新时代证券-研究所晨报（20201124）

● 总量研究

宏观研究：变凹的美元微笑曲线

由于美国的政治经济军事实力以及美元在国际金融中的地位，美元是传统的避险货币，这造就了美元微笑曲线的存在，也就是经济风险上升时，美元升值，随着风险减弱，美元逐渐贬值，当美国经济相对优势增强、避险情绪进一步缓解时，美元资产更有吸引力，美元再次升值。次贷危机使美元避险属性增强，美元微笑曲线变得向外凹，疫情同样改变了美债收益率，这可能会使美元微笑曲线变得更凹。这可以从套息活动来解释，市场可以通过借入低利息美元，买入高利息的风险货币资产，套息收益也就是汇率风险溢价，由利差、预期汇率波动两部分构成。次贷危机后风险货币国家管理汇率的模式发生了变化，进而导致了风险货币汇率波动幅度的增强。

策略研究：周期才刚起步

大宗商品的价格上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后可能会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度，而且不一定能产生相对收益。我们最看好有色和化工，一方面是经验上上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。指数层面，周期股上涨将会带动 A 股进入新的一轮指数行情，时间上可能会持续到 2021 年 Q2。

● 公司研究

稳健医疗：“医疗+消费”双龙头，“全棉”引领健康标杆

稳健医疗：“消费”+“医疗”双轮驱动，未来成长可期。公司主要从事纯棉制品的研发、生产与销售；旗下两大品牌“winners 稳健”、“全棉时代”实现协同发展。近五年来，业绩保持稳健增长，收入复合增速 25.35%，归母净利润复合增长 37.80%。今年受新冠疫情影响，防疫物资用品销售大幅增长增厚公司全年业绩预期。

盈利预测评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 100.87 亿元、136.18 亿元、151.84 亿元；归母净利润分别为 16.17 亿元、20.74 亿元、22.40 亿元，EPS 分别为 3.79 元、4.86 元、5.25 元，对应估值为 36.9X、28.8X、26.6X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
采掘	3.93%	传媒	-0.93%
有色金属	2.96%	计算机	-0.41%
银行	2.08%	电子	-0.34%
非银金融	1.92%	农林牧渔	-0.3%
电气设备	1.66%	通信	-0.24%

相关报告

《变凹的美元微笑曲线》2020-11-22

《周期才刚起步》2020-11-22

《“医疗+消费”双龙头，“全棉”引领健康标杆》2020-11-22

内容目录

1、总量研究 3
1.1、宏观研究：变凹的美元微笑曲线 3
1.2、策略研究：周期才刚起步 4
2、公司研究 4
2.1、稳健医疗：“医疗+消费”双龙头，“全棉”引领健康标杆 4

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：变凹的美元微笑曲线

由于美国的政治经济军事实力以及美元在国际金融中的地位，美元是传统的避险货币，这造就了美元微笑曲线的存在，也就是经济风险上升时，美元升值，随着风险减弱，美元逐渐贬值，当美国经济相对优势增强、避险情绪进一步缓解时，美元资产更有吸引力，美元再次升值。次贷危机使美元避险属性增强，美元微笑曲线变得向外凹，疫情同样改变了美债收益率，这可能会使美元微笑曲线变得更凹。这可以从套息活动来解释，市场可以通过借入低利息美元，买入高利息的风险货币资产，套息收益也就是汇率风险溢价，由利差、预期汇率波动两部分构成。次贷危机后风险货币国家管理汇率的模式发生了变化，进而导致了风险货币汇率波动幅度的增强。

次贷危机之前，风险货币国家有充足的货币政策空间来管理汇率。风险发生时，资金回流美国，风险货币贬值，但是此时风险货币国家可以通过加息来稳定汇率。当风险退去，套息活动重新活跃，风险货币升值、美元贬值，但是风险货币国家可以通过降息来缓解货币升值。此时，套息收益主要是利差构成的，风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系弱一些，美元微笑曲线并不明显，甚至不存在。危机之后，美元的避险属性增强了，美元微笑曲线变得向外凹。次贷危机时美国货币政策接近零，降息空间有限；次贷危机后，自然利率下降还导致美国利率中枢低于次贷危机前。同时，风险货币国家管理汇率的空间变小。

当出现危机时风险货币贬值，风险货币国家出于其他目标约束并不会加息。为什么呢？次贷危机后风险货币国家的利率也出现了较大幅度下滑，有些同样面临零利率约束，本来为了刺激经济可能要将利率降到 0 以下，但是由于零利率约束，并不能如此。此时的利率实际上仍是不能刺激经济的，如果为了稳定汇率而加息，那更不利于经济增长，所以次贷危机之后，很多风险货币国家不再通过货币政策来干预汇率。当避险情绪褪去时，风险货币升值、美元贬值，次贷危机之后越来越多国家的利率面临或者接近零利率约束，这些国家也不会降息来阻止货币升值。这样就导致风险货币对美元汇率波动和风险资产收益率的正相关关系变强，此时，套息收益主要由汇率波动构成。

我们预测疫情将增强美元的避险属性，也就是美元微笑曲线将变得更凹。主要是因为疫情将降低美国的自然利率，美联储货币政策利率或将长期保持低位，即使未来加息也可能回不到疫情前。首先，疫情将使美国预防性储蓄进一步增加。其次，疫情更利于数字经济的发展，这将一方面导致垄断能力增加进一步提升储蓄率，同时，数字经济将减少投资需求。再次，此次危机美国企业没有去杠杆，相反杠杆率大幅提升，这意味未来美国企业加杠杆的空间也不会很大。最后，除非疫苗大规模应用，否则疫情将增加经济运行的摩擦。

在美国低利率下，日元-美元套息活动会减弱，同时，新的美元-风险货币（尤其是新兴市场货币）套息活动或许会兴起。疫情影响了世界各国，风险货币国家将把货币政策的重点放在稳定本国经济上，持有风险货币的汇率风险溢价将主要由汇率波动构成，而这会体现美元的避险属性。风险发生时风险货币对美元加速贬值，以便未来获得更大的升值空间，风险褪去时则是美元对风险货币加速贬值。

坦白地说，未来美元如何走很难判断，美国及全球经济修复的趋势不变，VIX 指数将下滑，同时，美联储可能会长期维持低利率，这将导致美元走弱，但是如果

后面美国经济加快修复，特别是快于欧洲等经济体的话，美元则可能再度走强。

风险提示：海外疫情长期化。

1.2、 策略研究：周期才刚起步

大宗商品的价格上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后可能会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度，而且不一定能产生相对收益。我们最看好有色和化工，一方面是经验上上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。指数层面，周期股上涨将会带动 A 股进入新的一轮指数行情，时间上可能会持续到 2021 年 Q2。

（1）大宗商品的高度可能会超预期。历史上商品价格一般有两种上涨。一种是由于重大历史事件带来的史诗级上涨，比如布雷顿森林体系和中国快速工业化阶段的上涨，持续时间会长达十年。第二种上涨是大格局（经济和货币）稳定变化情况下的波段上涨，每次上涨时间约两年左右，幅度上会接近区间震荡的高点。这一次的大宗商品上涨可能会持续两年，至少和 2016-2017 年类似，如果考虑到疫情期间全球央行货币的过度投放，级别可能会更高。

（2）周期股第一波上涨的时间大概率持续到 2021 年年中。2008 年以来，周期股出现过 3 次较大的年度级别行情，分别是 2008 年底-2011 年初、2014 年中-2015 年中、2016-2017 年 Q3，这三轮行情都各有特点。始于 2020 年 Q2 的这一轮周期股行情，起点晚于商品价格的拐点，背后原因是投资者需要验证周期股的长期逻辑。2008 年底-2011 年初和 2016-2017 年周期股行情的特点告诉我们，周期股第一波行情最值得参与，可能会持续到 2021 年中，之后可能会有货币紧缩带来的调整，2021 年下半年周期股可能会有第二波上涨，是否值得参与取决于中间调整的幅度。

（3）建议重点关注有色和化工。大部分周期股都会有表现，我们最看好有色和化工。经验上，上一轮价格涨幅最大的商品，一般下一轮弹性会比较弱，主要是由于上一轮企业赚到足够多的利润后，进入下行周期后，由于手上现金充足，去产能往往不彻底。2016-2017 年，煤炭钢铁价格涨幅大于有色化工，由此导致 2017-2019 年煤炭和钢铁的固定资产投资远高于有色和化工。另一方面，这一轮需求周期中，基建和房地产往上空间较小，而全球消费和制造业投资往上空间较大，有色和化工的需求相对更受益。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 稳健医疗：“医疗+消费”双龙头，“全棉”引领健康标杆

稳健医疗：“消费”+“医疗”双轮驱动，未来成长可期。公司主要从事纯棉制品的研发、生产与销售；旗下两大品牌“winners 稳健”、“全棉时代”实现协同发展。近五年来，业绩保持稳健增长，收入复合增速 25.35%，归母净利润复合增长 37.80%。今年受新冠疫情影响，防疫物资用品销售大幅增长增厚公司全年业绩预期。

主营所处行业分析：医用敷料高端产品替代趋势，棉柔巾市场空间广阔。（1）医用敷料：国内市场方面，随着我国基础医疗设施建设加快以及居民生活水平和健康意识不断提高，医用敷料行业进入快速发展时期。根据 BMIResearch 统计，在 2014-2019 年，我国医用敷料市场规模由 39.89 亿元增长至 73.12 亿元，复合增长率 10.63%，预计 2020 年我国医用敷料市场规模将扩容至 82.25 亿元，同比增长 12.49%，增长水平明显快于全球医用敷料市场。（2）健康生活消费品：棉柔巾市场公司天猫市占率第一。全棉时代品牌约占 44%；babycare 占比 20%；安慕斯占比 6%。伴随二胎政策放开、母婴市场前景乐观以及国家对环保行业的支持，棉柔巾市场份额将进一步扩大。卫生巾市场渗透率近 100%，市场发展较为成熟，预计未来市场规模将以 3-5%的增速成长。

公司核心竞争优势分析：较强的品牌溢价、产品矩阵丰富、渠道协同性强。（1）品牌价值高：全棉制品替代理念与中高端产品定位全力打造差异化的品牌形象，目前在市场上具有较高的知名度，已形成有效的竞争壁垒。（2）医疗级品质、品类丰富：OEM 医用敷料起家，加码大健康生活消费用品，矩阵丰富，满足多元化消费场景；独家无纺技术构建核心竞争优势，实现全品类拓展打造一站式购物体验模式。（3）线上线下渠道协同互补：“全棉时代”全渠道布局，2019 年线上与线下分别占比 55%与 45%，线上以直营旗舰店为主，线下门店加速扩张，目前已超过 250 家且覆盖全国 50 余个重点城市。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2020-2022 年营业收入为 100.87 亿元、136.18 亿元、151.84 亿元；归母净利润分别为 16.17 亿元、20.74 亿元、22.40 亿元，EPS 分别为 3.79 元、4.86 元、5.25 元，对应估值为 36.9X、28.8X、26.6X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：1；市场竞争加剧；2）客户拓展不达预期；3）线下门店扩张低于预期；4）原材料价格大幅上升；5）经济恢复缓慢导致需求放缓。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖销售总监** 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	**吕莜琪销售总监** 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn
广深	**吴林蔓销售总监** 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/