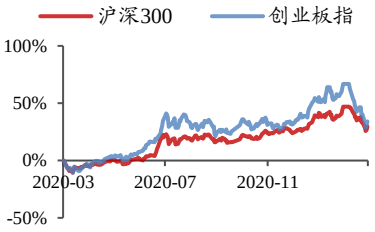
2021 年 03 月 12 日

开源晨会 0312

——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(%)
有色金属	6.0
钢铁	5.16
电力设备与新能源	3.53
食品饮料	3.48
建筑材料	3.33

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	0.34
商业贸易	0.59
纺织服装	0.93
休闲服务	1.24
房地产	1.38

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】南下的背水之战——南下“定价权”周度跟踪之五——投资策略专题-20210310

2021 年 3 月 1 日至 5 日，南下持有港股占比及成交额占比企稳回升，与港股相关的 ETF 继续被赎回，规模有所扩大，AH 溢价回落。南下与外资的分歧在扩大，分歧之下，南下继续坚守电讯以及金融地产等板块。对于外资配置盘而言，上周该类投资者同时买入 A 股和港股，更偏好 A 股的“互补性”标的；对于外资交易盘而言，该类投资者整体同时净卖出 A 股和港股，偏好陆股通中的“替代性”标的。

【宏观经济】社融超预期的“冷”思考——宏观经济专题-20210311

2 月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项；中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。市场角度理解宏观，2021 年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。

行业公司

【石油化工：宝丰能源(600989.SH)】二期烯烃投产贡献业绩增长，股权回购和激励肯定自身价值——年报点评报告-20210311

公司发布年报，2020 年实现营收 159.3 亿元，同比+17%；实现归母净利 46.2 亿元，同比+22%，扣非归母净利润 48.5 亿元，同比+24%；单季实现归母净利润 14.8 亿元，环比+40%。根据产能释放节奏，我们调整 2022 年、新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 65.3/80.6(-2.83)/200.9 亿元，同比增长 41.3%/23.4%/149.2%，EPS 分别为 0.89/1.10(-0.04)/2.74 元；对应当前股价 PE 分别为 16.5/13.4/5.4 倍，维持“买入”评级。

【化工：江苏索普(600746.SH)】醋酸行业龙头，乘“聚酯产业链”东风扬帆起航——公司首次覆盖报告-20210311

根据公司 2019 年报，公司拥有醋酸产能 120 万吨/年、4 万吨/年 ADC 发泡剂生产能力和 30 万吨硫酸产能，其醋酸产能规模并列国内第一。受益于下游 PTA 及 EVA 行业扩产，我们看好醋酸行业 2021 年将持续高景气，届时公司作为醋酸龙头有望充分受益。

研报摘要

总量研究

【策略】南下的背水之战——南下“定价权”周度跟踪之五——投资策略专题-20210310

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

南下持有港股占比及成交额占比回升，港股 ETF 继续被赎回，AH 溢价回落

2021 年 3 月 1 日至 5 日，南下资金持有港股市值占比从 5.01%上升至 5.06%，港股通成交额占比从 22.05%先大幅上升至 27.06%后下降至 23.11%，与港股相关的 ETF 继续被净赎回，赎回规模有所扩大，AH 溢价有所回落。

后文中，我们使用同时在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“替代性”资产、使用未在 A 股/港股上市的标的衡量港股通/陆股通中的“互补性”资产。

南下与外资的分歧仍较大，南下继续坚守电讯以及金融地产等板块

2021 年 3 月 1 日至 5 日，南下小幅净买入 20.51 亿港币，外资配置盘/交易盘则小幅净买入/净卖出。行业上，南下主要净买入电讯、金融地产、专业零售、药品及生物科技、煤炭、工业工程以及原材料等板块，外资配置盘则净卖出除专业零售、药品及生物科技、地产、保险以及原材料外的板块，这意味着外资配置盘与南下可能在专业零售、药品及生物科技、地产及保险等板块仍存在共识。上周南下/外资配置盘净买入港股通中的“替代性”标的，交易盘小幅卖出。行业上，南下净买入港股通“替代性”标的中的金融、煤炭、药品及生物科技、资讯科技器材以及软件服务等板块，配置盘则偏好该类标的中的家电、银行、保险、石油及天然气以及煤炭等板块。上周南下整体净买入港股通中的“互补性”标的，外资配置/交易盘则整体净卖出该类标的。行业上，南下偏好港股通“互补性”标的中的电讯、专业零售、工业工程、金融地产、一般金属及矿石、药品及生物科技等板块，外资配置盘则选择卖出上述除专业零售、地产、药品及生物科技外的板块。

外资配置盘同时买入 A 股和港股，更偏好 A 股的“互补性”标的

2021 年 3 月 1 日至 5 日，外资配置盘同时净买入陆股通/港股通中的“替代性”标的，周五(20210305)净买入港股通中该类标的幅度较大且小幅净卖出陆股通中的该类标的，行业上，同时净买入 A 股和港股中的金融、交运、石油石化、煤炭及钢铁等板块，同时净卖出 A 股和港股中的医药、汽车、机械以及有色等板块，更偏好 A 股的地产、建材、建筑等板块，以及港股的食品饮料、电新等板块。上周外资配置盘净买入陆股通中的“互补性”标的，净卖出港股通中的“互补性”标的，行业上，同时买入 A 股和港股中的电子、医药、化工、建材、农林牧渔、交运、石油石化以及地产等板块，同时净卖出 A 股和港股中的食品饮料、传媒以及轻工制造等板块，更偏好 A 股的电新、消费者服务、机械以及金融等板块。

外资交易盘同时净卖出 A 股和港股，偏好陆股通中的“替代性”标的

2021 年 3 月 1 日至 5 日，外资交易盘净买入 A 股通中的“替代性”标的，净卖出港股通中的“替代性”标的，行业上，同时买入 A 股和港股中的地产、传媒板块，同时净卖出 A 股和港股中的电新、石油石化以及家电等板块，偏好 A 股的银行、交运、煤炭、钢铁等板块，以及港股中的有色、汽车、医药等板块。上周外资交易盘同时净卖出陆股通/港股通中的“互补性”标的，行业上，同时买入 A 股和港股中的食品饮料、银行、纺服板块，同时净卖出 A 股和港股中的电子、医药、计算机、军工、汽车以及石油石化等板块，偏好 A 股的化工、钢铁、通信板块，以及港股中的消费者服务、轻工制造、电力及公用事业、机械等板块。

风险提示：测算误差

【宏观经济】社融超预期的“冷”思考——宏观经济专题-20210311

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书

编号：S0790120080081

2 月社融显著超预期，市场争议较大。我们提出几种不同的猜想，可供参考。

一问：2 月社融显著超预期，谁的贡献大？企业中长期贷款，是主要因素

2 月社融超预期，中长期贷款为主要贡献项。2 月，新增社融 1.71 万亿元、超市场平均预期的 0.91 万亿元，其中新增中长期贷款 1.5 万亿元。相较 2020 年同期，中长期贷款和表外票据同比贡献居前，表外票据绝对量不大、同比贡献较大，与疫情对基数干扰有关，表外票据增加 640 亿元、2020 年同期净减少 3961 亿元。

中长期贷款高增，核心在企业中长期贷款。2 月，新增企业和居民中长期贷款分别为 1.1 万亿元和 4113 亿元，均明显高于 2020 年同期。其中，居民中长期贷款并没有明显偏离近年均值、最近两年大部分月份均在 4000-5000 亿元附近变化，而同比贡献较大主因疫情期间低基数、2020 年 2 月居民中长期贷款仅 371 亿元。

二问：企业中长贷高增，可能的猜想？信贷调控下“抢”放贷和表外转表内

企业中长期贷款的高增，或与年初“抢”放贷行为的强化、表外融资转表内等有关。年初银行一般“抢”放贷，房地产贷款集中度要求下，部分银行有较强动力去做大分母，“抢”放贷更加突出。监管趋严下，以信托贷款为代表的非标加快收缩，表外融资转向表内。其他影响因素，包括年底压项目、年初继续释放等。

贷款高增的持续性，仍待观察。贷款余额增速，2019 年和 2020 年分别为 12.3%和 12.8%，2021 年按照两年均值的 12.5%增速推算，对应新增贷款 21.6 万亿元左右，这已是非常乐观的假设。即便如此，前 2 个月接近 5 万亿元的新增贷款，已占到全年的约 23%，年初贷款高增对后续贷款节奏的影响，后续要重点跟踪。

三问：信用环境，将如何演绎？3 月社融将重新下行，利率债行情确定性强

社融增速，将在 3 月重回下行通道。3 月开始，贷款展期和信用债集中到期等，会拖累净融资，尤其是 3 月和 4 月，仅信用债到期规模就接近 1.9 万亿元、较 2020 年同期多增超 7000 亿元。2020 年同期融资的放量，是疫情期间政策托底的特殊情况，利用结构性存款的空转套利行为也不会再现。伴随政策重心回归“调结构”、“防风险”，“低”效率杠杆行为确定性转向，信用“收缩”大势所趋。

2021 年，政策“退潮”之年，也是市场理性回归之年。市场角度理解宏观，2021 年主要逻辑是，疫情逐步消退之后，伴随经济活动逐步正常化，政策思路和操作、市场定价逻辑等，加快回归正常状态。这个过程中，权益面临估值压缩的风险。前期我们提示的国内信用“收缩”、美债长端利率上行风险，都是表象。对于国内利率债而言，利率债行情确定性较强，短期社融、通胀扰动提供了较好的买点。

风险提示：金融风险加速释放。

行业公司

【石油化工：宝丰能源(600989.SH)】二期烯烃投产贡献业绩增长，股权回购和激励肯定自身价值——年报点评报告-20210311

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

二期烯烃投产贡献业绩，股权回购和激励肯定自身价值。维持“买入”评级

公司发布年报，2020 年实现营收 159.3 亿元，同比+17%；实现归母净利 46.2 亿元，同比+22%，扣非归母净利润 48.5 亿元，同比+24%；单季实现归母净利润 14.8 亿元，环比+40%。根据产能释放节奏，我们调整 2022 年、新增 2023 年盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 65.3/80.6(-2.83)/200.9 亿元，同比增长 41.3%/23.4%/149.2%，EPS 分别为 0.89/1.10(-0.04)/2.74 元；对应当前股价 PE 分别为 16.5/13.4/5.4 倍，维持“买入”评级。

二期烯烃投产同比增量降本，Q4 环比量价齐升对冲煤价上涨影响

产能释放同比增量降本：60 万吨烯烃二期已于 2019 年 10 月投产，2020 年聚乙烯产量 69.5 万吨，同比+57.8%，聚丙烯产量 64.1 万吨，同比+51.7%,；原料方面，220 万吨甲醇于 2020 年 6 月投产，240 万吨红四煤矿于 2020 年 10 月投入联合试运转，甲醇产能同比+122%，煤炭产能同比+47%；技术方面，烯烃二期优化工艺，甲醇单耗低至 2.885t/t，达国内最高水平；双烯收率 34.66%，同比+0.81%。排除公司捐资 3 亿教育扶贫资金的影响，扣非归母净利润为 48.5 亿元，同比+24%，业绩更为亮眼；Q4 环比量价齐升：由于焦企严格落实焦炭去产能，Q4 焦炭 1363 元/吨，环比+18.9%，焦炭盈利大幅改善；Q4 聚乙烯 6731 元/吨，环比+3.8%，聚丙烯 7429 元/吨，环比+6.2%；此外 Q4 烯烃检修完成，全面复产，聚乙烯产量环比+22.2%，聚丙烯产量环比+6.7%。

股权回购和激励肯定自身价值，所有新项目进展顺利

股权回购：公司拟通过集中竞价交易方式，在一年内回购 2-4 亿元规模股份，回购价格不超过 26.03 元/股（当前收盘价 14.68 元/股），拟用以实施员工持股计划和股权激励。若按回购总额上限 4 亿元、股价 26.03 元/股测算，预计可回购股份 1537 万股，占总股本 0.21%，此举反应公司对自身价值的认可。项目进展顺利：太阳能电解制氢项目一期已于 2021 年 2 月投入试运行；300 万吨焦化多联产项目计划于 2021 年底投产；宁东三期 50 万吨煤制烯烃与 50 万吨 C2-C5 综合利用制烯烃项目计划于 2022 年底投产；内蒙二期 140 万吨烯烃指标已获鄂尔多斯市政府批复，待自治区发改委核准，整体 400 万吨的环评报告已进入报批协调阶段，项目按 2022 年底投产的目标推进。内蒙项目属国家布局的现代煤化工示范项目，大概率不受内蒙能耗双控影响，反而因政策收紧筑起进入壁垒，利好公司。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

【化工：江苏索普(600746.SH)】醋酸行业龙头，乘“聚酯产业链”东风扬帆起航——公司首次覆盖报告-20210311

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

公司为醋酸龙头，看好醋酸行业未来持续高景气，首次覆盖给予“买入”评级

根据公司 2019 年报，公司拥有醋酸产能 120 万吨/年、4 万吨/年 ADC 发泡剂生产能力和 30 万吨硫酸产能，其醋酸产能规模并列国内第一。受益于下游 PTA 及 EVA 行业扩产，我们看好醋酸行业 2021 年将持续高景气，届时公司作为醋酸龙头有望充分受益。我们预测公司 2020 年-2022 年对应的归母净利润分别 2.32、14.26、12.13 亿元，对应 EPS 分别 0.22、1.36、1.16 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别 48.9、7.9、9.3 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

未来 PTA 产能持续扩张，有望大幅提振醋酸需求

未来醋酸或仍将处于供需紧平衡状态。新增产能方面：根据卓创资讯数据，华谊集团拟建 50 万吨/年与 70 万吨/年醋酸，预计分别于 2021 年 5 月与 2021 年 12 月底投产。若醋酸新增项目顺利投产，则 2021 年醋酸行业有效总产能将达到 985 万吨。考虑到新增醋酸产能尚需经历产能爬坡期，我们保守测算，2021 年全年醋酸行业总产量为 821.38 万吨。2020 年醋酸的表观消费量为 720.18 万吨，考虑到 2020 年 9 月，独山能源 220 万吨 PTA 产能投产，2021 年将有 1,930 万吨 PTA 产能投产，保守预计，将带动全年醋酸需求 45.2 万吨。2021 年有 80 万吨 EVA 产能投产，预计将带动醋酸需求 5.19 万吨，根据我们测算，2021 年国内醋酸的表观消费量保守估计或将达到 770.57 万吨。醋酸行业或将处于供需紧平衡格局。

醋酸装置频繁检修、醋酸供给紧张或为未来常态，有望支撑醋酸价格上涨

国内外大部分醋酸装置年限较大，故障相对频发，国内仅恒力石化 35 万吨新装置从开工至 2020 年 11 月未曾检修。2018 年由于醋酸海外装置遭遇不可抗力，根据 Wind 数据，醋酸价格一度上涨至 5,500 元/吨。2021 年 1 月，河南顺达 40 万吨醋酸装置意外停车，至今未重启；2 月，塞拉尼斯位于美国德州 130 万吨醋酸装置受到寒潮影响

停车，刺激醋酸价格快速上涨。目前醋酸现货价格达到 6,450 元/吨。我们预计醋酸装置频繁检修或成为未来常态，有望支撑醋酸进一步上涨。

风险提示：宏观经济下行、原油价格大幅下跌、环保及安全生产风险

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