设备、流量新基建和 5G 应用等相关赛道将伴随 5G 建设长期受益，建议持续关注相关板块投资机会。

建议关注的标的：5G 主设备：中兴通讯；IDC：数据港、宝信软件、奥飞数据、光环新网、佳力图、杭钢股份、沙钢股份、佳力图、城地股份；光模块：天孚通信、中际旭创、新易盛、华工科技、光迅科技、博创科技；物联网/车联网：移为通信、广和通、移远通信、中科创达、拓邦股份；云计算/边缘计算：优刻得、网宿科技；高清视频：淳中科技、兴图新科。

风险提示：国内 5G 建设进度不及预期；下游应用落地进度不及预期。

（证券分析师：侯宾　研究助理：姚久花）

电动车行业引领者，特斯拉成长空间几何？：特斯拉深度报告之二：盈利模式探讨

电动化智能化引领者，重新定义汽车生态。公司智能化全球领先，利用视觉感知+超强人工智能，自研芯片+算法，并利用所积累海量数据，不断训练优化，目前实现 L3 级别自动驾驶。后续公司重写 FSD 算法，引入时间维度，年底或将推出 FSD 选装包最后一项功能“在城市道路实现辅助驾驶”。为进一步提高智能化，公司下一代芯片 HW4.0 将比当前的算力提升 2 倍，同时为更好处理 4D 数据，将推出自研超级计算机 Dojo。凭借领先智能化优势，特斯拉实现汽车销售+软件服务的商业模式创新。

销量成长空间打开，国产化规划推动成本下行。Model 3 和 Model Y 对应 19 年全球市场空间 800 万辆，22 年推出皮卡对应空间 370 万辆，22 年或推出低价车 M2，对应空间超过 500 万辆，因此我们测算特斯拉 25 年对应市场空间近 2000 万辆。销量方面，预计 20 年 50 万辆，21 年近 100 万辆，25 年超过 360 万辆，假设全球电动车渗透率 20%，特斯拉全球份额将维持 22%以上。同时产能同步扩张，美国 Fremont 工厂产能达 60 万辆，新建德州工厂，21 年逐步投产；中国工厂产能将从目前 25 万辆扩至 70 万辆；德国工厂 50 万辆产能明年中逐步投放，20 年底全球产能达到 100 万辆，21 年底超过 160 万辆。盈利方面，当前特斯拉汽车销售毛利率超过 20%，单车毛利 1.4 万美元，后续零部件国产化提升，为降价提供空间，我们预计汽车销售毛利率可维持 20%以上。

类比苹果，新商业模式收入成为新亮点。目前特斯拉增值服务包括 FSD 选装包（1 万美元），OTA 选装包（2000 美元加速包），高级连接（9.99 美元/月），充电服务等。当前保有量有限，且 FSD 选装率不足 20%，服务收入占比较低，我们测算目前在汽车业务收入比重仅 4%，而 25 年有望提升至 16%，且对标苹果服务业务，软件服务收入毛利率超过 50%，因此服务业务利润贡献有望达到 50%。后续随着自动驾驶更成熟，服务

请务必阅读正文之后的免责声明部分

收入种类将更丰富。考虑汽车销售、增值服务高增长，且随着规划后，费用逐步降低，我们预测 2020 年特斯拉收入 350 亿美元，利润 11 亿美元，2025 年收入有望达到 1700 亿美元，利润达到 210 亿美元，利润逐步兑现，成长空间广。

精选特斯拉核心供应链，共享高增长。特斯拉核心零部件国产化为大趋势，从电池环节看，引入 LG 及宁德时代，LG 率先放量，宁德时代铁锂版本 10 月已上量，21 年三元版本也将放量；同时特斯拉将自制电池，将引入国内材料厂商。我们重点推荐特斯拉产业受益标的，一是 LG 特斯拉项目电池材料厂商（恩捷股份，天赐材料，科达利，华友钴业，关注赣锋锂业，潜在供应商新宙邦、璞泰来、星源材质等），二是宁德时代及宁德时代特斯拉项目供应商，三是核心零部件（三花智控、宏发股份等），四是特斯拉自制电池潜在供应商（天赐材料、当升科技等）。

风险提示：政策支持不及预期，销量不及预期。

（证券分析师：曾朵红）

推荐个股及其他点评

海底捞（06862）：岁寒识春意，温鼎腾腾起

投资要点

疫情“新常态”下餐饮复苏，连锁龙头逆势扩张。

餐饮景气低谷已过，环比复苏持续。自 20 年 4 月以来，餐饮行业收入累计同比降幅持续收窄，前 10 月累计餐饮收入达 2.96 万亿，单 10 月餐饮收入 4372 亿元（+0.8%，增速环比+3.7pct），10 月餐饮增速首次转正，行业景气度持续提升。疫后连锁餐饮有望继续加速布局，品牌化、连锁化率将进一步提升。

龙头逆势扩张超预期，业绩加速释放。受疫情影响非连锁中小餐饮企业加速出清，行业分化进一步加剧，火锅龙头海底捞扩张加速：1）门店扩张有超预期：预计前三季新开店数超 360 家，上调 20 及 21 年新开店预期至 500 和 600 家；2）整体翻台率稳健：预计 Q3 翻台率复苏至去年同期 80%以上，伴随天气转凉进入火锅旺季，Q4 翻台率有望进一步复苏；3）客单价稳步提升：伴随产品结构调整，假设 20/21 年各线城市门店客单价提升 3%/8%，我们预计公司 20/21 年营收分别达到 296.4 亿（+11.6%）和 578.1 亿（+95.0%），较原预测+2.8%、+0.7%；20/21 年归母净利达到 9.5 亿（-59.7%）/53.3 亿，较原预测-9.4%/+4.3%。

赛道多元布局，打开成长新空间。公司内部创业团队孵化“十八汆”等多个面馆品牌。近期还布局“饭饭林”、“秦小贤”等川式、陕西等地快餐品类，预计未来单店模型打磨成熟品牌有望复制公司成功经验，借助高效标准化管理和供应链突围中式快餐行业。

智能数字化降本增效，着力提升服务品质。海底捞前厅部署超 1000 台传菜机器人、后厨通过 IKMS 系统、机械臂、清洗设备等提升运营效率。经测算，单店初中级员工规模减少 20%/50%/90%时，经营利润率将提升 3.28/8.21/14.77pct。新技术在改变成本结构的同时，更能将员工从机械操

请务必阅读正文之后的免责声明部分

作中解放，以便投入个性化、高品质的客户服务，提升消费黏性。

盈利预测与投资评级：根据开店及经营情况动态调整盈利预测，预计公司 2020-22 年收入分别为 296.4、578.1、830.0 亿元，同比增长 11.6%、95.0%、43.6%，预计 20-22 年归母净利分别 9.5、53.3、75.4 亿元，同比增长-59.7%、463.8%、41.4%，当前股价对应动态 PE 为 246、44、31 倍。公司作为餐饮赛道的优质龙头在中长期仍将快速扩张，多元赛道及智能化布局或将打开增量业绩空间，我们持续看好公司发展，上调至“买入”评级。

风险提示：疫情反复导致消费需求下滑；经营效益不及预期风险，食品安全风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

三一重工（600031）：股权激励彰显信心，收购三一融资租赁主业深耕协同

事件：公司 11 月 27 日晚间公告：1）拟将已回购合计不超过 831.64 万股（总股本 0.1%）用于核心员工持股计划，持股定价 16.94 元/股，总金额不超过 1.41 亿，持股计划持续期 72 个月，锁定期为 12 个月。2）拟以自有资金 1.57 亿元收购三一融资租赁 75%股权，协同开展工程机械融资租赁服务。

投资要点

持股计划凝聚核心人才，彰显长期发展信心

本次持股计划覆盖人员广，持续时间长，总人数不超过 2264 人（董监高 11 人），其中中高层管理人员、关键岗位及核心业务（技术）人员份额达 71.52%，体现了公司对于各层次核心人才团队的激励与重视。此外，本次计划不设业绩考核指标，激励员工在 2020-2025 年任职期间每年可拿到 20%份额，1 年锁定期届满后即可实施分配，彰显了公司长期发展信心，有利于深度绑定公司与核心员工的长期利益，增强团队凝聚力与未来业绩增长动力。

收购三一融资租赁，协同主业深耕

公司拟以自有资金 1.57 亿，自母公司三一集团收购三一融资租赁 75%股权。2020 年 10 月公司完成对三一汽车金融公司收购，我们认为本次收购与之类似，均为协同工程机械主业深耕，打通产业内循环。短期来看，本次收购对三一财务影响有限：2019 年标的收入 782 万、净利润 612 万，均低于三一体量 0.1%。

长期来看，利于三一打通内循环：1）提升品牌竞争力：近年三一融资租赁销售比重达 25%以上，收购有助于打通产品、服务及融资一揽子服务。2）协同效应。子公司有望凭借三一优质资信降低融资成本，三一则有望提高充裕现金流使用效率（公告预计部分资金收益率将提升 2-3pct）。（3）推动国际化进程。海外巨头均采用“制造+金融”的产融协同模式，卡特彼勒金融服务收入占比稳定在 5%-7%，有力推动了全球化进程；（4）增强公司风险控制力。进一步整合制造业与金融风险控制，提升营销风控竞争力。

工程机械景气强劲，数字化+国际化打开新一轮双击

根据 CME 预计 11 月挖掘机同比增速 65%左右，工程机械下游需求依然

请务必阅读正文之后的免责声明部分

保持强劲。三一重工作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，18 号工厂效率提升至少 50%以上，数控设备利用率从不到 30%提升到近 80%，总设备数量已减少一半。Q3 起挖机行业出口就已好转，根据 CME 预测 11 月挖机出口增速将达 60%以上。三一近几年加大国际市场投入，各地布局逐步落地，疫情期间仍逆势增长。我们预计随着海外疫情好转，三一国际竞争力将逐步兑现带来估值溢价。

盈利预测与投资评级：低波动率周期中更强调公司的产品竞争力、生产效率以及供应链管理，三一重工作为中国制造业智能工厂最优秀的公司，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。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 152/176/189 亿元，对应 PE 分别为 17/15/14 倍，2020 年目标估值上调至 20 倍 PE，对应市值 3040 亿，目标价至 35.9 元，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；海外业务进展低于预期。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：周尔双　证券分析师：朱贝贝）

金博股份（688598）：碳基复合材料龙头，将受益于硅片扩产+技术迭代

投资要点

金博股份：国内领先的碳基复合材料产品供应商

公司主业聚焦于先进碳基复合材料及产品，主要产品包括坩埚、导流筒、保温筒、加热器等，均为光伏行业长晶炉热场系统的关键部件。其中公司坩埚、导流筒全球市占率超 30%，保温筒、加热器随碳基复合材料渗透率提升市占率还有较大增长空间。受益于下游光伏行业扩产，2017-2019 年，公司营收由 1.4 亿元增长至 2.4 亿元，CAGR 达 30.5%；归母净利润从 0.29 亿元增长至 0.78 亿元，CAGR 达 64%。2020H1，公司实现营收 1.85 亿元/+52.0%，归母净利润 0.74 亿元/+57.3%。依托技术优势，公司毛利率始终维持在 60%以上的较高水平。

光伏平价+技术迭代趋势下，“新增+替换+改造”三重需求驱动热场需求爆发

公司的主要产品为坩埚、加热器、导流筒、保温筒等消耗品，其下游需求来自于新增产能推动、存量部件替换及存量改造三重驱动。伴随着光伏硅片环节集中扩产，大硅片渗透率提升带来的更新需求拉长设备景气度，将进一步增厚热场部件的市场空间。我们预计 2020-2022 年，热场四大件的新增需求约 40 亿元，替换需求约 77 亿元，改造需求超 29 亿，总需求约 146 亿元，迎来需求爆发期。此外 HJT 技术迭代也将催化热场改造或新增需求提升，随着硅片需求由 PERC 的 P 型转向 HJT 的 N 型硅片，为达到 HJT 用的 N 型硅片纯度要求，硅片厂商可选择更换纯度更高的热场同时使用高纯度进口硅料，或者直接更换整套单晶炉设备。无论采用哪一种方案，都会产生对热场的改造或新增需求，热场部件供应商直接受益。

核心技术领先，受益于碳基材料热场渗透率提升

光伏领域，公司已与隆基、中环等硅片龙头建立稳定合作关系，近期隆基、中环、晶澳、晶科等硅片龙头企业开启扩产潮，将同步提升对于热场系统产品的需求，同时随着碳基材料热场渗透率提升，公司光伏热场

请务必阅读正文之后的免责声明部分

产品市占率还有进一步提升的空间。半导体领域，目前碳基材料渗透率较低，公司正积极布局，已与神工半导体、有研半导体、宁夏银和等客户建立了稳定合作关系，静待产品放量。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年营业收入为 3.8/5.7/7.8 亿元，同比增长 57%/51%/38%，归母净利润为 1.4/2.0/2.7 亿元，同比增长 75%/49%/34%。当前股价对应动态 PE 分别为 67 倍、45 倍、34 倍，相较行业平均仍有提升空间，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：大硅片渗透率提升不及预期、产品开拓不及预期、原材料价格波动风险。

（证券分析师：陈显帆　证券分析师：曾朵红　证券分析师：周尔双）

三峡水利（600116）：需重视此次关联交易的重要指示性意义

投资要点

事件：公司公告，控股子公司联合能源拟向控股股东长江电力所辖检修厂提供关于乌东德电站、白鹤滩电站的三项运维检修项目服务，合同金额合计 0.69 亿元。

一叶知秋，高毛利率运维检修业务刚刚起步。

根据公司公告，此次提供的三项运维检修项目服务分别为：1）乌东德电站、白鹤滩电站接机发电及流域电站应急抢修保障协助项目，合同金额 0.29 亿元；2）乌东德电站接机发电配合项目，合同金额 0.24 亿元；3）白鹤滩电站电力生产准备及接机发电配合项目，合同金额 0.16 亿元。

一方面，运维检修业务主要成本均为人工，我们推测该服务项目本身的毛利率水平较高、盈利能力较强；另一方面，此次服务仅仅是乌东德和白鹤滩两个电站，而长江电力旗下还有三峡、葛洲坝、溪洛渡、向家坝四个电站，每年运维检修项目的金额应当远远高于目前披露金额，因此公司该项业务才刚刚起步，未来持续增长可期，最重要的是运维检修是永续现金流业务，与传统工程业务模式完全不可同日而语。

资产重组完成后集团和公司动作频频，需重视此次关联交易的指示性意义。

如果我们动态地观察和跟踪公司自资产重组以来的变化，会发现：1）6 月份重大资产重组完成；2）半年报制定《职业经理人管理制度》；3）10 月份董事会决议修订高管人员年薪管理办法；4）10 月份三峡电入渝正式落地，加上此次披露的运维检修服务项目，我们可以发现自重组以来仅仅半年时间内，无论是大股东三峡集团和长江电力，还是上市公司本身，均动作频频：

机制上，通过薪酬体制机制改革充分释放员工活力；业务上，三峡电入渝标志公司成长逻辑兑现第一步，此次运维检修服务项目落地充分彰显大股东对公司的支持力度，我们预计，在三峡电入渝和运维检修服务项目之后，公司在售电侧的布局也将逐渐体现，后续业务开展和成长空间值得期待。

外部环境变化趋势持续向好，电改龙头呼之欲出。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

如果我们认真观察近年来国家电网高层的人事变动，会发现电力体制改革的趋势和方向日益明确，且对于三峡水利来说，外部环境的变化趋势持续向好，电改龙头呼之欲出。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.42、0.65、0.69 元，对应 PE 分别为 21、13、13 倍，维持“买入”评级

风险提示：宏观经济下行使得终端工业用电需求减弱等

（证券分析师：刘博　证券分析师：唐亚辉）

颐海国际（01579）：关联光环渐褪，敢问路在何方？

投资要点

受关联方调价因素影响，颐海国际近期股价自高位 134.1 港元/股回调最低至 86.7 港元/股，回调幅度达 30%。我们认为，关联方调价因素导致的预期修正已基本完成，未来公司将进化为更纯粹的 2C 企业，核心聚焦公司第三方业务发展情况。

降低 2B 预期，更多聚焦 2C 业务的核心壁垒。疫情下海底捞通过市场化比价、产品结构调整等方式进行成本优化，使得颐海国际关联方供货价格和毛利率自 20 年三季度末开始有所承压，不排除未来关联方业务供货价格及比例继续稳中小降。我们认为，应更多关注公司在 2C 业务的快速成长，在产品力/渠道力方面的持续创新拓展和执行力上。

关联方业务：海底捞开店持续加速，预计今年 1-10 月新开店 400+家，上调 20/21 年新开店数至 500 和 600 家。受此影响，预计颐海国际 20/21 年关联方收入分别为 15 亿（yoy-9.7%）和 25.3 亿（yoy+68.3%）。

市场化激励+新产品推动+渠道持续深化，核心聚焦快速成长的 2C 业务。

第三方调味料业务（底料+复调）：预计该业务 20 年全年收入将达 24.6 亿（yoy+57%）。其中，预计 20H2 收入 14.3 亿（yoy+45%）。展望 2021 年，在 20H1 高基数背景下，预计 21 年收入约 32.9 亿（+33.7%）。

方便速食业务：预计 20 年该业务收入达 15.8 亿（+61.5%），其中自热小火锅收入 14.3 亿，yoy+46.1%（20H2 收入 8.1 亿，yoy+27%）;冲泡系列预计全年收入有望达到 1.5 至 2 亿元，21 年冲泡系列销售规模和盈利能力有望迎来双升。预计 2021 年方便速食业务收入将达到 26.8 亿(+69.6%)。

兼具组织变革力&产品创新力，公司空间几何？关联方业务短期承压并未改变公司长期核心竞争力，关联方业务调价有助于公司持续优化成本及产品结构。我们坚定看好公司组织变革力推动下不断迭代升级的管理机制、渠道不断深化下多元产品的打造能力，并由此持续带来的 C 端业务增长潜力。我们针对公司所处各细分赛道及预期市占率进行远期空间测算，我们预计公司 2025 年收入约为 216.6 亿（5 年 CAGR30.9%），扣除馥海工厂中 40%少数股东损益后归母净利约为 33.8 亿（5 年 CAGR29.4%），当前市值对应 25 年归母净利动态 PE 为 24 倍。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年营收分别为 56.39、86.36、123.85 亿，同比增长 31.7%、53.1%、43.4%。预计 20-22 年归母净利为 9.30、12.49、16.31 亿，同比增速为 29.4%、34.3%、30.6%，当前股价对应动态 PE87、65、50 倍，鉴于公司在进一步脱离关联方 2B 业务依赖背景下，极强的组织变革力和市场化激励驱动下的产品创新力与渠道力壁

请务必阅读正文之后的免责声明部分

垒稳固，考虑行业估值水平及公司业务成长可持续性，维持“增持”评级。

风险提示：疫情反复风险；新品销售、渠道扩展不及预期；关联方业务持续承压；食品安全等风险。

（证券分析师：汤军　研究助理：樊荣）

上汽集团（600104）：百亿高端“智己”+元界专项投资，赋能上汽转型

投资要点

事件要点：2020 年 11 月 26 日，上汽集团与浦东新区政府在上海中心签署战略合作协议，由上汽集团、浦东新区、和阿里巴巴集团三方联合打造百亿级、全新用户型汽车科创公司“智己汽车”首发落地浦东，代号为“L”的上汽集团一号项目也随之正式亮相。另外，上汽集团拟与张江高科技、恒旭资本共同设立元界智能科技股权投资基金合伙企业，专项投资于高端智能纯电汽车项目，上汽占比 75%。

全球布局，以智慧周全用户，以联动共迎变革。高端智能纯电汽车——智己汽车，致力于成为“智能时代出行变革的实现者”，主要优势包括，1）全球布局：时间空间双维布局，初始亮相即面向全球。智己汽车从 2014 年开始筹备，产业链布局横跨 60 多个国家。明年将在上海、伦敦以及拉斯维加斯三地同时发布高端汽车品牌。2）以智慧周全用户：以用户为核心。通过人工智能、大数据让用户成为汽车价值链的核心驱动，从底层打通整车与驾乘体验高度相关的 ECU 控制器，将客户场景和汽车感知充分融合，实现汽车智能化宽度和深度的全新突破。3）以联动共迎变革。上汽以自身为基础，与阿里就新零售和车联网展开合作，与与英飞凌合资设立 IGBT 核心部件公司，与宁德时代形成新能源电池产业联盟，与移动、华为等就 5G 技术开展合作。多方布局，联合各产业线龙头企业，共迎汽车“清洁电动+智能互联“的大变革新时代。

合资设立专项投资基金，给予强战略层面重视。元界智能科技股权投资基金认缴总额 72 亿元，拟与阿里巴巴一起专项投资与高端智能纯电汽车“智己汽车”项目。充分利用投资各方在整车制造、AI 芯片技术、大数据等领域优势，共同打造共赢及可持续发展战略体系，加快上汽集团传统汽车产业链全面重构及转型升级。

强化软件核心定位，赋能上汽转型升级。软件定义汽车已逐渐成为产业链龙头企业共识，软件将是未来汽车智能化和车企差异化竞争的核心。智己以阿里大数据+达摩院新技术+阿里云生态圈为依托，结合张江高科技园区 AI 芯片等技术资源，未来将成为上汽集团转型发展的“先驱”。一方面打造轻量化运营体系，脱离传统国企模式，项目组成员一半来自汽车跨界行业；另一方面重构全新商业形态，市场资本运作，实现以点带面，从局部到整体，进而推动整个上汽集团从“国内汽车行业巨轮”向“全球领先智慧汽车企业”转型。

投资建议：大众 MEB 国内首款车型 ID.4 开始热卖成为重要看点。预计 2020-2022 年营业收入 7566/8224/8710 亿元，同比-10.3%/+8.7%/+5.9%，归母净利润 224/246/267 亿元，同比-12.6%/+9.9%/+8.3%，对应 PE 为 13.02/11.85/10.94 倍。维持“买入”评级。

风险提示：乘用车需求复苏低于预期；自主 SUV 价格战超出预期

请务必阅读正文之后的免责声明部分

（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