

浙商早知道

2021 年 2 月 5 日

✍️ : 谢伊雯 执业证书编号: S1230512050001
☎️ : 021-64718888-1241
✉️ : xieyiwen@stocke.com.cn

重要推荐

- 【浙商餐饮 马莉】五粮液(000858)更新报告: 春节动销或超预期, 改革红利加速释放—20210203

重要观点

- 【浙商宏观 李超】生育率与城市化哪个对房价影响大?—20210204

重要点评

- 【浙商轻工 马莉/史凡可】志邦家居(603801)点评报告: Q4 业绩超预期, 质地优秀的长跑选手—20210204

精品报告

- 【浙商电新 邓伟】宏发股份(600885)年报点评: 汽车继电器、低压电器增长亮眼, Q4 业绩超预期—20210204

其他成果

- 【浙商固收 胡娟】2021 年社会融资展望: 社融温和退坡, 债市短空长多—20210204

1. 重要推荐

1.1 【浙商食品饮料 马莉】五粮液(000858)更新报告：春节动销或超预期，改革红利加速释放—20210203

1、白酒—五粮液（000858）

2、推荐逻辑：短期看，我们认为今年春节为五粮液价格管控的最好的一个旺季，考虑到当前五粮液批价具性价比叠加终端需求强劲，五粮液春节动销表现或超预期；中长期看，数字化助力量价齐升超预期，改革红利加速释放。当前基本面或被低估，五粮液为当下高端酒中预期差较大标的。

1) 超预期点：五粮液春节动销表现或超预期，量价表现或超预期；团购渠道表现或超预期

2) 驱动因素：消费升级趋势延续、改革红利不断释放

3) 目标价格，现在空间：480元，仍有超50%的增长空间

4) 盈利预测与估值：预计2020~2022年公司收入增速为14.2%、17.3%、14.7%；净利润增速为13.9%、20.8%、17.2%；EPS分别为5.1、6.2、7.2元/股。目前对应2021年估值50倍。

3、催化剂：白酒需求超预期，高端酒批价持续上行。

4、风险因素：海外疫情影响使得国内二次爆发或防控升级；高端酒批价上升不及预期。

2. 重要观点

2.1 【浙商宏观 李超】生育率与城市化哪个对房价影响大？—20210204

1、所在领域：宏观经济

2、核心观点：相比生育率，城市化对一线城市房价影响更大，扩大供给是稳定一线城市房价的关键。

1) 市场看法：无。

2) 观点变化：新提出

3) 驱动因素：高收入人口净流入是一线城市房价持续上涨的核心动因，稳定一线城市房价核心在于扩大供给。

4) 与市场差异：近年来一线城市生育率的下降与房价持续上涨的现象似乎形成冲突，我们认为，生育率下降影响地产需求，但决定一线城市房价的关键是高收入人群而非总人口的净流入，未来一线城市房价仍有上涨压力，稳房价的关键在于扩大供给。

3. 重要点评

3.1 【浙商轻工 马莉/史凡可】志邦家居(603801)点评报告：Q4业绩超预期，质地优秀的长跑选手—20210204

1、主要事件

公司发布2020年业绩快报：20A实现营收38.4亿（+29.65%）、归母净利润3.95亿（+19.96%）、扣非归母净利润3.62亿（+26.82%），期内股权激励费用摊销达3700万（税前），剔除此影响净利润为4.23亿（+28.02%）。从20Q4单季度来看，实现营收14.68亿（+46.21%）、归母净利1.97亿（+104.75%），在Q4激励费用摊销约774万的背景下实现了翻倍增长，预计系公司严控费用。综合来看，公司20Q4业绩表现超出市场预期。

2、简要点评

按 20Q1-Q3 公司厨柜零售占比 41%、大宗占比 27%、衣柜占比 32%的结构测算，我们估计 20Q4 单季度公司厨柜零售（含整装口径）增长约 10%、大宗增长约 70-80%、衣柜增长约 60-70%。

1) 零售端：进入 Q4 以来，前期积压的滞后需求持续释放，叠加公司 20 年疫情背景下高度重视终端经销商赋能（总部管理人员多次前往一线门店输出管理和营销打法），零售订单显著向好。20 年疫情下公司逆势扩张门店，前三季度提前完成全年开店计划（350 家），厨柜、衣柜、木门分别新增约 80+家、240+家、30+家，我们估计公司 20 年全年净增门店接近 400 家，巩固 21 年增长。公司零售端收款情况亮眼，20 年底预收账款 5.25 亿（+42.14%），保障 21Q1 业绩兑现。

2) 工程端：客户体系良性健康，以中南、新城控股、绿地、阳光城等颈部和腰部 Top30 地产商为主要客户，盈利能力较强；且公司有完善的五级风控机制，强管控（区域地产商、港资上市公司、装饰装修公司）、弱管控（央企、国企、主板上市公司）客户分级精细化管理，现金流回款情况较好。20 年公司重点培育木门工程业务，预计 21 年将收获成效。

3) 行业景气：21 年春节较晚（20 年 1 月中下旬已经开始放假），叠加开门红营销活动前置，我们跟踪包含志邦家居在内的定制龙头 1 月订单数据普遍非常靓丽。展望 21 年，我们认为竣工景气必将贯穿，持续看好公司业绩增长动力。

4) 盈利预测及估值：预计 20-22 年公司实现营收 38.4 亿（+29.65%）、49.85 亿（+29.8%）、61.89 亿（+24.16%），归母净利 3.95 亿（+19.96%）、5.22 亿（+32.07%）、6.45 亿（+23.5%），对应 PE 分别为 25.72X/19.47X/15.77X，维持“买入”评级。

3、投资机会与风险

1) 投资机会

志邦注重线下零售扶持，在大宗渠道持续拓展优质地产客户，并通过股权激励激发管理活力，看好公司作为质地优秀的长跑选手。

2) 催化剂

竣工景气向上，衣柜、大宗放量超预期

3) 投资风险

行业竞争加剧

4. 精品报告

4.1 【浙商电新 邓伟】宏发股份(600885)年报点评：汽车继电器、低压电器增长亮眼，Q4 业绩超预期—20210204

1、电新一宏发股份年报点评：汽车继电器、低压电器增长亮眼，Q4 业绩超预期—邓伟—20210204—dengwei@oa.stcoke.com.cn

2、报告摘要：

1) 破浪疫情先抑后扬，Q4 归母净利高增 58%。2020Q1 公司承压疫情影响，营收及净利润双双下滑。Q2 稳步回升；Q3 持续修复；Q4 订单爆满，营收达 23.82 亿元，同比高增 23.17%，归母净利润 2.35 亿元，同比高增 58.47%。

2) 汽车继电器/低压领衔发力，优质客户开拓卓有成效。公司灵活调整市场策略，产销协同，功率继电器、汽车继电器、电力继电器、高压直流继电器、工业继电器、信号继电器、低压电器和新门类发货分别为 27/11.7/15.3/5.6/5.2/3.6/7/3.5 亿元。功率继电器：推动传统白电和小家电并驾齐驱；凭研发实力抢占华为/固德威/古瑞瓦特等新能源风光及电源高端客户，突破阳光/SMA/特斯拉光伏屋顶；全面布局小米/公牛等标杆客户分享智能家居爆发红利。汽车继电器：2020H1 充分把握外资供货紧张、商用车、PCB、48V 产品机会；2020H2 特别是 Q4 受益国内外汽车需求迅猛回暖，并切入工厂机械及宝马摩托多元赛道。未来 PCB、二代 48V 产品（目前 48V 市占率超 60%）将显著放量。高压直流继电器：国内主流车厂均为公司客户，同时公司在蔚来、理想、特斯拉 model3、大众 MEB、奔驰 EB310,EB4XX 上量明显，国内和全球市占率分别

超过 40%、30%，预计明年增长超 60%。低压电器：巩固北美暖通、地产业务的同时，公司发挥电力继电器客户协同优势积极开拓欧洲电力市场。其他：公司连接器、传感器、电流互感器、固态继电器等新门类产品合计实现翻倍高增长。立足 5G 通讯、智能及互联网需求前瞻开发持续推动信号继电器业务平稳增长。

3) 精益管理提质增效，盈利能力大幅提升。公司自动化生产和精益管理效率不断提升，不良率进一步下降至 0.15ppm，人均回款 74 万元（同比+7.6%），汽车电子人均回款超 100 万元。在铜、银等原材料价格大幅涨价和价格激烈竞争压力下，继电器毛利率提高 1.16pct 达到 39.37%，综合毛利率微降 0.18pct 至 36.95%，净利率提升 0.82pct 达 14.44%。

4) 盈利预测及估值

公司是全球继电器龙头，凭借优质产品绑定海内外优质客户，各板块全面发力，预计归母净利达到 10.0/12.4/15.2 亿元，继续给予买入评级。

5) 风险提示

全球疫情加重、原材料成本波动、新能源车景气不达预期。

3、报告链接：<https://mp.weixin.qq.com/s/ZzFNT4J77PDxWgvGypoCGw>

5. 其他成果

5.1 【浙商固收 胡娟】2021 年社会融资展望：社融温和退坡，债市短空长多—20210204

1、社融增速温和退坡

2021 年货币政策与财政政策逐渐退出，加之 2020 年的高基数，因此 2021 年社融增速大概率将有所下行。但考虑到宏观政策“不急转弯”，保持对经济恢复的必要支持力度，因此政策退出的节奏相对缓慢，社融增速回落的过程也相对温和。根据“保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的要求，预计 2021 年社融增速回落至 10.9% 附近。

2、社融分项有所分化

1) 为今后应对新的风险挑战留出政策空间，因此财政政策将收敛，预计 2021 年政府债券发行数量将下降、发行节奏将更加平缓，从供给的角度来看对债市的冲击将有所减弱。

2) 稳健的货币政策，利率将保持平稳，主要是经济基本面主导企业发债需求，预计 2021 年上半年企业债券净融资额将保持较高水平，下半年随着经济增速进一步向潜在增速靠拢，企业融资或有所放缓。

3) 在 2021 年上半年经济修复和政策延期的背景下，新增贷款或延续较好表现，下半年企业融资需求或有所减弱；结构上，贷款向政策导向企业（小微、制造业等）倾斜。

4) 2021 年科创板将继续稳步扩容、创业板注册制持续推行，随着股票融资市场的持续改革，融资便利性或明显上升，将有越来越多的企业选择通过股票市场进行融资。因此，预计 2021 年股票融资规模将稳步上行，对新增社融的贡献或继续上升。

5) 预计至少在 2021 年上半年，不符合资管新规的存量非标产品大概率继续压降；下半年或者临近整改期限，非标融资压降的压力将逐渐减小，对社融的拖累或逐渐减弱甚至可能转为拉动。

3、对债市短空长多

政府债券发行减少，从供给角度来看减少了对债市的冲击，然而短期利率波动将更多源自季节性因素（缴税、缴准等），那么额外的货币政策操作呵护流动性的必要性较 2020 年将有所下降。因此在转向之前，货币政策大多时间将处于中性偏紧的状态。

紧信用在长期来看是利好债市的，但是紧信用传导至经济基本面走弱并不是一蹴而就的，存在一定时滞。在社融到达高点至 PPI 达到高点这段时间内，货币政策大概率是处于“转弯”的状态。因此在经济基本面利多信号出现之前，稳健偏紧的货币政策将对债市下行构成较强约束。

4、风险提示：经济、政策超预期。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东新区杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场一号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>