重点报告

《中科电气（3000035）深度报告：高成长高弹性的锂电负极龙头》

分析师：彭聪（执业证书：S0020520040002），联系人：黄浦

报告要点：

? 公司战略转型锂电负极，产品与客户基础扎实，技术与管理领先

公司以磁电装备业务起家，2017 年战略收购星城石墨后形成“锂电负极+磁电装备”双主营业务格局。锂电负极业务已成为公司营业收入与利润的主要来源和增长点。2019 年公司实现营业收入 9.29 亿元，锂电负极业务营业收入 7.19 亿元，占比 77.40%。2019 年实现负极产量 1.8 万吨，增长 67.21%，市占率约 6%，排名前五。目前已实现对宁德时代的批量供货，开发了 SKI、ATL 等客户。

? 石墨负极市场空间广阔，公司凭借客户优势出货量快速增长

受益新能源车渗透率快速提升，预计未来 5 年石墨负极需求复合增长率 30%，2025 年市场规模达 455 亿元，人造石墨负极 416 亿元。国内负极企业成为全球主要供应商，海外出口加速增长。随着锂电行业集中度不断提升，已切入锂电龙头供应链的负极企业持续获益，2020 年负极行业 CR5 约 75%，行业格局稳固。公司主要客户均为动力电池龙头企业，包括比亚迪、宁德时代、亿纬锂能、苏州星恒、中航锂电、SKI、ATL。随着宁德时代、SKI 等客户市场份额提升，比亚迪产品周期强劲与电池外供加速，公司负极市占率有望持续向上，出货量有望持续超预期。

? 公司产业链布局完善，产品技术优势明显，盈利能力领先

石墨化和针状焦成本在负极中占比 34%、25%，龙头企业石墨化自供比例上升，原材料针状焦采购价格 2019 年下半年以来维持在合理向下区间，行业盈利能力压力缓解。公司工艺技术积累深厚，布局长沙宁乡、贵州铜仁格瑞特（负极及石墨化一体化）以及四川雅安集能（参股）三大生产基地，受益贵州、四川较低电费成本以及自行设计建造的新型石墨化炉带来的更高生产效率，公司负极业务盈利能力领先。

? 投资建议与盈利预测

预计 2020-2022 年公司收入为 11.05、19.65、24.56 亿元，同比增长 18.95%、77.81%、24.97%，归母净利润 1.86、3.07、3.82 亿元，对应 EPS 分别为 0.29、0.48、0.60。参照 2021 年行业平均 PE 31.54，对应目标价 15.14 元，首次覆盖给予买入评级。

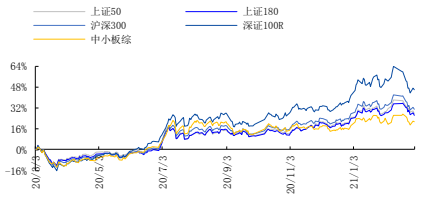
? 风险提示

新能源汽车产销量低于预期；公司产能扩张不及预期；产品降价超预期等。

主要市场指数

指数	收盘点位	涨跌幅 1 日	5 日	本年
沪深 300	5418.78	1.54	-	3.98
上证综指	0.00	0.00	0.00	0.00
深证成指	14857.34	2.41	-	2.67
中小板综	13091.52	2.45	-	2.86
国债指数	182.96	-	0.08	3.21
基金指数	7009.96	0.11	-	9.10
香港恒生	27985.42	-	-	0.00
H 股指数	0.00	-	-	0.00
红筹股	4411.60	0.00	0.00	0.00
日经 225	19771.19	-	2.54	-16.42
道琼斯	24101.55	-	4.70	-15.55
标普 500	2863.39	-	4.63	-11.37
纳斯达克	8607.73	-	4.17	-4.07

主要市场走势图



资料来源：Wind

主要商品期货

商品	收盘价 USD	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
纽约期油	52.4500	-0.51	-5.09	15.71
纽约期金	1,311.6	-0.52	-0.79	2.23
伦敦期铜	6,144.5	-1.05	0.09	2.46
伦敦期铝	1,878.0	-0.16	-0.27	1.79

A 股市场涨幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
必得科	30.07	88.06	0.00	0.00
园林股	26.87	64.04	0.00	0.00
联德股	25.57	64.02	0.00	0.00
海泰新	69.48	23.59	0.00	-16.75
天晟新	8.64	21.18	10.63	35.85

A 股市场跌幅前五

股票	收盘价 RMB	涨跌幅% 1 日	5 日	本年
C 奥雅	83.79	-23.13	0.00	-49.15
绿的谐	99.87	-22.64	-18.93	-32.72
天夏退	0.40	-20.00	-27.27	-50.00
中国黄	14.93	-19.95	7.41	82.30
良品铺	52.33	-19.55	-18.51	-10.68

联系人：房倩倩（执业证书：S0020520040001）

《日韩债市开放历程回顾研究》

——债市开放专题研究系列一

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

报告要点：

近年来中国债券市场对外开放已经取得长足的进步，回顾研究日韩债券市场对外开放历程中的经验特点对我国债券市场未来的发展具有重要的借鉴意义。本篇报告作为债市对外开放研究系列的第一篇，重点回顾了日本与韩国债券市场对外开放的发展历程及发展现状，对二者开放历程中的经验特点进行总结，并进一步分析了影响外资进入一国债券市场的相关因素。

？日本债券市场对外开放历程复盘及分析

日本债券市场作为全球第三大，亚洲第二大债券市场，其债券市场对外开放历程已持续半个世纪。回顾日本债市对外开放发展历史，我们大致可以将日本债券市场对外开放的历程划分成初步开放阶段(1970-1983年)，渐进放松阶段(1984-1992 年)，加速放开阶段(1993-2008 年)以及稳步发展阶段(2009 年-至今)。整体上看，现阶段日本债券市场的规模较大，但债券市场结构发展很不均衡。同时日本债券市场整体开放程度相对较高，但与包括美国在内的发达债券市场和亚洲部分新兴经济体国家比仍有差距，包括长期监管限制、泡沫后的经济特征以及长期低利率水平等因素均对日本债市对外开放产生一定影响。

？韩国债券市场对外开放历程复盘及分析

相较于日本债券市场较为曲折漫长的对外开放进程，韩国债券市场虽对外开放起步较晚，但整体完成债券市场对外开放速度较快，且发展结构与节奏相对较好。回顾韩国债券市场对外开放的发展历史，我们大致可以将韩国债券市场对外开放的历程划分成初步开放阶段(1980-1993 年)，加速开放阶段(1994-1999年)，基本开放后的稳步发展阶段(2000 年-至今)三个阶段。总体上看，现阶段韩国债券市场规模较大且债券市场结构发展较为合理，对外开放程度已达到较高水平。影响韩国债券市场对外开放的因素主要包括良好的经济基本面、韩美利差与汇率的变化情况、以及稳健的金融体制与政策改革措施。

？影响外资进入一国债券市场因素的分析

影响外资进入一国债券市场的因素既包括内部与外部的驱动，也包括主动与被动的影响。首先我们认为本国经济基本面持续稳定向好是外资愿意流入本国债券市场的重要前提条件。金融政策管制限制大小以及金融体制改革、金融对外开放推进程度、债券市场的发展水平亦是影响外资在债券市场中比重的重要前提。同时国债收益率水平及与美国国债的利差走势会影响境外投资者的投资意愿。汇率的变动情况以及稳定性也会对外资流入一国债券市场有一定影响，汇率变动所导致的汇兑损益会影响到外资的投资行为，但汇率并不是影响外资流入一国债券市场的决定性因素。最后我们认为全球系统性因素的变动也会影响外资流入的速度。

风险提示：全球系统性风险，政策变化超预期

《中国债市对外开放分析及展望》

——债市开放专题研究系列二

分析师：徐颖（执业证书：S0020520070001）

报告要点：

自 2002 年 QFII 引入拉开中国债市对外开放的序幕以来，外资正逐步成为中国债市的重要参与者之一。本文首先对 2020 年外资在中国债市的现状及对外开放政策进行回顾分析，同时对中国债券市场开放进程与近 5 年外资在国内债市的发展趋势进行复盘，并对影响因素进行分析总结，最后对 2021 年外资对中国债市的影响进行展望。

? 2020 年外资在中国债市现状及债市开放政策回顾

2020 年外资进入中国债市的步伐进一步加速。从 2020 年全年境外机构在中国债市的规模及占比走势看，境外机构债券总托管量全年增加约 10000 亿元，截至 2020 年 12 月，境外机构在中国债市中的债券托管量已超过 32000 亿元，达到历史新高；同时境外机构持债规模在中国债市中的占比也达到 3.2%，外资已逐渐成为中国债市的重要参与者之一。其中国债与证金债仍为外资最主要的配置品种。此外现阶段中国债市中的境外投资者构成以商业银行、包括对冲基金在内的各类资管机构以及中央银行为主。2020 年中国债券市场对外开放政策实现了突破性进展。2020 年我国先后完善了外资外汇风险管理、交易结算服务以及熊猫债市场业务规范化等问题。此外 2020 年进一步明确及简化了境外机构投资者境内证券期货投资资金管理的相关要求并对外资投资中国债市做出了更加完善与标准的监管。

? 2002 年以来中国债券市场开放进程回顾及近 5 年外资债券投资趋势

自 2002 年证监会与央行颁布《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》以来，我国债市对外开放历程已走过近 20 年，我们大致可将我国债市对外开放进程划分为前期初步发展阶段(2002-2009 年)，渐进放松限制阶段(2010-2016 年)以及加速创新开放阶段(2017 年-至今)。近 5 年外资在中国债券市场的流入速度逐渐加快，这主要归功于新型投资渠道的创设，相关限制的放松以及国际化背景下中国债券逐渐纳入国际债券指数。外资在中国债市中的占比整体保持增长但仍然较小，配置品种基本保持稳定，交易活跃度及交易杠杆率均相对较低。

? 2021 年外资进入中国债市展望及影响因素分析

整体上看，我们认为 2021 年外资或仍将延续较强的流入趋势，预计 2021 年前三季度外资流入中国债市的速度将延续 2020 年的平稳高速增长，第四季度随着中国国债纳入富时罗素世界国债指数（WGBI），外资流入速度或将进一步提升。但同时也要看到扰动外资流入中国债市的因素仍然较多，包括海内外经济景气度恢复情况、中美利差走势、汇率变化情况、债券市场对外开放政策变化情况、债券指数被动配置变化情况等因素都可能对外资 2021 年流入中国债市产生影响。

风险提示：经济修复速度不及预期，政策变化超预期，汇率变化超预期

《超越安防，赋能行业》

——视频物联行业研究报告

分析师：耿军军 （执业证书：S0020519070002），联系人：陈图南

报告要点：

？两大巨头持续领航行业，视频物联迎来第二增长曲线

视频物联行业呈现双寡头的格局，本篇报告主要以海康威视与大华股份的视角，对行业的发展变化进行一定的分析和阐释。两家公司技术领先，护城河深厚，多年来营业收入与归母净利润稳健增长，在外部环境不确定性及疫情冲击下呈现较强的抗风险能力。我们认为，当下的视频物联行业在行业景气度回升、企业智能化业务快速推进以及软件 AI 附加值持续提升等因素的共同促进下，有望迈入新的阶段。

？驱动因素一：政府支出持续回暖，行业景气度逐步回升

目前，国内疫情已经得到有效控制，经济社会发展各项工作走上正轨，财政收入回归正常，政府支出持续回暖，有望拉动行业景气度持续回升。根据海康威视 2020 年 11 月 6 日的公开调研纪要：“政府端业务整体趋势向好，部分细分领域看到明显复苏迹象，部分细分领域负增长收窄”。我国安防行业规模持续增长，根据中安协数据，2020 年行业总收入预计可达 8000 亿元，年增长率达 10%以上。

？驱动因素二：企业智能化蓝海，打开行业天花板

智能化改造业务有望起到引擎作用，带动企业端业务快速增长。随着国内各行业集中度逐步提升，企业管理难度随着规模增长而变大，智能化改造有望为企业带来资源优化和效率提升。以海康威视为例，2019 年，在贸易环境和宏观经济环境的不利影响下，EBG 业务同比增长 23.88%，成为三大 BG 中增速最快的业务；2020 年上半年，在新冠疫情的不利影响下，EBG 业务逆势增长 20.15%。

？驱动因素三：软件 AI 价值提升，打破市场刻板认知

软件与 AI 在产品与解决方案中占比的不断增大有望打破市场对行业既有的刻板印象。我们认为，海康威视与大华股份以视频能力为核心，嵌入式软件和平台软件能力持续提升，叠加 AI 能力持续赋能，已经逐渐从“安防”这一固有标签中脱离出来，成为提供智能物联网解决方案和大数据服务的供应商，估值水平有望提升。

？投资建议：

我们认为视频物联行业有望迎来新的发展阶段：1）行业景气度持续回升；2）企业智能化业务打开万亿蓝海市场；3）软件与 AI 附加值持续提升改变市场认知；4）供应链风险不断减小，海外业务逐步恢复，创新业务高速发展。建议关注：海康威视、大华股份。

？风险提示：

新冠肺炎疫情反复；企业数字化转型的需求不及预期；海外市场拓展不及预期；创新业务发展不及预期；行业竞争加剧等。

重要新闻

- 银保监会主席郭树清重磅回应房地产、不良贷款及贷款利率等热点问题。郭树清表示，目前房地产金融化、泡沫化倾向还比较强，必须既积极又稳妥地促进房地产市场平稳健康发展。关于银行业不良贷款处置，郭树清表示，去年处置不良贷款超 3 万亿，今明两年规模或还会加大。今年整个市场利率在回升，估计贷款利率也会有回升。澎湃新闻指出，郭树清提到的贷款利率会提升，主要指前期一些贷款财政贴息等政策会退出，而不是口头加息。
- 美国三大股指集体收跌。道指跌 0.46%，纳指跌 1.69%，标普 500 指数跌 0.81%。科技股遭重挫，苹果跌超 2%，英特尔跌近 3%，特斯拉跌超 4%，推特跌超 5%。新能源汽车股全线走低，蔚来汽车跌超 13%，小鹏汽车跌超 11%。
- 国务院领导人对全国春季农业生产工作电视电话会议作出重要批示，加大粮食生产政策支持力度，充分调动农民种粮和地方政府抓粮积极性，确保粮食产量稳定在 1.3 万亿斤以上。推动种业翻身仗起好步；稳定生猪生产，做好重大动物疫病和病虫害防控。全力保障国家粮食安全和重要农副产品有效供给，为实现全年经济社会发展目标任务打下坚实基础。
- 天山股份重组迎来关键方案落地！最新收盘市值仅为 177 亿元的天山股份公告，拟以 981 亿元“蛇吞象”收购水泥资产。收购完成后，新的上市公司总资产将超过 2500 亿元，营收体量、水泥熟料产能等方面将超过目前 A 股“水泥一哥”海螺水泥。
- 财政部部长刘昆表示，加强宏观经济政策协调，统筹疫情防控和经济复苏，避免过早退出经济支持措施。2021 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度。推动数字经济和绿色转型，积极落实碳达峰和碳中和目标。
- 央行公开市场周二开展 100 亿元 7 天期逆回购操作，当日有 100 亿元逆回购到期，完全对冲到期规模。资金面宽松，Shibor 短端品种集体下行。隔夜品种下行 37.9bp 报 1.775%，7 天期下行 5.9bp 报 2.157%，14 天期下行 2.4bp 报 2.196%。

国元证券股份有限公司
GUOYUAN SECURITIES CO.,LTD.

投资评级说明：

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。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。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资标的的投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。 网址:www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编： 230000	邮编： 200135
传真： （0551）62207952	传真： （021）68869125
	电话： （021）51097188