

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

电话：

Email：

欢迎关注中泰研究所订阅号



晨报内容回顾：

今日预览

今日重点>>

- 【地产】陈立：三道红线五档房贷，房地产的过去与未来——地产融资专题
- 【金融工程】唐军：食品饮料继续增持，新能源热度不减——2020Q4股票型基金季报与外资持仓分析
- 【金融工程】郑琳琳：A+H 股珠联璧合拥抱核心资产：汇添富中证沪港深 500ETF——特色产品价值分析之六
- 【军工】李聪：公募持仓环比再度提升，重仓前十平均年度回报率超 150%

研究分享>>

- 【银行-常熟银行(601128)】戴志锋：20 年业绩快报：息差企稳，资产质量保持优异
- 【固收】周岳：产业债评级调整为哪般？
- 【医药-我武生物(300357)】赵磊：黄花蒿花粉滴剂有望获批上市，逐步打开北方市场
- 【通信-中兴通讯(000063)】陈宁玉：Q4 业绩超预期，主营业务持续向好
- 【煤炭-中国旭阳集团(1907.HK)】陈晨：行业龙头，在建产能 1020 万吨，市场份额不断提升

今日重点

►【地产】陈立：三道红线五档房贷，房地产的过去与未来——地产融资专题

向后看：三道红线至今，土地市场竞争如何

我们预计，在 2021 年地方政府债务到期压力及财政缺口增加的背景下，土地市场将回归常态化供应，龙头房企将迎来量增价降的高质量拿地窗口期。

土地市场供需：供给收缩，土拍转冷。三道红线后，招拍挂市场拿地回落明显，100 大中城市成交土地建筑面积增速持续回落。但从供需格局来看，土地成交回落的原因在于地方政府供应收缩导致。

房企竞争格局：总量下行，结构分化。不同房企拿地结构性分化显著，三道红线规则后，已经处于绿、黄两档的房企，依靠稳健的经营风格，维持稳定的拿地强度，拿地量升价降，逆周期高质量补充土地储备。

企业如何应对：囤地下降，量入为出。三道红线政策下，本质上是针对不同负债水平的房企的有息负债规模进行约束，在有息负债增长收到约束的情况下，受到直接冲击的是开发商表内的土储规模。因此，在房企降为绿档前，整体的土地储备规模将会持续下降。

往前看：五档房贷往后，房企经营如何演绎

房贷集中度管理政策从金融机构层面进一步约束开发商资金来源，作为三道红线后的政策补充，重点从两方面影响行业及房企。其一，房贷余额占信贷余额比例设置上线，地产行业增速与经济增速匹配；其二，房贷占比硬约束后，稳定开发商预期，房企囤地模式彻底失效，降杠杆提周转成为行业共识，地产周期波动幅度将大幅降低。

房地产市场供需：供需为因，信贷为果。我们认为，信贷只是供需关系背后的结果体现，而非直接驱动房地产供需关系的原因。从个人购房按揭贷款余额增速与全国商品房销售增速对比来看，由于房地产市场中需求的波动，带动了个人住房贷款的增长。

供给侧预期传导：房贷划线，预期为锚。我们认为，房贷集中度管理存在以下两方面影响，一方面，将房地产与宏观经济水平挂钩，集中度管理本质上并不是约束地产融资，而是将地产增速与经济增速匹配。另外一方面，新政后市场预期稳定，在当前房地产需求快速复苏的过程中，房企在量入为出的经营策略下，放弃无效囤地，加速推盘带动市场供需上升。

开发商经营转变：周转提速，杠杆趋稳。在三道红线及房贷集中度管理政策后，从融资短供给侧管理传导至房企经营，我们认为，政策环境将驱动龙头房企稳杠杆提周转，提升经营质量。

ROE：确定性换弹性，龙头房企优势强化

从 ROE 拆解角度，在杠杆率稳定、周转率提升的过程中，伴随着 2017 年地王项目陆续结算，2018 年以来拿地利润率改善将带动 2021 年报表层面的利润率改善。同时，2018 年以来，宽松的流动性不断降低房地产开发商融资成本，拿地利润率及融资成本改善共同驱动 ROE 提升。

利润率驱动，经营质量改善在即。2018年，主流房企地售比相比2017年改善显著，按照拿地到结算业绩三年的经营周期来看，2021年行业结算利润毛利率将迎来改善。除地售比外，开发商融资成本的持续下降，带来资本化利息的持续下降，进一步带来结算利润率的改善。

确定性增强，估值水平提升可期。从头部房企ROE与相对PB的变化趋势上来看，当前相对PB处于历史底部。而头部房企ROE水平，在三道红线及房贷集中度政策下，持续经营能力增强，降杠杆提周转叠加利润率改善有望驱动ROE平稳回升，带动行业整体估值修复。

投资建议：

我们看好在融资端强管控背景下，龙头房企经营质量改善，拿地到销售集中度提升的投资机会，关注A股头部房企万科A、新城控股、保利地产、中南建设；关注H股低估值修复机会，如融创中国、中国海外发展。

风险提示：房地产调控政策收紧超预期、行业数据测算偏差风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《三道红线五档房贷，房地产的过去与未来——地产融资专题》
发布时间：2021年1月25日

报告作者：陈立 中泰地产负责人 S0740520080008

李焱 中泰地产分析师 S0740520110003

►【金融工程】唐军：食品饮料继续增持，新能源热度不减——2020Q4股票型基金季报与外资持仓分析

本文从资产配置、持股集中度、风格、行业、重仓个股变化等角度分析国内公募的主动股票型基金的季报披露重仓股数据，并与同期外资持仓作对比。

主流宽基指数表现：2020年四季度，A股及港股指数全部录得正收益，恒生指数表现最佳。股票基金和偏股基金指数表现相仿，平均收益稍弱于大盘指数。

仓位与持股集中度：股票仓位约88%，保持平稳；基金持股集中度上升至59%。公募基金对主板和港股通的配置有较大上升，对中小板配置减少。外资配置仍以主板为重点，且配置比例有所回升；中小板配置比例下降较多。

风格板块的关注度变化：从基金在4大风格的超低配情况来看，消费成长仍处超配，但是成长连续两期减持；国内基金继续增持金融和周期风格，周期风格增持更快。相比国内基金明显的风格轮动配置，外资长期超配消费，但超配比例呈缓慢下降趋势，周期和成长本期出现增持。

食品饮料连续获增持：基金重仓股分析，食品饮料、有色金属、化工、非银和银行增持最多。计算机和传媒成为减持最多行业。超配前五大行业和上期一致，食品饮料、医药生物和电子是超配热门。大金融板块依旧低配。电气设备、有色金属和休闲服务连续4个季度获增持；采掘、钢铁、家电

和纺织服装在 3 个季度减持后出现了明显增持现象。特别地，银行和非银金融处于深度低配状态，但是出现了连续多季增持现象。

热点行业超低配变化：上期（2020Q3）超配且仍在增持的行业主要是：食品饮料，而且增持幅度大；其次为电气设备。上期低配但本季开始增持的行业主要有：非银金融和银行。上期低配本季仍在减持的行业主要有：计算机和房地产。

行业超低配方面外资与公募基金的分歧：外资和公募基金都重仓了食品饮料、医药生物等行业，但有较大分歧：银行和非银进入了外资重仓行业，而公募基金更偏重成长风格的电子、电气设备。仓位正向变化方面，外资和公募基金选择行业差异较大：同样面对新能源主题，公募选择加仓有色金属而外资加仓电气设备。仓位负向变化方面，外资和公募基金分歧也很大：公募主要减仓了 TMT 相关行业，而外资减仓的行业比较分散。

基金重仓个股的关注度变化：在新调入的重仓股中，少数基金“下重注”的个股：驰宏锌锗、江淮汽车、京沪高铁等；基金新调入且持仓数量较多的个股：国际医学、驰宏锌锗、士兰微等。新增重仓港股有：小米集团、丘钛科技、中航科工等。

风险提示事件：本报告仅以及历史数据作分析统计，不作荐股；基金公告数据和外资持股数据有时滞。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《食品饮料继续增持，新能源热度不减 ——2020Q4 股票型基金季报与外资持仓分析》

发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：唐 军 中泰金融工程首席 S0740517030003

李新春 中泰金融工程分析师 S0740520080002

►【金融工程】郑琳琳：A+H 股珠联璧合拥抱核心资产：汇添富中证沪港深 500ETF——特色产品价值分析之六

当前我们正处于核心资产荒时代，随着经济增速放缓，存量经济下的分化特征显现，品牌消费品的生产企业、拥有核心技术专利的高科技企业、互联网垄断性企业等都将成为核心资产，值得我们长期配置。当前港股估值水平相比国际处于低位，A-H 股溢价仍处于高位，随着南下资金加速流入，AH 溢价收敛成大趋势，港股作为核心资产的投资价值凸显。2021 年全球经济逐步复苏，全球最主要的产品出口国之一的中国将极大受益于全球经济复苏带来的需求回暖，相比当前全球资产，沪、深、港三地对标企业盈利具有超预期可能。同时，人民币资产在全球资产荒中配置价值凸显，宏观经济动能强、公司盈利增速高、股息率高以及币值稳定，亦会获得国际资本对中国主题基金的持续申购。而沪港深通为 A 股和港股两地资金互流提供了便捷通道，A 股和港股各自拥有优势行业和特色企业，港股深通机制可促进两地核心资产相互融合、优势日益互补。本文所介绍的沪港深 500 指数及跟踪该指数的基金产品，聚焦沪、深、港三地优质企业，为投资人做长期配置提供便捷工具。

中证沪港深 500 指数基本情况

编制思路：中证沪港深 500 指数选取沪港深交易所上市的互联互通范围内股票作为指数样本股，以全面反映沪港深三地上市企业股票的整体表现。

指数特点：成分股以大中盘为主，港股所占权重、数量最大；行业覆盖全面，大类行业分布与沪深 300 接近；前十大权重股均为所在行业的龙头股，盈利质量高；近年来交投活跃，流动性好。

指数表现：指数与可比指数相比，波动回撤小，夏普比率高；绝对估值较低，相对估值百分位较高；成分股盈利能力强。

汇添富中证沪港深 500 ETF

汇添富中证沪港深 500 ETF (517080.SH)，发行时间为发售时间为 2021 年 1 月 20 日至 2021 年 1 月 26 日；其基金管理人为汇添富基金，成立于 2005 年 2 月，是国内一流的综合性资产管理公司之一。截至 2021 年 1 月 22 日，公司旗下基金有 168 只，基金规模达 7929.89 亿元，在全部基金公司中排名 3/144，涵盖股票型基金、指数型基金、QDII 基金、混合型基金、债券型基金及货币市场基金等各类产品。

风险提示：本报告结论完全基于公开的历史数据进行统计、测算，文中部分数据有一定滞后性，同时存在第三方数据提供不准确风险；对基金产品和基金管理人的研究分析结论并不预示其未来表现，也不能保证未来的可持续性，亦不构成投资收益的保证或投资建议；产品的表现受宏观环境、行业基本面超预期变动、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《A+H 股珠联璧合拥抱核心资产：汇添富中证沪港深 500ETF——特色产品价值分析之六》

发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：郑琳琳 中泰金融工程分析师 S0740520020002

►【军工】李聪：公募持仓环比再度提升，重仓前十平均年度回报率超 150%

整体持仓大幅增长，板块超配比例环比继续提升：2020 第四季度，军工板块（以重点跟踪的 50 个标的为代表）流通总市值为 13,324 亿元，占 A 股流通总市值比例为 2.07%，超越 2014 年第三季度板块军工板块流通市值占比，达到历史高点。

基金重仓持有军工板块个股总市值为 758.10 亿元，占基金重仓总市值的 2.57%，超配比例为 0.5%，环比持平；主动型基金重仓持有军工板块个股总市值为 567.76 亿元，占基金重仓总市值的 2.33%，超配比例为 0.26%，环比提升 0.11 个百分点。主动型基金持仓集中度下降，处于过去三年中的较低水平。我们认为这或由于市场的关注度由几家龙头标的扩大到了整个板块中更多的优质个股。

电子元器件板块为最受基金关注的细分领域：从不同细分板块来看，基金重仓持有市值最高的板块为电子元器件板块，整体重仓持有市值占军工板块比达到 34%，而电子元器件个股流通总市值占

整体军工板块流通总市值仅为 16.48%，在军工板块处于明显超配位置。且主动型基金相对于指数型基金而言配置上游领域板块比例更高，配置电子元器件与新材料市值占比皆高于整体。

中航光电为最受基金关注的个股：从基金重仓市值规模来看，中航光电位居榜首。指数型与主动型基金本季度持有市值前十个股的平均 2020 年度回报率均超过 150%，其中第四季度回报率均值在 30% 以上。

被最多主动型基金持有的个股同样为中航光电。且从 2020 年第二季度到第四季度，个股受主动型基金重仓数量环比呈现翻倍增长趋势。中航光电从第二季度由 33 只主动型基金重仓持有，至第四季度增长至由 146 只主动型基金持有。中航光电同样获主动型基金加仓最多，季度重仓市值增加规模达到 50.76 亿元。

重点关注标的：建议重点关注被动电子元器件：振华科技，鸿远电子，火炬电子，宏达电子；信息化：睿创微纳，航天发展，航天电器，中航光电；民参军：上海沪工，红相股份，新雷能；新材料：中航高科，北摩高科，光威复材，西部超导；主机厂：中航沈飞，航发动力，中直股份，航天彩虹；改革：中航电子，四创电子；行业龙头公司的集合：军工龙头 ETF；中证国防 ETF

风险提示：行业估值过高；军费增长不及预期；武器装备列装进展不及预期；院所改制、军民融合政策落地进展不及预期。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《公募持仓环比再度提升，重仓前十平均年度回报率超 150%》
发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：李 聪 中泰军工负责人 S0740520050002

范方舟 中泰军工研究助理

研究分享

►【银行-常熟银行(601128)】戴志锋：20 年业绩快报：息差企稳，资产质量保持优异

业绩综述：1、业绩总体保持平稳：全年营收同比+2%，净利润同比+1%。4 季度公司息差平稳，规模同比增速略微放缓 1 个点，叠加去年同期高基数，使得 2020 全年营收同比增速较 3 季度有小幅放缓。营业利润则是在营业支出增速放缓下有所回升。归母净利润增速总体保持平稳。2、测算息差 4Q 环比企稳。我们用单季营收/平均总资产对息差进行近似测算，4 季度单季年化类息差为 3.10%，环比 3 季度持平。预计 4 季度新发贷款的利率总体保持平稳。3、资产负债情况：加回出表信贷资产，公司总资产与信贷同比增速走阔。存款保持不弱高增速。4、个贷和经营贷占比总贷款比例均有提升：4Q 经营贷新增 19.7 亿，全年新增 105 亿。个人贷款同比增 27%，个人经营贷同比增 27.7%，全年同比增速较 2019 年仍是走阔的。占比总贷款环比 3 季度提升 0.8、1.3pct 至 57%、36.9%。5、资产质量保持在优异水平。不良率环比小幅上行 1bp，总体稳定在历史较低水平。风险抵补能力维持在高位，拨覆盖率环比 4 季度 485.06%。

投资建议：公司总体经营稳健，期待未来组织架构变革带来经营效率的提升。公司经营稳健，公司专注本地小微，风控优秀并不断下沉渠道拓宽市场。随着客户不断做小做散，结构调整能够一定程度上缓冲利率下行带来的息差收窄影响。村镇银行对公司的存贷贡献度稳步提升，资产质量稳定在优异水平。常熟银行商业模式专注，未来经营质效提升推动公司向高质量发展，是优质农商行的代表，建议保持关注。

风险提示：宏观经济面临下行压力，业绩经营不及预期。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《【银行-常熟银行(601128)】戴志锋：20 年业绩快报：息差企稳，资产质量保持优异》

发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：戴志锋 中泰大金融负责人 S0740517030004

邓美君 中泰银行分析师 S0740519050002

►【固收】周岳：产业债评级调整为哪般？

2020 年末，永煤集团等多个国企主体发生债务违约或逾期，引发一级市场大规模取消发行，二级市场信用债利差走阔，融资成本抬升等连锁反应。同时，信用债的评级问题也再次引发市场关注。

主体评级调整概况：与 2019 年相比，2020 年全年上调主体数量减少，下调主体数量增加，债务违约事件发生越加频繁，反映出当前市场信用违约风险提高。

主体评级上调情况：2020 年共有 94 家产业债发行主体评级上调或展望调整。行业方面，房地产行业是上调评级企业数量最多的行业，为 14 家，其次是建筑装饰和交通运输行业；企业性质方面，以国有企业为主，占比超 70%；广东省是上调评级主体数量最多的省份（直辖市），达 15 家，其次是浙江和山东。

主体评级上调原因分析：盈利能力和经营能力增强是 2020 年产业债发行人主体评级上调的主要原因。在 94 家主体的信评报告中，营收规模增长、规模效应加强、盈利水平提升分别被提到 48 次、40 次和 40 次。从企业性质看，影响国有企业上调主体评级的因素比较多元，除了盈利能力和经营能力外，也依赖所处区域的经济优势以及政府和股东的支持等；民营企业则主要依靠公司本身基本面改善。从行业类型看，强周期下游和弱周期企业主体评级上调的原因相对分散，既依赖于盈利能力、经营能力、资本结构和偿债能力等内部因素，也依赖于区域经济发展情况及政府支持等外界因素。

主体评级下调情况：2020 年共有 108 家主体评级下调或展望调整。行业方面，主体评级下调最多的为医药生物行业，有 11 家，其次是综合和公用事业行业；企业性质方面，以民营企业为主，但国营企业违约数量有所上升；广东省下调企业数量最多，达到 20 家，其次为北京和山东。

主体评级下调原因分析：债务压力、流动性风险加剧和营收下降是 2020 年全年产业债发行人主体评级下降的主要原因。在 108 家主体的信评报告中，债务压力增加出现了 56 次，流动性风险加剧出现了 41 次，营收下降出现了 38 次。从企业性质看，民营企业的盈利能力下降程度较国有企业

严重，市场竞争加强和政策监管风险仅影响民营企业，而股东支持力度降低则主要对国有企业产生影响。从行业类型看，各类型行业主体评级下调的主要因素均为债务压力过大和营收下降。

债项调整概况：2020 年全年共有 130 只产业债债项评级上调，208 只产业债债项评级下调，债项调整的主要原因均为相应主体评级调整。

风险提示：债市波动超预期，信用风险增加；疫情影响超预期；部分数据缺失。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《产业债评级调整为哪般？》

发布时间：2021 年 1 月 24 日

报告作者：周 岳 中泰固收首席 S0740520100003

巩成华 中泰固收研究助理

►【医药-我武生物(300357)】赵磊：黄花蒿花粉滴剂有望获批上市，逐步打开北方市场

事件：2021 年 1 月 24 日，公司公告 CDE 已结束“黄花蒿花粉变应原舌下滴剂”注册申请的技术审评工作，已于 2021 年 01 月 21 日报送国家药品监督管理局进行审批。

黄花蒿花粉滴剂有望于 2021 年第一季度获批上市，逐步打开北方市场。深耕舌下脱敏领域的国产龙头企业，独家剂型优势明显、在研品种空间大。

盈利预测：我们预计 2020-2022 年营业收入为 6.69、9.35、12.13 亿元，同比增长 4.71%、39.59%、29.80%，归母净利润为 3.14、4.38 和 5.71 亿元，同比增长 5.21%、39.67%、30.19%。国内过敏性疾病患病人群多、脱敏市场空间大，公司是国内市占率超过 80%的龙头企业，2021 年大品种黄花蒿花粉滴剂有望上市。

风险提示：粉尘螨滴剂学术推广不及预期的风险；在研产品获批不及预期的风险；药品招标降价的风险；粉尘螨滴剂竞争加剧的风险。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《我武生物(300357)：黄花蒿花粉滴剂有望获批上市，逐步打开北方市场》

发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：赵磊 中泰医药联席首席 S0740518070007

►【通信-中兴通讯(000063)】陈宁玉：Q4 业绩超预期，主营业务持续向好

公告摘要：公司发布业绩快报，2020 年实现营收 1013.79 亿元，同比增长 11.73%，归属于上市公司普通股股东的净利润 43.67 亿元，同比减少 15.18%，EPS 为 0.95 元。

全年业绩稳增长，四季度明显改善。国内运营商市场维持景气，公司竞争优势显著。围绕高质量发展目标，重构政企业务。收购中兴微电子剩余股权，强化自主可控。

投资建议：国内 5G 建设仍处于上升期，海外疫情缓解将加速需求释放，公司业务重构聚焦，发挥自身竞争优势，积极顺应产业发展趋势，挖掘行业市场，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 41 亿/53.37 亿/68.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.89 元/1.16 元/1.49 元。

风险提示事件：地缘政治风险、疫情拖累经济的风险、运营商投入不及预期风险、市场系统性风险、竞争风险。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《中兴通讯(000063)：Q4 业绩超预期，主营业务持续向好》
发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：陈宁玉 中泰通信负责人 S0740517020004

易景明 中泰通信分析师 S0740518050003

►【煤炭-中国旭阳集团(1907.HK)】陈晨：行业龙头，在建产能 1020 万吨，市场份额不断提升

焦炭行业：焦炭第十四轮涨价落实，去产能推动行业持续高景气。

中国旭阳集团目前焦炭在产产能梳理：四个区域合计焦炭产能 854 万吨/年，公司权益产能 675 万吨/年。

中国旭阳目前焦炭在建或规划产能梳理，合计产能 1020 万吨/年，权益 563 万吨/年。

盈利预测与估值：由于去产能提升行业景气度，我们调整公司的盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年实现归属于母公司股东净利润分别为 16.1/33.2/37.6 亿元（前次预测为 10.5/12.3/14.4 亿元），同比+18%、+106%、+13%，折合 EPS 分别是 0.39/0.81/0.92 元人民币，当前 4.12 港元股价（人民币 3.434 元）。

风险提示：下游钢铁、轮胎等行业需求不及预期风险；新项目不及预期风险等。

摘要选自中泰证券研究所研究报告：《中国旭阳集团(1907.HK)：行业龙头，在建产能 1020 万吨，市场份额不断提升》

发布时间：2021 年 1 月 25 日

报告作者：陈晨 中泰煤炭分析师 S0740518070011

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。