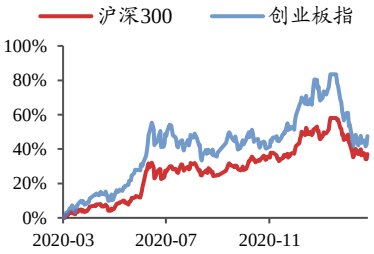
2021 年 03 月 29 日

开源晨会 0329

——晨会纪要

牟一凌（分析师）
mouyiling@kysec.cn
证书编号：S0790520040001

沪深300及创业板指数近1年走势



数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅前五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	4.46
休闲服务	4.04
有色金属	3.27
建筑材料	3.07
医药生物	2.91

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
农林牧渔	0.11
采掘	0.44
房地产	0.62
综合	0.63
商业贸易	0.71

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】无须持币，不畏将来——投资策略月报-20210328

【宏观经济】四月流动性展望——宏观经济专题-20210328

【金融工程】北上南下资金行为画像（2021 年 3 月 28 日）——金融工程定期-20210328

【中小盘】全国股转公司修订挂牌公司股份回购相关细则——中小盘新三板周报-20210328

【中小盘】定增市场：一座 2021 年待挖掘的“金矿”——中小盘周报-20210328

【中小盘】从股权激励方案中寻找优质成长股——中小盘增发并购双周报-20210328

行业公司

【计算机】周观点：继续看好信息安全板块——行业周报-20210328

【传媒】港股财报依然在验证长期逻辑，加大布局优质标的——行业周报-20210328

【非银金融】低估值+ROE 改善，资金行为或驱动板块估值修复——非银金融行业周报-20210328

【农林牧渔】肉类供给缺口仍存，国内外供需变数加大——行业周报-20210328

【化工】碳中和系列三：PLA 引领低碳环保，国内产能大规模布局——新材料行业周报-20210328

【农林牧渔】供给缺口仍存，2021 年肉类进口量维持高位——行业点评报告-20210328

【食品饮料】高端酒挺价上行，关注中炬高新改善机会——行业周报-20210328

【商贸零售】三月化妆品品牌新品看点多，新增重点推荐贝泰妮——行业周报-20210328

【电子】长坡厚雪，时代机遇——模拟芯片赛道——行业深度报告-20210328

【化工】化工板块企稳迎配置良机，万华化学布局石化产业链——化工行业周报-20210327

【通信】卫星互联网星辰大海，军工通信迎黄金投资时代——行业点评报告-20210327

【煤炭开采】神华究煤超高比例分红，动力煤价维持上行——行业周报-20210327

【石油化工：中海油服(601808.SH)】Q4 业绩超预期，降本增效显著提升盈利能力——公司年报点评报告-20210328

【房地产：保利物业(06049.HK)】业绩稳健增长，外拓成效显著——港股公司信息更新报告-20210328

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】稀缺煤化工龙头疫情过后再出发，盈利有望复苏——公司信息更新报告-20210328

研报摘要

总量研究

【策略】无须持币，不畏将来——投资策略月报-20210328

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044| 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033

3 月分歧之中的共识：跌幅收窄，价值回归

截至本周五，茅指数、大盘成长相对于 3 月 3 日又分别下跌了 8.6%和 9.3%，而大盘价值及中盘价值都跌幅更小。从行业上，也能够观察到相应的规律：涨幅靠前的行业估值相对较低。“核心资产”之中也出现了分化：就茅指数内部个股的涨跌幅与其 ROE 视角下的预期收益率之间的关系来看，“欠账”越少的个股在春节后至今的区间中涨幅越高，PEG 越低的个股涨幅越高。尽管在“价值标准”上市场达成了某种默契，但由于对于未来基本面核心假设的不同，市场缺乏合力。

波动收敛，“负反馈”已经出现

投资者普遍担心的“负债端的负反馈”其实指是“负向正反馈”（趋于波动），但它并未出现。我们发现居民-基金这一系统存在“负反馈”（趋于稳定）机制，在面临市场调整时，由于个人投资者处置效应的存在反而使市场阶段性处于更加“稳定”的状态：下跌时往往更倾向于持有或买入。居民负债端的真正问题不在下跌中，而在未来的上涨里。既然过去 3 个月市场充满了交易层面的影响，那投资者也应该在未来布局中将其纳入考量，对部分资产仍然保持一定谨慎。

并非 2018 年，注重机遇挖掘

押注经济转型与格局改善的资产成为过去全市场投资者的主流组合，投资者更倾向于作“经济下行”的判断，陷入防御和等待重新估值扩张的“预期陷阱”中。另一方面，市场在过往重拐点、轻斜率的思维框架下，也更倾向于在社融拐点后对经济的持续改善与景气扩散不进行定价。但量化测算来看，在基建和地产维持谨慎假设下，以制造业为主导的其他固定资产投资也会拉动对周期行业的需求增速（建安工程+设备购置）达到 6%以上，已超过了 2017 年。我们有理由相信全球高名义增长下中国经济内部仍然充满机遇，但为了排除数据和预期层面的波动，我们建议专注于两大机遇的挖掘：（1）传统周期性行业的“成长性”重塑，我们发现周期板块的 PB 下行伴随了中国“产能周期”的向下，在 2016 年“产能周期”企稳后，具有有效“资本开支”的行业龙头已经实现了 PB 水平的重新向上，未来“产能周期”的向上叠加碳中和的中/长期目标的结合，周期行业的产能或被更广和更深维度的价值发现；（2）中国产业链在海外产能出清下的盈利弹性，海外中小企业疫情中大量退出经营，且当下资本开支意愿较低，然而存货出货比却显示供给仍不充分，这就为对应产业链上企业捕捉盈利弹性创造了空间。

不再悲观，方向性问题将暂时退居二线

在过去 1-2 个月中，“大势研判”工作曾发挥了重要作用，但未来一段时间，可能会进入总量问题的模糊期，波动率收敛下结构定价又会上升成主要逻辑。开源策略团队从上周起，已经调整了 2 月以来“持币过节”的悲观观点。4 月开始 2020 年报、2021 年一季报预告迎来密集披露期，是验证景气的重要时点。聚焦四条主线：（1）“碳中和”主线下，传统行业的产能价值将在景气中验证：钢铁、煤炭；（2）2020Q4 形成的新共识的验证，机械、银行、化工；（3）价值回归：建筑，房地产；（4）中小市值中的 TMT 已经有了挖掘的意义。

风险提示：流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

【宏观经济】四月流动性展望——宏观经济专题-20210328

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081| 杨飞（分析师）证书

编号：S0790520070004

4 月临近，市场对流动性担忧上升。梳理流动性影响因素、政策思路等后，本文认为货币流动性主动收紧难现、波动或阶段性加大，不会影响长端利率下行趋势。

4 月或是确认货币政策态度的关键窗口，观察地方债供给等影响下流动性演绎

近期，货币流动性一直相对宽松，但市场对流动性收紧的担忧并未完全消退。经历 1 月中下旬资金紧张后，货币流动性环境回到相对宽松状态，隔夜利率回落至 1.5-2%附近变化；但在与机构交流过程中，我们发现市场对流动性收紧的担忧并未完全消退，机构行为偏谨慎、多集中在短端交易，使得长端利率持续窄幅震荡。

4 月或是确认货币政策态度的关键窗口，重点观察财政缴税、地方债供给等影响下，流动性环境的演绎。2 月以来的流动性宽松，或主要缘于财政存款的大规模投放，而公开市场投放规模较小。进入 4 月后，财政缴税将带动资金明显回笼、正常年份平均规模在 7100 亿元左右；同时，地方债新券发行上量、同业存单到期增多等，进一步加大资金压力。货币政策操作如何应对，是流动性演绎的关键。

结合过往经验和政策思路，货币流动性主动收紧难现，逆回购等“呵护”可期

过往财政缴税大月或地方债供给放量阶段，央行多会加大货币支持，流动性变化多相对平稳。经验显示，当财政缴税对流动性冲击较大时，央行会通过逆回购、MLF 等加大货币投放、缓解资金紧张，地方债供给放量阶段亦有类似操作，使得流动性变化多相对平稳；少数时候流动性偏紧，缘于打击资金空转等带来的冲击。

近期政策表态并没有释放主动收紧的信号，强调操作的灵活精准，逆回购、MLF 等“呵护”可期。一季度货币政策委员会例会强调，“推动实际贷款利率进一步降低”，或意味着“加息”推动资金成本趋势性抬升的概率较低。“调结构”、“防风险”背景下，解决资产“泡沫”等结构性问题，也不宜货币流动性总量持续收紧。此外，较少的逆回购、MLF 等到期，给公开市场预留了较大的操作空间。

政策“呵护”下，资金中枢较难抬升、波动阶段性加大，重申利率债行情确定

信用“收缩”下，货币流动性不具备趋势性收紧的基础，地方债供给等并非核心影响因素。伴随政策回归“调结构”、“防风险”，信用环境已进入加速“收缩”通道，加之赶上债务偿付高峰，再融资压力上升；信用违约影响下，信用分层凸显。经验显示，“调结构”、“防风险”过程，需要相对平稳的货币流动性环境配合。

政策“呵护”下，地方债供给等对流动性冲击或有限，重申利率债行情确定、买点已现的观点。伴随财政缴税临近、地方债供给放量等影响显现，资金面压力或阶段性上升，机构杠杆交易行为或进一步放大波动，但不宜过度解读。继续强调，“紧信用”、“宽货币”的宏观环境，经济见顶、温和 CPI 通胀的基本面组合，对利率债的利好支撑逐步显现，利率债长端收益率已进入下行通道、行情才刚开始。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

【金融工程】北上南下资金行为画像（2021 年 3 月 28 日）——金融工程定期-20210328

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001| 胡亮勇（联系人）证书编号：S0790120030040| 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003

北上资金行为画像

北上资金近三个月（2020 年 1 月至 3 月）累积净流入约 1238 亿，整体增配 A 股趋势不改。随着 3 月 9 日 A 股跌倒 3328.31 点的阶段性低点后，北上资金开始不断买入，不惧 A 股震荡调整。

过去一个月（2021 年 3 月，下同）外资净流入主要是由于配置型资金外资银行对 A 股的不断增配，交易型资金外资券商总体处于流出状态。在 2021 年 3 月中旬后，配置型资金和交易型资金开始呈现不同的交易方向。

近一个月以来，按照增持规模的大小，外资银行和外资券商均增持了银行、电气设备、医药生物和机械设备等

行业；二者同时减持了钢铁、公用事业和食品饮料行业。

近一个月三大宽基指数中，中证 500 指数处于持续稳定小幅净流入状态；在沪深 300 指数上，外资前期快速大幅流出，后期又开始转向净流入。

外资银行稳定增持价值类个股，成长类个股则是先流出再流入；外资券商整体处于净流出状态，前期买入价值类个股，后续亦开始不断流出，对于成长类个股，近一个月则在持续流出，偶有反弹买入。

南下资金行为画像

本周(20210322-20210326， 下同)港股市场大幅走低，恒指经历失守 28000 点后，周四开始反弹。恒生指数和恒生港股通指数分别较上周下降了 2.26%和 2.32%。本周港股日均成交额 1430.56 亿港元，其中港股通成分股的日均成交额为 1238.06 亿港元。南向资金经历本周内连续两日净流出，终于见底，周四迎来资金涌入，本周总计净流出 64.38 亿港元。

四类托管机构中，本周港股通和港资机构呈净流出，而中资机构和国际机构加大了净流入。另外港股通净流入居前的行业为通信、传媒、电子、银行，净流出居前的行业为休闲服务、非银金融、化工。我们对四类托管机构本周的持仓收益进行估算，港股通、中资机构、港资机构、国际机构本周的收益分别为-2.7%、-5.2%、-2.2%、-2.4%。

北上资金持仓概览

从存量看，科博达高居沪市流通股占比第一位，超越第二位的八方股份 8 个百分点；国瓷材料和索菲亚继续稳居深市第一、二位，大族激光外资持仓占比升至深市第十位。

从增量看，近一个月北上资金大幅买入招商银行，累计净买入额 239.37 亿元，居净买入榜首；贵州茅台近一个月外资减持金额最高，达 61.9 亿元。

近一个月，全体托管机构净增仓占比最高的个股是方大炭素，净增仓比例达 4.46%，方大炭素亦同时入选外资银行和外资券商十大净增仓股票池。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【中小盘】全国股转公司修订挂牌公司股份回购相关细则——中小盘新三板周报-20210328

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本周(20210322-20210326， 下同)要闻：规范新三板挂牌公司股份回购，全国股转公司修订相关细则

为完善新三板挂牌公司股份回购制度，全国股转公司 26 日发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司回购股份实施细则》（下称《细则》）。《细则》强化了信息披露监管要求，对回购关键时点的信息披露提出更加明确、具体的要求。在回购实施阶段，明确回购因权益分派调整公告的披露要求。为提升回购价格的合理性，修订后的细则将回购价格上限参考标准由决议前 60 个交易日平均收盘价的 200%变更为剔除大宗交易后交易均价的 200%。此外，修订后的细则还为精选层公司设置了与其交易方式、层级特点更为匹配的回购制度安排。

市场动态：三板成指上涨，三板成指跑赢同期主板，成交额较上期(20210322-20210326， 下同)有所上升

（1）截至 3 月 26 日，股转系统共有挂牌公司 7798 家，做市交易 494 家，集合竞价交易 7253 家，待挂牌公司 57 家，申报中公司 21 家。本周净减少公司 64 家，其中做市交易减少 11 家，集合竞价交易减少 53 家；分层来看，创新层公司减少 10 家，基础层公司净减少 54 家，精选层公司数目持平。

（2）本周三板成指上升、三板做市下降，三板成指跑赢同期主板市场。本期上证综指上升 0.40%，收于 3418.33 点；三板做市指数下降 0.87%，收于 1097.46 点；三板成指下降 0.47%，收于 992.32 点。从板块主题来看，三板医药主题本周涨幅领跑新三板，上涨 0.92%。三板制造、研发等五个主题板块均下跌，三板龙头本周跌幅最大，达到

-1.74%。

（3）本周成交总额为 22.67 亿元，较上周 20.92 亿元小幅下降。分定价方式来看：本周集合竞价交易成交额 9.64 亿元，较上周 7.51 亿元环比上升 28.36%；做市交易成交额 4.78 亿元，较上周 5.98 亿的成交额环比下降 20.07%。分不同层级来看：本周精选层成交额 8.25 亿元，较上周 7.43 亿元环比上升 11.04%；创新层成交额 9.82 亿元，较上周 7.47 亿元环比上升 31.46%；基础层成交额 4.61 亿元，较上周 6.02 亿元环比下降 23.42%。

（4）做市变动：本周 7 家公司新增做市商，12 家公司做市转竞价。

融资跟踪：新增预案数量大幅上升、实施预案数量有所上升

截至 3 月 26 日，本周新增 14 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 1.59 亿元，环比上周的 4.87 亿元大幅上升。本周 9 家公司公告完成增发，较上周有所上升，合计募集资金 1.78 元，环比下降 39.22%。本周 5 家公司公告进入 IPO 辅导备案阶段，分别为瑞华技术、鼎丰股份、水治理、智诚安环、泰源环保。

精选层信息：本周 3 家公司进入精选层辅导阶段

截至 3 月 26 日，共有 277 家（剔除已终止发行、暂缓审议等）公司发布公告拟申请进入精选层。本周新增 3 家公司进入精选层辅导阶段，分别为鼎丰股份、水治理、泰源环保。

风险提示：新三板政策变化等。

【中小盘】定增市场：一座 2021 年待挖掘的“金矿”——中小盘周报-20210328

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本周(20210322-20210326，下同)市场表现及要闻：图森未来冲刺自动驾驶第一股，国际医学发布高要求股权激励草案

市场表现：本周 A 股市场震荡回升，上证综指收于 3418 点，上涨 0.40%；深证成指收于 13770 点，上涨 1.20%；创业板指收于 2745 点，上涨 2.77%；大盘指数上涨 0.73%，小盘指数上涨 0.52%。中小盘重点推荐休闲零食“双子星”表现亮眼，其中盐津铺子本周上涨 15.87%，妙可蓝多上涨 6.67%。

本周要闻：图森未来冲刺自动驾驶第一股；中国已经完成 RCEP 核准，跨境物流再迎机遇；监管趋严，电子烟行业波动较大；数字人民币将与支付宝和微信支付并存，银行 IT 改造与场景运行空间广阔。

本周重大事项：国际医学发布限制性股票激励草案，拟以 5.86 元/股的价格向 571 名员工授予 3529.92 万股限制性股票，约占公司股本总额的 1.55%。业绩考核要求：以 2020 年为基数，2021-2023 年营业收入增长率分别不低于 80%、160%、260%。对应 2021-2023 年营收同比分别为 80%、44%、38%。

本周专题：定增市场：一座 2021 年待挖掘的“金矿”

定增市场自 2016 年以来持续被资本市场忽略，而 2020 年再融资新政之后，定增市场已经显著转变。定增市场已经转变为一个锁定 6 个月、平均折价率达到 16.5%的市场。在 2021 年预期收益率降低、市场风格逐步分化转向中小市值的背景下，定增市场正成为一座待挖掘的“金矿”（仅折价率即可贡献接近 20%收益率）。

定增 2021 年市场规模几何？新政之后，定增市场供需两端快速回暖，供给端回暖快于需求端，产业资本、外资、公募、私募等资金相继持续流入，推动定增市场规模持续扩张，我们预计 2021 年定增市场发行规模将超 6000 亿元。

2021 年定增折价率和收益率如何？目前，定增存量项目足够未来一年的发行，在持续供大于求的背景下，我们预计 2021 年定增市场平均折价率将持续维持 15%左右的高位。同时叠加市场风格分化，中小市值风格走强，2021

年定增市场收益率有望超越 2020 年。

哪种定增策略更赚钱、胜率更高？2021 年定增市场的核心收益来源依旧会是折价率，我们继续推荐以折价率为核心的高折价率策略和绝对低价策略。以新政以来的所有定增测算，高折价率策略的平均收益率为 22.2%，胜率为 76.2%，绝对低价策略的平均收益率达到 21.5%、胜率高达 82.4%。

重点推荐主题和个股

智能汽车主题（德赛西威、华阳集团、北京君正、联创电子）；休闲零食主题（盐津铺子、妙可蓝多、良品铺子、三只松鼠）；宠物主题（中宠股份（农业覆盖）、佩蒂股份）；教育主题（科德教育）；高端制造主题（晶晨股份、青鸟消防、星宇股份）。本期重点推荐公司中妙可蓝多继续获蒙牛增持 474.48 万股（占总股本 1.14%），科德教育和慧闻少林武术文化签订战略合作协议。

风险提示：经济大幅下滑；资本市场改革政策大变动；行业景气度大幅低预期。

【中小盘】从股权激励方案中寻找优质成长股——中小盘增发并购双周报-20210328

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本期（2021.03.13-2021.03.26，下同）重大定增并购案例

（1）立昂微定增募资 52 亿元，扩充半导体硅片芯片产能；（2）光明乳业定增募资 19.30 亿元，扩建奶源基地；（3）春风动力定增募资 17.27 亿元，加码动力运动装备领域。

定增并购动态及市场表现

（1）本期增发预案公告 27 例，募集金额 185 亿，数量有所增加，金额有所下降；本期 A 股新增公告成功发行案例 20 例，共募集资金 217 亿元，发行案例数量持平，金额较上期均略有下降。本期公告现金参与竞价定增实施 11 例，平均折价率 16.6%，平均收益率 26.8%，平均折价率持平，平均收益率大幅上升。2021 年至今现金参与竞价定增 85 例，平均折价率为 16.6%，收益率为 12.0%。

（2）本期并购 344 例，并购涉及金额 1657 亿，数量有所下降，金额有所上升。从并购标的行业分布看，本期计算机、传媒、农业等领域并购展现较高的活跃度。本期并购重组市场情绪大幅回暖：1）整体看，2019 年以来涉及发行股份购买资产的 313 家 A 股公司本期股价平均上涨 2.9%，同期上证指数下跌 1.0%，沪深 300 下跌 2.1%，创业板下跌 0.4%。（2）本期涨幅最佳为菲达环保，涨幅达到 85.5%。本期涨幅较高主要系碳中和板块概念驱动。

（3）截至 3 月 27 日，已按新规发行竞价项目达到 276 例，整体平均收益率为 14.7%、胜率为 67.0%。其中，已解禁的 100 例项目平均收益率为 15.8%、胜率为 63%；尚未解禁的 176 例项目平均浮盈为 14.1%、胜率为 69.3%。2021 年在市场大幅回调的背景下，定增市场由于高折价的存在仍旧保持了 12%的平均正收益，并且胜率在 75.3%，“黄金坑”机会依旧。我们折价率依旧会是 2021 年定增市场收益的核心来源，继续推荐重点关注高折价率策略以及绝对低价策略。同时，近期市场开始关注优质成长股，我们建议大家可以从股权激励方案中来寻找未来三年高成长的优质成长股。继上期盐津铺子、御家汇等公司发布高要求股权激励方案之后，本期继续有国际医学、奥园美谷、迪瑞医疗、富满电子等公司发布了激励力度大且业绩要求高的股权激励方案。

股权激励、增持、回购情况

股权激励：本期有 42 家公司推出了限制性股票或股票期权激励。其中国际医学、奥园美谷、迪瑞医疗、富满电子激励力度大的同时业绩要求高，建议重点关注。增持：本期宏昌电子获公司股东增持 5%以上。回购：本期共 15 家公司推出股份回购预案，回购预案上限金额合计 29.3 亿元。回购上限金额前十由高到低分别为塔牌集团、恩捷股份、思创医惠、浙大网新、兴森科技、力源信息、复旦复华、大商股份、万邦德、康斯特。

风险提示：再融资政策变动；并购政策变动。

行业公司

【计算机】周观点：继续看好信息安全板块——行业周报-20210328

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

一周市场回顾：本周(20210322-20210326，下同)，沪深 300 指数上涨 0.62%，计算机指数上涨 4.43%。

周观点：继续看好信息安全板块

(1)本周计算机受数字货币催化，板块指数上涨 4.43%，整体走势有所回暖

数字人民币受事件催化表现较好，估值位于低位且基本面迎来加速改善的信息安全板块值得高度重视。3 月 23 日，六大国有银行开始推广人民币（数字货币）钱包，客户提出申请，即可在央行数字人民币 APP 中以设立银行子钱包方式参与测试，全流程预计会涉及银行侧 IT 改造、金融机具升级和上游加密厂商加密。

(2) 信息安全板块 2020Q4 订单和收入增速加速明显，2021 年有望继续加速

板块内代表公司深信服的 2020Q4 收入增长为 23.11%，奇安信、绿盟科技的 2020Q4 收入超过 30%，均超过 2020 年全年收入增长速度。考虑网络安全等相关内容出现在 2021 年政府工作报告中，预计“十四五”规划中对网络安全的重视程度有望进一步提升，叠加 2016 年起相继实施的包括《网络安全法》、等保 2.0 和覆盖范围逐步增多的攻防演习，我们认为 2021 年板块景气度有望加速。

(3) 多家公司发布激励/回购计划，彰显对未来发展信心

2020 年初以来深信服、天融信、安恒信息、奇安信、启明星辰相继发布股权激励计划/员工持股计划；绿盟科技则发布了股份回购计划，回购股份将全部用于公司后续股权激励或员工持股计划，反映出网安公司对未来几年快速发展的信心。

投资建议：

前期我们已持续前瞻提示网安板块机会，2021 年，继续看好网络安全行业的高景气，继续重点推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、启明星辰、美亚柏科、迪普科技、拓尔思等；其他受益标的包括天融信、卫士通、中新赛克等。

此外，(1)云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、福昕软件、泛微网络、致远互联、万兴科技，其他受益标的包括浪潮信息、新开普、石基信息。

(2)产业互联网：推荐国联股份、中控技术、中望软件、鼎捷软件、宝信软件、赛意信息、朗新科技等。

(3)军工信息化：推荐淳中科技、航天宏图，其他受益标的包括中科星图。

(4)智能网联汽车：推荐道通科技、中科创达；受益标的有德赛西威、千方科技。

(5)金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、顶点软件、同花顺。

(6)医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，其他受益标的有思创医惠、万达信息。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【传媒】港股财报依然在验证长期逻辑，加大布局优质标的——行业周报-20210328

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

港股游戏及互联网公司财报有喜有忧，长期逻辑持续验证，调整后加大布局

过去一周(20210322-20210326，下同)港股上市公司密集发布 2020 年业绩报告；我们覆盖的公司中：快手 2020 年线上营销服务和电商业务收入增长强劲，推动整体营业收入超出市场此前的预期；阅文集团在管理层变更后，2020 年下半年版权运营收入环比大幅增长，体现出与腾讯 PGC 事业群在 IP 运营方面的协同效应，同时免费阅读业务亦有所改善；心动公司 2020 年归母净利润在此前业绩预警公告的范围之内，利润端的大幅下降主要来自于研发人员的扩张及自研游戏上线延期，公司或主动选择牺牲短期利润，夯实游戏自研内力，致力于 Taptap 平台的长效发展，同时 Taptap 海外版用户数超出市场预期，也体现出海的潜力。创梦天地 2020 年游戏基本盘稳固，Saas 及线下娱乐业务收入同比大幅增长，符合我们此前的预期。综合我们覆盖的游戏及互联网公司 2020 年财报情况，我们认为，短期业绩或多或少受到项目延期、宏观环境的影响，但中长期逻辑依然得到财报的验证，快手依然处于商业化变现加速期，线上营销服务及电商业务收入有望持续高增长；阅文集团版权运营收入随着多个 IP 改编剧集的上线以及与腾讯协同的加强，有望继续高增长，成为业绩重要驱动力；心动公司自研游戏后续上线有望带来业绩增长，而 Taptap 的持续迭代改版、尤其是社区及社交属性的增长，有望持续驱动其用户出圈和粘性提升；创梦天地的 Saas 及线下娱乐业务在低基数效应下，有望继续高增长，值得期待。另外，腾讯控股已于近日发布 2020 年年报，游戏、网络广告、金融科技及企业服务业务和投资收益驱动 2020 年归母净利润较快增长，视频号的商业变现及游戏出海值得期待；哔哩哔哩即将正式登陆港交所，借助于二次上市融资，其用户增长战略有望持续推进，长期变现空间随着用户年龄层的上移有望进一步打开。港股上市公司我们继续重点推荐快手-W、心动公司、阅文集团、创梦天地，受益标的包括腾讯控股、哔哩哔哩。

线下娱乐、体育、教育等领域上市公司业绩或持续修复

随着新冠疫苗在全国接种范围的不断扩大，叠加清明、五一、端午“小长假”的陆续到来，我们判断二季度线下娱乐将持续修复。电影方面，2021 年春节档票房创同档期新高进一步验证人们观影意愿良好，“五一档”由于有 5 天假期，或成为 2021 年的重要档期，票房存超预期可能，2021 年全年电影行业有望持续恢复；因疫情延期的体育大赛如欧洲杯足球赛等将于 2021 年 Q2 起陆续举行，体育营销、赛事版权运营方 2021 年 Q2 及全年业绩有较大修复空间；教育领域中受疫情影响更大的早教、职业教育等细分行业在 2021 年亦有望迎来明显恢复。电影板块受益标的包括猫眼娱乐、万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视、IMAX CHINA；体育板块受益标的包括当代文体、舒华体育；教育板块受益标的包括美吉姆、中公教育。

风险提示：行业政策出现变化；游戏、电影、体育大赛上线、上映或举办时间再次调整；短视频行业竞争格局存在不确定性。

【非银金融】低估值+ROE 改善，资金行为或驱动板块估值修复——非银金融行业周报-20210328

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

周观点：低估值叠加 ROE 改善，资金行为或是板块重要催化

券商板块先于市场回调，目前估值见底，部分券商动态 PE 仅 10 倍，保险板块估值位于历史低点，中国太保和中国平安动态 PEV 分别为 0.70/0.97 倍，非银金融板块整体估值处于历史低点；站在目前时点看，券商和保险板块全年基本面保持稳健增长态势，资金从抱团高估值股票向 PB-ROE 更加匹配的低估值金融股流动或是板块重要催化，看好券商和保险的估值修复。

券商：估值降至历史低点，ROE 延续升势，板块攻防兼备

（1）本周（3 月 22 日至 3 月 26 日，下同）新发股票+混合型基金 39 只，发行份额 361 亿份，环比+7%，同比+89%。3 月以来新发偏股基金数量均保持每周 30 支以上，单支规模逐步降至 9 亿份，处于历史低点。在每周新发 350 亿的假设下，全年新发偏股基金规模仍将保持 14%增长，保有量保持 20%以上增长。（2）头部券商年报逐步披露，财富管理转型效果超预期，权益类衍生品高增，基金等资管业务大幅增长，预计 35 家上市券商 2020 年净

利润+32%，ROE 升至 8.2%（2019 年为 6.9%）。（3）目前券商板块 PB 1.6 倍，TOP6 券商 PB 1.3 倍，部分券商动态 PE 降至 10 倍，考虑 ROE 抬升趋势，板块估值处于历史低点，机构配置券商仓位降至历史冰点。在财富管理、资产管理、投行和衍生品等业务持续增长的驱动下，上市券商 2021Q1 和全年有望实现 25%/15%的正增长。低估值叠加盈利改善，板块攻守兼备，看好资管业务线条利润贡献较高、财富管理转型较强且低估值的兴业证券、广发证券，推荐互联网财富管理龙头东方财富。

保险：负债端增长短期有一定压力，关注后续增员和新重疾产品销售

（1）近两周保险股有所回调，或是对保费复苏力度有所减弱、10Y 国债收益率缓降的反馈。理财型产品开门红和重疾产品需求在 1 月集中释放，2 月新单增速有所放缓，需求阶段性透支对 3 月新重疾销售或带来一定影响，短期看新单增速有一定压力。保险负债端整体维持弱复苏趋势，关注后续增员和新重疾产品销售情况。中国平安、友邦保险和中国太保新重疾产品具有相对竞争优势。（2）近两周 10Y 国债收益率有所回落，全年视角看，保险 2021 年再投资利率扩张趋势较为确定，利于保险投资端利差扩张和估值修复。资产负债两端复苏，保险估值仍在历史低点，看好估值修复，推荐中国太保、中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，广发证券、兴业证券；

保险：中国太保，中国平安。

风险提示：股市波动对券商和保险带来不确定影响；保险负债端增长不及预期。

【农林牧渔】肉类供给缺口仍存，国内外供需变数加大——行业周报-20210328

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

周观察：2020 年肉类进口大幅增长，2021 年或仍维持高位

2 月初以来，美国瘦肉猪价格持续走高。叠加海外非瘟疫情频发，德国猪肉进口禁令短期较难解除。近两年非洲猪瘟导致我国国内猪肉供给持续紧张，猪肉进口量于 2019 年开始出现大幅增加，2020 年进口规模在前值的基础上进一步增加，2020 年我国猪肉进口 439.2 万吨，同比增加 108.3%。欧洲及美国作为我国最主要的两大猪肉进口来源地区及国家，多重因素叠加或导致短期国内外肉类供需变数加大。综合参考 USDA 对我国 2021 年猪肉产量及进口量的预测，预计 2021 年我国猪肉产量 4350 万吨，猪肉进口量 462 万吨，进口量约占国内总供给量的 9.6%，2021 年我国猪肉进口量仍将维持在较高水平。

周观点：重点关注猪企 α 机会，景气优选饲料龙头海大集团

2021 年猪价判断较乐观，关注头部猪企投资机会。2020 年春节后至 11 月能繁母猪存栏量持续恢复，但 12 月起能繁母猪首次环比下滑，或导致 2021 年 11 月肥猪供应环比下跌。同时受东北台风导致玉米霉菌病毒超标影响，2020 年 10 月断奶仔猪成活率下降，对应 2021 年 4 月肥猪供应下滑，叠加近期行业内非洲猪瘟疫苗毒频发，我们对 2021 年猪价维持较乐观判断，当前头部猪企市值仍处低估，重点推荐牧原股份。

水产价格景气度高，饲料销售增速有望提升。2 月以来，水产价格持续景气，预计 3-4 月养殖户开塘较 2020 年热情度高，我们预计行业景气度提升将带来饲料销量增速加快。建议关注具有产品力及服务力优势的饲料龙头企业海大集团。

本周市场表现（3.22-3.26，下同）：农业跑输大盘 0.88 个百分点

本周上证指数上涨 0.40%，农业指数下跌 0.48%，跑输大盘 0.88 个百分点。子板块来看，本周宠物食品、动物保健、种植板块涨幅居前，分别上涨 5.33%、5.02%、3.38%；畜养殖、渔业、禽养殖板块下跌，跌幅分别为 3.54%、1.69%、1.17%。个股来看，新赛股份（+20.17%）、海利生物（+19.81%）、*ST 永林（+15.60%）领涨。

本周重点新闻（3.22-3.26，下同）：新疆维吾尔自治区伊犁州伊宁市报告发生一起非洲猪瘟疫情

【新疆维吾尔自治区伊犁州伊宁市报告发生一起非洲猪瘟疫情】

【2021 年 1-2 月份猪肉及猪副产品进口 90 万吨 ，同比增长 25.2%】

【我国棉花消费量大供需基本平衡】

【巴西糖和大豆贸易商港口争夺激烈，出口成本跳增】

风险提示：宏观经济下行，农产品价格大幅下跌；非洲猪瘟疫情恶化，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【化工】碳中和系列三：PLA 引领低碳环保，国内产能大规模布局——新材料行业周报-20210328

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（分析师）证书编号：S0790521020002| 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

本周(20210322-20210326，下同)行情回顾

新材料指数下跌 1.37%，表现弱于创业板指。OLED 材料涨 2.78%，半导体材料涨 1.7%，膜材料涨 0.06%，添加剂跌 2.14%，碳纤维涨 3.15%，尾气治理涨 0.44%。涨幅前五为广信材料、晶瑞股份、三利谱、三环集团、新宙邦；跌幅前五为阳谷华泰、普利特、沪硅产业-U、艾可蓝、碳元科技。

新材料周观察：碳中和系列（三）PLA 引领低碳环保，国内产能大规模布局

中国力争于 2030 年左右实现 CO2 排放达到峰值，2030 年单位国内生产总值 CO2 排放比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上；2060 年前实现碳中和。实现碳达峰、碳中和的两大方向：减少碳排放、增加碳吸收，对于化工新材料的影响包括：提升光伏、风电新能源的比例，带动上游材料的需求增长；部分替换以化石能源为原料的产品需求，如生物基聚酰胺、PLA 可降解塑料，以及生物柴油；通过碳捕捉、利用与封存技术（CCUS）实现 CO2 循环再利用。

碳中和背景下，生物基可降解塑料进行“种植固碳-发酵排碳-生产排碳-分解排碳”的自闭环系统，能够大幅减少当前石油路线生产塑料的碳排放。目前发展较为成熟的生物基可降解塑料 PLA 是以玉米为原料发酵生产乳酸，再以乳酸为原料生产丙交酯，进一步聚合而成。我们假设 2023 年可降解塑料的渗透率达到 30%，则国内市场需求量可达到 243 万吨，若全部使用 PLA 替代，则对应市场规模 375-703 亿元。随着 PLA 市场增长点的到来，国内 PLA 产能处在大规模布局阶段，金丹科技年产 1 万吨聚乳酸生物降解新材料项目预计于 2021 年 4 月投产，金发科技 3 万吨 PLA 产线预计于 2021 年四季度投产，万华化学自主研发的 PLA 项目正在研发阶段。我们统计国内现有 PLA 产能 9.9 万吨，拟建产能 168 万吨，未来发展前景广阔。

重要公司公告及行业资讯

【濮阳惠成】3 月 25 日，公司发布 2020 年报，实现营业收入 9.13 亿元，同比增长 34.21%，归母净利润 1.80 亿元，同比增长 23.66%。同时发布 2021Q1 业绩预告，预计实现归母净利润 4066.31-4744.03 万元，同比增长 20-40%。

【万润股份】3 月 25 日，公司发布 2020 年报，实现营收 29.18 亿元，同比增长 1.67%，归母净利润 5.05 亿元，同比减少 0.39%。

受益标的

我们看好 OLED 材料、军工材料的高确定性成长，看好高端电子材料国产替代实现从 0 到 1 的突破，看好生物制造在新材料领域的广阔空间。受益标的：昊华科技、斯迪克、万润股份、濮阳惠成、瑞联新材、彤程新材、利

安隆、光威复材、凯赛生物等。

风险提示：技术突破不及预期，行业竞争加剧，原材料价格波动等。

【农林牧渔】供给缺口仍存，2021 年肉类进口量维持高位——行业点评报告-20210328

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

2020 年肉类进口大幅增长，2021 年仍将维持高位

2020 年我国肉类累计进口量 991.0 万吨，同比增加 60.4%，累计进口额 307.3 亿美元，同比增加 59.6%。猪肉作为我肉类最大消费品种，叠加近两年非瘟导致我国国内猪肉供给持续紧张，猪肉进口量于 2019 年开始出现大幅增加，2020 年进口规模在前值的基础上进一步增加，以填补短期国内肉类供给缺口。由于非瘟疫情的多变及持续影响，国内生猪供给恢复节奏仍存较大变数。2021 年 1-2 月我国肉类进口量均出现同比增长，综合参考 USDA 对我国 2021 年猪肉产量及进口量的预测，预计 2021 年我国猪肉产量 4350 万吨，猪肉进口量 462 万吨，进口量约占国内总供给量的 9.6%，2021 年我国猪肉进口量仍将维持在较高水平。

短期美国猪肉出口中国意愿或有所下降

近期国内猪价持续下行，而美国市场方面，由于 2 月上旬美国持续暴风雪等导致美国瘦猪肉价格持续上行，截至 2021 年 3 月 27 日，美国 CME 瘦猪肉 4 月合约及 6 月合约均突破 100 美分/磅。预计 3-4 月出口到中国猪肉已触及成本线，利润较薄或导致美国贸易商出口意愿下降。

供需反转，偏紧状态或于 2 季度出现

外购仔猪养殖销售价格已持续一个月左右触及成本线。从销售渠道反馈来看，近期生猪、冻肉市场消化速度逐渐加快。预计随着消费旺季来临，2 季度供需关系将出现改变。国内肉类需求仍存缺口的背景下，随着猪肉价格在消费旺季的回升，增加猪肉进口仍是短期填补缺口的重要路径。

风险提示：非洲猪瘟疫情持续，生猪出栏量及能繁母猪存栏量恢复不及预期；南方雨季将至，动物疫病高发，肉类供应恢复节奏存在较多不确定性。

【食品饮料】高端酒挺价上行，关注中炬高新改善机会——行业周报-20210328

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003| 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038| 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：白酒价格带空间打开，中炬高新改善可期

本周(20210322-20210326，下同)食品饮料板块跑赢沪深 300 指数。白酒行业基本面仍然强劲，节后以来市场明显感受到千元价格带产品需求加速，五粮液批价表现较好，原因一是茅台批价高位坚挺，为消费者树立了更高的心理价格标杆；二是随着渠道利润扩大，五粮液渠道信心增强，终端主动推荐增加。节后五粮液通过继续缩减流通渠道发货量、增加非标酒、通过配额管理逐步提升产品出厂价的方式，来推动批价突破至千元以上。国窖则采取跟随策略，利用计划内和计划外配额来进行调剂打款，以在价格上贴近五粮液步伐。在此趋势下，我们判断次高端价格带主战场将升级至 600～800 元价格带，名优酒企年内应是小幅提价节奏。成都糖酒会召开在即，初步预判产业大概率乐观反馈。

中炬高新公布 2020 年年报，业绩与之前预告基本相符。年报中值得关注的点在于，2021 年利润目标增 10.7%，在近年利润增速中处于低位水平。背后体现出原料成本上涨的压力，以及公司市场扩张时期的费用投入倾向。前者为调味品行业共性问题，在行业年内难以直接提价的前提下，成本上行确实会给利润端带来负面影响，企业大概率通过产品升级、优化工艺等方式来对冲。但往 2021 年展望行业提价概率更大，有利于企业利润释放。此外，中炬高新对 2021 年工作重点做了详细说明，从营销、研发、产能、信息化建设等方面进行展望。公司品牌、渠道有较好基础，2021 年仍是深化改革之年，管理改善是核心看点，激励机制优化是重要催化剂。当前估值已低，可密切关

注公司改善机会。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，节前市场严格管控抑制酒价过快上涨势头。估计淡季 100%拆箱政策可能放松，预计散瓶飞天价格可能缓慢回升。公司长逻辑未变，直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率平稳增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计 2021 年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新公布 2020 年年报，业绩符合此前预告，原料价格上行导致成本压力增大，2021 年利润目标指引较低。公司仍按即定战略有序推进，渠道细化、品类扩张、激励优化等工作仍在进行。（4）海天味业动销良性发展，全年按节奏完成目标。目前开启新一轮招商以拓展品类，进度良好，持续成长的确定性进一步加强。

板块行情回顾：食品饮料跑赢大盘

3 月 22 日-3 月 26 日，食品饮料指数涨幅为 2.2%，一级子行业排名第 6，跑赢沪深 300 约 1.6pct。子行业中软饮料（4.7%）、肉制品（4.6%）、乳品（3.8%）相对领先。个股方面，金徽酒、日辰股份、ST 通葡等涨幅领先；华宝股份、良品铺子、金禾实业等跌幅居前。

风险提示：经济下行、食品安全、原料价格波动、消费需求复苏低于预期等。

【商贸零售】三月化妆品品牌新品看点多，新增重点推荐贝泰妮——行业周报-20210328

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

敏感肌修护领域龙头贝泰妮登录 A 股，三月化妆品新品发布看点多

本周（2021 年 3 月 25 日）贝泰妮登录 A 股，敏感肌修护领域龙头扬帆起航。2019 年，贝泰妮旗下薇诺娜品牌在皮肤学级护肤品领域市占率位居第一，也是唯一连续四年双十一跻身化妆品销售额前十的国货护肤品牌。我们认为，敏感肌修护作为护肤品黄金赛道，增速高、渗透低、空间大、黏性强；贝泰妮作为细分领域冠军，已在优质产品研发、专业化品牌形象树立和明星大单品打造等方面构筑竞争优势，未来品牌和渠道延伸还将带来新增长（详见深度报告《贝泰妮（300957.SZ）：敏感肌修护黄金赛道，“医研赋能”成就国货王者》）。近期，化妆品上市公司品牌方也发布了较多新品，主要围绕着“强功效”、“敏感肌”等细分赛道展开，价格带以中高端为主。具体来看，上海家化旗下佰草集推出主打美白功效的灯管精华（379 元/30ml）、典萃推出主打焕亮修护的白泥面膜（149 元/7 片），还有双妹生命之花修护菁华露、玉泽臻安润泽修护精华液、六神 tokidoki 联名款等即将发售；丸美 3 月 20 日首发创新科技品牌美丽法则，应用全人源胶原蛋白作为核心技术，首批上线产品包括面膜、眼霜、精华等 5 个 SKU；华熙生物旗下润百颜也在 3 月 26 日携手天猫小黑盒举办了“修瓷大师”系列新品首发活动，进军敏感肌修护领域。总体而言，近期国货品牌发布新品看点多多。

行业关键词：达达集团、玻尿酸饮用水、巢鲜厨、天猫国际、医美直播等

【达达集团】京东将持有达达集团的 51%股份。

【玻尿酸饮用水】华熙生物推出新品水肌泉玻尿酸饮用水。

【巢鲜厨】顺丰上线社区团购小程序“巢鲜厨”。

【天猫国际】天猫国际升级“五新”策略：半年开出 1000 家进口小店。

【医美直播】饿了么在行业率先实现单场医美直播成交额破亿。

板块行情回顾

本周（3 月 22 日-3 月 26 日，下同）零售板块（商业贸易指数）报收 3146.59 点，上涨 1.10%，跑赢上证综指（本周上涨 0.40%）0.70 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 11 位。各细分板块中，本周 5 个子行业上

涨，2021 年年初至今珠宝首饰板块涨幅居首。个股方面，本周*ST 中商（+21.4%）、天虹股份（+15.6%）和苏美达(+11.7%)涨幅靠前。

投资建议：新增重点推荐贝泰妮

投资主线一（颜值经济）：医美板块重点推荐轻医美玻尿酸产品龙头爱美客；化妆品板块新增重点推荐敏感肌修护龙头贝泰妮；

投资主线二（新兴电商）：疫情驱动电商渗透率提升，关注两个洼地市场（下沉和跨境市场）和两个新兴业态（直播和社交电商），重点推荐吉宏股份；

投资主线三（传统零售）：疫情缓和、线下消费复苏，关注终端需求回暖的黄金珠宝板块，重点推荐在时尚珠宝和线上电商均领先布局的周大生。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【电子】长坡厚雪，时代机遇——模拟芯片赛道——行业深度报告-20210328

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019

从当下来看，中美贸易摩擦推动了模拟芯片国产化时代的到来

由于模拟芯片具有单价较低、竞品性能差异较小的特点，在中美贸易摩擦前，国产终端设备厂商对模拟芯片的国产化替代意愿不强。然而，随着中美贸易摩擦的不确定性加剧，模拟芯片的国产化替代由消费电子级终端客户向工控通讯级终端客户持续推进，未来或将进一步发展到汽车电子级，这显著地拓宽了国产模拟芯片厂商的发展空间和渗透速度。由于工控、通讯、汽车等传统赛道终端客户的国产化窗口期有限，且国产头部模拟厂商或将深度受益于此次国产化浪潮，从长期来看，优质资源将进一步向国产头部模拟厂商聚拢，而国产头部模拟厂商的话语权预将持续、快速提升。

从产品来看，信号链厂商向高速 ADDA 发展，电源链厂商向 DC-DC 发展

随着新进入者的快速增多，市场空间较小、竞争壁垒较低的模拟芯片中低端市场将迎来愈发残酷的竞争，这将迫使现存头部厂商积极渗透高端化产品以寻求更大的市场空间和更优的毛利率水平。对于信号链而言，相较于运放和高精度 ADDA，高速 ADDA 享有更高的单价和更大市场空间；在终端设备产业跃迁和模拟芯片集成化发展的大背景下，国产信号链头部厂商预将进军高速 ADDA 以谋求更优质的客户群体和更高的竞争壁垒。对于电源链而言，由于大单品和技术门槛较低的特点，低中端 AC-DC 赛道已成为高度成本博弈的市场，而 LDO 赛道也步入了价格拼杀的困境；基于对产品高端化、毛利率的追求，国产电源链头部厂商预将进军 DC-DC 赛道。

从长期来看，预计国产模拟厂商 IDM 化为确定性趋势

由于标准化程度越高、销售量越大的产品对单位成本优化的敏感性越强，国产模拟芯片的 IDM 化将率先开始于标准化程度较高、销售量较大的料号。对于信号链而言，射频器件兼具产品单价较低、标准化程度较高和销售量较大的特点，使得在国产化替代的进程中，射频厂商率先向 IDM 模式迈进。对于电源链而言，AC-DC 是标准化程度最高、大单品特点最显著的产品，因此，士兰微率先实现 AC-DC 产品的 IDM 化以在通用类产品实现成本优势。然而，对于信号链（非射频）和电源链（非 AC-DC）产品，这些产品的单一料号对应的销售量较小，使得国产模拟厂商在营收体量较少、工艺水平较弱时自建产线是成本不经济的。但是，重点布局 AC-DC 和 DC-DC 的矽力杰已经开始尝试自建产线，其目前营收体量为 30 亿元，这为思瑞浦、圣邦股份等模拟厂商划定了营收体量的门槛。

受益标的：思瑞浦、晶丰明源、圣邦股份、中颖电子、卓胜微、韦尔股份、芯海科技、芯朋微、明微电子、富满电子

风险提示：中美贸易摩擦存在较大不确定性；国产模拟赛道的竞争格局仍存在不确定性；国产化渗透速度存在

较大不确定性。

【化工】化工板块企稳迎配置良机，万华化学布局石化产业链——化工行业周报-20210327

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059| 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

本周(20210322-20210326，下同)行业观点：石油价格高位盘整，行业高景气度延续，化工板块迎配置机遇

石油价格高位震荡，化工板块企稳迎配置良机。据百川盈孚数据，截至 2021 年 3 月 26 日，布伦特原油报 61.95 美元/桶，较上周五（3 月 19 日，下同）下跌 2.10%，较 2020 年同期上涨 126.18%；WTI 原油报 58.56 美元/桶，较上周五下跌 2.40%，较 2020 年同期上涨 139.12%。原油价格短期高位震荡整理。2021 年 3 月 26 日，中国化工产品价格指数（CCPI）为 4,969，比上周五略降 0.84%，比 2020 年低点上涨 57.55%，化工产品价格依然保持上涨态势。同时，化工行业的高景气度也在不断得到验证。据财联社 2021 年 3 月 27 日报道，国家统计局数据显示，2021 年 1-2 月份，全国规模以上工业企业实现利润 1.11 万亿元，同比增长 1.79 倍。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业由同期亏损转为本期盈利，新增利润 577.0 亿元；化学原料和化学制品制造业利润同比增长 4.98 倍。化工行业整体盈利能力保持高速增长态势。近期化工行业出现深度回调，我们认为，疫苗全面推广下，全球需求将稳步复苏，主要化工子行业仍处于景气上行期，短期回调后迎来配置良机，化工板块在目前时点具备很高的中长期配置价值。

受益标的:【化纤组合】三友化工、华峰化学、新凤鸣;【子行业龙头】云图控股、滨化股份、海利得、金石资源、巨化股份、三美股份、利民股份、鲁西化工;【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、扬农化工、新和成、荣盛石化。

本周产品/新闻点评：万华化学布局石化产业链，世界最大萤石基地即将诞生

【石化行业】万华化学新设合资公司，布局福建产业园石化产业链。2021 年 3 月 24 日晚，万华化学发布公告，拟与员工持股公司宁波中韬投资股份有限公司以现金出资方式设立合资公司万华化学（福建）新材料有限公司，注册资本 30 亿元，双方分别持股 80%和 20%。此前，公司于 2020 年合资成立万华化学（福建）有限公司，负责新建 MDI 项目和 TDI 扩建项目。未来，公司将在福建江阴港城经济区东区规划石化产业链，初步规划 PDH 丙烷脱氢制丙烯及丙烯下游产业链，本次新设的合资公司将主要负责东区项目的推进。我们认为此次公告项目实施后，万华化学福建产业园东区石化资源可作为西区项目的原料来源，东西区互联互通，共享配套设施，有助于实现园区效益最大化；同时有效调动万华化学员工积极性，保证东区、西区法人主体交易的公允性，最大化保证上市公司利益，此次规划的 PDH 项目预计为石化板块铸造新的增长点。受益标的：万华化学。

【氟化工行业】内蒙古将诞生世界最大萤石氟化工新基地。据中国化工报消息，2021 年 3 月 23 日，包钢股份、金石资源、龙大食品和永和制冷举行萤石资源合资合作项目签约仪式。报道称，内蒙古白云鄂博矿拥有萤石资源储量 1.3 亿吨，项目投资概算 19.33 亿元，项目全部建成后将形成萤石产量 80 万吨，居世界第一。其中，参与签约的金石资源一直专注于国家战略资源萤石矿的投资与开发，我们认为，本次合作将是金石资源的重要战略转折，公司将有望进一步扩大市场份额，巩固公司的龙头地位。受益标的：金石资源。

风险提示：油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行。

【通信】卫星互联网星辰大海，军工通信迎黄金投资时代——行业点评报告-20210327

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

各国卫星加速布局，卫星互联网产业预计将持续增长

3 月 23 日，俄罗斯“联盟”号火箭载着 18 个国家的 38 颗卫星顺利升空，这也是 GK 发射服务公司首次在没有俄罗斯政府卫星的情况下，完成了全商业共享任务。由火箭、卫星、导弹等制造和发射构成的航天产业不仅是推动科技进步的重要力量，也成为大国博弈的战略高地，其中卫星作为重要的空间基础设施是各个国家予以重视的战略资源，卫星产业发展成为加强国防和军队现代化建设，网络安全保障体系建设的重要依托。随着 2020 年发改委

将卫星互联网规定为“新基建”建设元年，我国卫星互联网迎来历史性的发展机遇和万亿级的市场规模。

空天地一体化有望刺激军用通信新一轮加速增长，行业高景气延续

国际局势不定带来各国对军事的日益重视，在地缘政治不确定性大背景下、加紧练军备战成为新常态，武器装备有望放量建设。在新一轮科技革命和产业变革推动下，人工智能、量子通信、大数据、云计算等前沿科技技术加速应用于军事，飞机、舰船、车辆等武器装备正在加速信息化、电子化，新武器装备的逐步更新，信息技术的重要性日渐增高，信息战也成为了现代化战争的主要形式之一。我国武器装备信息化水平总体上还处于刚刚起步阶段，武器装备信息化率提升成为必然趋势。

通信是信息化的枢纽，通信的隐私性、实时性与安全性在军事的重要性愈加突出，机载、地装、天基都有可能成为敌方实施电磁干扰、窃取数据及通信内容的战场。空基、天基、地基无线电通信由于采用不同技术体制和网络结构，信息交互能力差，空天地一体化将突破地面网络限制，实现地面、卫星、机载网络的无缝覆盖，有望刺激军用通信产业新一轮高速增长。

通信公司出口管制凸显自主可控重要性，军工通信投资正当时

自 2018 年以来，美国政府多次制裁以华为和中兴通讯为代表的通信公司，近期，美商务部又向中国多家通信公司发出传票，我国部分产业尤其是高端芯片依赖于进口，国产化率提升重要性凸显，尤其在军工通信领域。危中有机，在政策倾斜、产业刺激大背景下，提前布局企业将充分受益。

推荐标的：T/R 芯片民企和而泰（002402）、GNSS 龙头华测导航（300627）；

受益标的：军工通信上游基础元器件振华科技（000733）、火炬电子（603678）、航天电器（002025）、中航光电（002179）、宏达电子（300726）、鸿远电子（603267）、中航电子（600372）、亚光科技（300123）；军用通信装备海格通信（002465）、上海瀚讯（300762）；卫星互联网制造/运营厂商北斗星通（002151）、中国卫星（600118）、中国卫通（601698）。

风险提示：装备更新迭代不及预期风险，全球贸易/科技摩擦加剧风险

【煤炭开采】神华兖煤超高比例分红，动力煤价维持上行——行业周报-20210327

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

神华兖煤超高比例分红，动力煤价维持上行

本周(20210322-20210326，下同)动力煤价格大幅攀升，秦港 Q5500 现货平仓价大涨至 683 元/吨，供需两端共振催化煤价实现快速上涨。需求方面，本周下游采购呈明显升温趋势，工业企业生产向好，工业用电高负荷带动电厂日耗高位，电厂库存呈下降趋势，可用天数回落，同时临近 4 月大秦线检修期，终端加大现货采购力度，补库节奏加快，本周秦港锚地船舶数大增；供给方面，产地限产政策仍在持续，包括内蒙古严格执行反腐倒查、煤管票限制，山西、陕西加大安全检查力度，开展大型排查行动，煤矿停减产增多，本周山西发生矿难致 4 人死亡，进一步加大安全生产压力，供给端阶段性收紧；库存方面，本周秦港库存大幅回落至年初低点，港口采货升温，调出量显著高于调入量。后期判断，需求端，鉴于在当前的传统用电淡季需求韧性犹存，我们认为随着气温回升，二季度需求将持续向好；供给端，安全生产仍是高压线，近日发生的矿难无疑将催化安监政策力度加大，短期内产能释放受限，供给弹性将持续收缩；同时北港库存重回低点，4 月大秦线检修发运受限，而 6 月即将迎来“迎峰度夏”补库高峰期，二季度现货市场或保持紧平衡。总体来看，短期内紧供给格局将持续，煤价或偏强运行。本周多家煤企披露年报并加大分红力度，中国神华分红率高达 92%，兖州煤业分红率高达 77%，凸显长期投资价值。我们持续看好煤炭股估值提升。高分红受益标的：中国神华、平煤股份、盘江股份、陕西煤业、淮北矿业；新产业转型受益标的：山煤国际、金能科技、华阳股份；国改深化受益标的：山西焦煤、潞安环能、晋控煤业；经济复苏高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份；积极推动债务重组受益标的：ST 永泰。

煤企纷纷加大分红力度，中国神华分红比例高达 92%

煤企陆续进入年报季，本周多家煤企发布 2020 年分红方案。我们发现，2020 年在疫情冲击下煤企业绩降幅有限，体现出充足韧性，并纷纷加大分红力度：中国神华拟分红 360 亿元，分红率高达 92%（同比+34pct），每股分红 1.8 元，股息率高达 10%；淮北矿业拟分红 14.5 亿元，分红率达 42%（同比+5.7pct），每股分红 0.65 元，股息率 5.7%；兖州煤业拟分红 48.7 亿元，分红率达 77%（IFRS 准则），每股分红 1 元，股息率达 7.6%。煤企高分红释放出业绩向好的积极信号，提振市场信心，中国神华高达 10%的股息率也凸显龙头煤企的长期投资价值。

煤焦钢产业链：本周焦炭连续两轮提降，钢铁常态化限产压制需求

焦炭方面，本周内连续落实两轮提降，累积共 7 轮，降幅达 700 元/吨。钢铁主产地唐山实行环保限产常态化，钢厂开工率持续下降，唐山降至 46%，焦炭需求疲弱，同时钢厂前期补库积极，焦炭库存高位，采购意愿下降；焦企前期利润充足开工率不减，相较于走弱的需求，供给端已呈偏宽松格局，焦价承压下跌。当前焦企利润空间尚可，仍正常生产，供给或将持续宽松，焦价短期内整体偏弱，后期需关注焦企限产保价情况。焦煤方面，本周产地价持续稳定，港口价小跌，整体偏弱运行，主因钢企限产需求减弱、焦企对煤价打压意愿增强。库存端来看，当前焦钢企对焦煤库存偏高，对焦煤价仍有压力。但焦煤供给端则相对利好，近期由于蒙古国疫情原因蒙煤通关再度受限，同时山西焦煤产地在安检影响下停限产增多，供给端呈收紧趋势。总体看，焦煤基本面供需两弱，煤价或维持稳定。

风险提示：经济增速下行风险，供需错配风险，可再生能源加速替代风险

【石油化工：中海油服(601808.SH)】Q4 业绩超预期，降本增效显著提升盈利能力——公司年报点评报告-20210328

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

Q4 业绩超预期，降本增效显著提升盈利能力。维持“买入”评级

公司 2020 年实现营收 289.6 亿元，同比-7%；实现归母净利润 27 亿元，同比+8%；Q4 实现归母净利润 5.49 亿元，同比+43.1%，环比+24.6%。因行业回暖，我们上调盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 37.3(+3.39)/44.94(+1.17)/51.8 亿元，同比增 37.9%/20.6%/15.3%，EPS 分别为 0.78(+0.07)/0.94(+0.02)/1.09 元；当前股价对应 PE 分别为 19.2/15.9/13.8 倍，维持“买入”评级。

行业景气低谷凸显业绩韧性，降本增效显著提升盈利能力

行业低谷凸显全年业绩韧性：在低油价环境下，国际同行 Schlumberger,Baker Hughes,Halliburton,Transocean,等公司均出现了不同程度的亏损，公司 2020 年逆势实现归母净利润 27 亿元（同比+8%），其中包括来自 Equinor 的诉讼赔偿 1.88 亿美元一次性收入与计提资产减值 14.7 亿元，合计 1.6 亿元负面影响，总体相互抵消；从作业天数看，2020 年钻井作业天数同比下降 1.1%，Q4 单季超预期回暖趋势已现：Q4 归母净利为 4.56 亿元，如果排除计提资产减值 6 亿元的影响，核心业务扣非利润超 10 亿元，远超市场预期；降本增效显著：公司通过降低作业分包比例、降低租赁成本、提高物资周转率、提高设备自修比例等精细化管控措施，节约成本达 21 亿元；分板块看，油田技术板块毛利率提升 2.4pct 至 28.8%，钻井板块（剔除诉讼赔偿费）毛利率提升 4.8pct 至 16.5%，已发生了结构性提升。

2021 钻井板块工作量总体饱和，油技板块持续受益中海油资本开支

钻井板块：根据公司钻井装备动态数据（截至 2021 年 3 月 15 日）测算，2021 自升式平台日历天使用率约为 85%，同比+10pct，自升式平台主要运用在浅海，受中海油对国内浅海开采需求的强支撑，改善趋势明显；2021 半潜式日历天使用率约为 52%，同比-9pct，一方面由于目前公司还有 2 座半潜平台 Prospector/NH6 处于谈判过程中，影响当前合约利用率，另一方面由于国际油服市场与油价反弹存在一定滞后性，深海市场的探勘开发仍有提升空间。油技板块：桶油开采成本有望随油价上行边际递增，开采难度大、收益高的订单有望陆续开展；我们回测，油技板块的收入与中海油资本开支具强关联性，2021 年中海油资本开支为 900-1000 亿元，同比提升 13.2%-25.8%，

油技板块有望受益持续打开增长空间。

风险提示：油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

【房地产：保利物业(06049.HK)】业绩稳健增长，外拓成效显著——港股公司信息更新报告-20210328

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

规模制胜，全业态管理，增值服务空间大，维持“买入”评级

保利物业是一家规模领先、成长迅速、具备央企背景的物管公司。考虑到物管行业收并购竞争加剧，外拓进展存在不确定性，我们调整 2021-2022 年盈利预测，新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 8.6、10.8、13.5 亿元（2021、2022 年前值 9.4、12.7 亿元），EPS 分别为 1.5、1.9、2.4 元/股，当前股价对应 PE 为 27.6、21.9、17.5 倍。公司基本面仍然稳健，维持“买入”评级。

盈利稳定，央企优势助力非居业态比例

保利物业发布 2020 年业绩：2020 年公司实现营收 80.37 亿元，同比增长 34.7%；归母净利润 6.74 亿元，同比增长 37.3%。公司综合毛利率 18.7%，净利率 8.7%。分业务结构看，公司物业管理、社区增值、非业主增值服务收入占比分别为 61.6%、16.7%、21.8%。公司坚持三大业态并重发展，积极布局非居业态，结构比例持续优化；非居业态物业管理收入 14.99 亿元，同比增长 53.0%，占物管服务收入比例同比提升 4.8 个百分点至 30.3%。

大物业规模再上新阶梯，市场化拓展成效显著

2020 年公司基础物管服务收入 49.48 亿元，同比增长 28.7%；毛利率 14.2%，有效保障公司服务品质。公司目前合约面积 5.67 亿平米，在管面积 3.80 亿平米，合管比 1.5 倍。从业务结构看，公司“内生外拓”持续扩张，大股东保利地产 2020 年实现销售面积 3409 万平米，排名行业前五。同时公司加大市场拓展力度，全年外拓合同总金额 17.2 亿元，第三方项目物管服务收入 13.05 亿元，同比增长 87.8%，占总物管收入比例高达 26.4%，在管面积占比达 59.9%。

社区增值服务打造多元生态圈，美居、零售为业务亮点

公司积极构建社区增值服务多元生态圈，2020 年社区增值服务收入 17.48 亿元，同比增长 51.5%，毛利率 30.3%；公司服务品类丰富化，美居服务、社区零售、车场管理服务、社区媒体、社区空间管理、社区便民及其他分别占比 23.2%、22.0%、13.7%、5.1%、7.1%、28.9%。从业态看，美居服务、社区零售业务持续发力，营收分别达 4.05、3.85 亿元，同比增速分别达 110.4%、223.1%。

风险提示：宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩。

【化工：华鲁恒升(600426.SH)】稀缺煤化工龙头疫情过后再出发，盈利有望复苏——公司信息更新报告-20210328

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

疫情过后再出发，原油高位下公司盈利有望复苏，维持公司“买入”评级

3 月 26 日公司发布 2020 年年度报告，公司全年实现营业收入共计 131.15 亿元，较 2019 年下降 7.58%；实现归母净利润 17.98 亿元，同比下降 26.69%。目前原油价格高位震荡，公司盈利有望大幅改善。未来荆州基地落地，公司将加速成长。在“碳中和”的大背景下，公司作为存量煤化工优质资产，稀缺性将进一步凸显。我们上调 2021-2022 年盈利预测及新增 2023 年盈利预测：预计 2021-2023 年，公司归母净利润分别为 35.56（+6.87）、40.12（+4.96）和 42.41 亿元，对应 EPS 分别为 2.19（+0.43）、2.47（+0.31）和 2.61 元，当前股价对应 2021-2023 年 PE 分别为 16.0、14.2、13.4 倍，维持公司“买入”评级。

2020 年 Q4 主要煤化工产品价格复苏，煤价上涨及研发费用提高业绩承压

根据公司 2020 年报，2020 年 Q4 公司实现营业收入 40.72 亿元，同比增长 13.74%；实现归母净利润 5.08 亿元，同比减少 6.07%。进入 Q4，原油价格逐步复苏，主要煤化工产品价格不断上涨。根据 Wind 数据，2020 年 Q4 乙二醇、辛醇、尿素、醋酸、己二酸均价及同比变动幅度分别为 3,836（-20.74%）、9,378（+31.58%）、1,799（+3.81%）、3,462（+23.03%）、7,484（-5.54%）元/吨。2020 年 Q4 动力煤均价为 640 元/吨，环比、同比分别上涨 69、88 元/吨；公司 Q4 研发费用为 1.05 亿元，环比增加 0.61 亿元，煤价上涨及研发费用提高综合拖累公司 Q4 业绩。

原油价格高位震荡及碳中和背景下，煤化工龙头比较优势及稀缺性凸显

目前 WTI 及布伦特原油在 60 美元/桶附近的高位，主要化工品价格已接近 2019 年水平。公司作为煤化工龙头，成本比较优势进一步凸显。公司 16.66 万吨精己二酸项目已于 2021 年 2 月 19 日进入试生产阶段，30 万吨/年尼龙项目预计于 2021 年底投产。根据公司年报，第二基地落地布局，公司成长属性凸显。我国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。在碳中和的大背景下，公司作为存量优质煤化工资产的稀缺性将进一步凸显。

风险提示：原油价格波动风险，市场需求不及预期，项目扩张不及预期等。

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，开源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。

分析师承诺

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、竞争性因素以及开源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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn