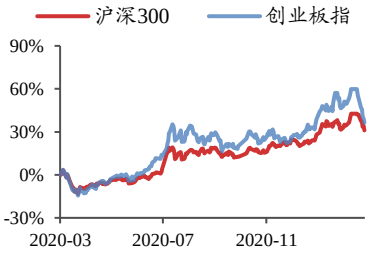
2021 年 02 月 28 日

开源晨会 0301

——晨会纪要

市场快报

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(%)
公用事业	0.04
通信	-0.13
纺织服装	-0.27
计算机	-0.5
商业贸易	-0.96

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-4.33
银行	-3.61
国防军工	-3.22
休闲服务	-3.13
采掘	-3.09

数据来源：贝格数据

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

观点精粹

总量视角

【策略】收益之花，终会再开

【策略】开源金股，3 月推荐

【宏观经济】10Y 美债破 2%风险三论：不要过度“依恋”美联储

【金融工程】北上南下资金行为画像（2021 年 2 月 27 日）

【金融工程】交易行为因子绩效月报（2021 年 2 月）

【金融工程】资产配置月报（2021 年 3 月）

【中小盘专题】新三板转板细则落地，打通中小企业成长上升通道

【中小盘专题】展望 2021，定增市场相对二级的吸引力将显著提升

【中小盘专题】风险偏好降低，寻找低估值隐形冠军

【固定收益】鲜菜中蕴含的通胀密码：关于 5 年来新高的菜价

【中小盘专题】强化信息披露，提升 IPO 常态化下的上市公司质量

【中小盘专题】转板制度正式落地，打通精选层至 A 股上市的“快速通道”

行业公司

【石油化工】油价创 13 个半月新高，涤纶长丝需求复苏加快

【通信】世界移动大会助力 5G 应用普及，5G 好用加速推进

【非银金融】继续推荐顺周期保险股，看好券商财富管理主线

【农林牧渔】猪病影响仍在持续，2021 年猪价有望超预期

【计算机】周观点：2021 年，高度重视网络安全板块

【新能源与电力设备】龙头引领长期成长，短期关注上游涨价

【化工】助剂系列二：汽车轮胎产业链回暖，橡胶用酚醛树脂量价齐升

【食品饮料】基本面是重要支撑，短期波动不改长期趋势

【化工】化工板块大幅调整迎配置良机，继续看好化工龙头

【商贸零售】贝泰妮创业板注册获批，2020 年业绩同比增长 32%

【煤炭开采】高库存煤价回归绿区，需求恢复有望提供支撑

【新能源与电力设备】龙头区域与龙头企业共振，引领电动车渗透率加速提升

【电子：深南电路(002916.SZ)】内资 PCB 标杆，打造“3-in-One”战略布局

【计算机：中望软件(688083.SH)】厚积薄发，工业软件龙头扬帆起航

【房地产：碧桂园服务(06098.HK)】开启收购上市公司先河，规模优势明显

【电子：晶丰明源(688368.SH)】下游需求高度景气，业绩呈现加速增长

【计算机：福昕软件(688095.SH)】云转型与渠道建设成效显现

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】2020 年再创佳绩，“内容+电商”双擎驱动未来增长

【轻工：太阳纸业(002078.SZ)】Q4 净利润率环比提升，产品涨价有望带来盈利释放

研报摘要

总量研究

【策略】收益之花，终会再开——投资策略月报-20210228

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 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

核心矛盾凸显，“持币过节”得到验证

我们在 2 月月报《黎明前的黑暗》中建议投资者及时兑现收益，“持币过节”，背后原因在于市场的核心矛盾——流动性宽松的预期与经济修复的现实不可调和，而节后的通胀预期高企则激化了这一矛盾，近期 A 股和美股出现了共振式下跌，两个市场的“核心资产”靠前：对于 A 股来说则是食品饮料、新能源、医药，对美股而言主要是互联网、生物科技、必需消费品。美债利率的上行和全球风险资产的调整都是“流动性宽松”与“经济增长”这一核心矛盾演化的两种结果。

调整预计阶段性缓和，但请勿回头

缓和的理由有二：第一，美债实际收益率上行指示的远期流动性与经济预期的矛盾或已阶段性度过最快时期，历史上由经济复苏预期带来的实际利率上行幅度在 60bp 左右，而 2021 年 2 月以来，经历 15 天，实际利率已上行 46BP，历史上可参考的时期为 2009 年 Q1 与 2015 年 Q2，这两个时期实际利率均上行约 60bp，分别历时 21 天与 44 天，下一斜率抬升需要美联储的政策收紧意图，往 2%之路方向明确，但趋势缓和；第二，近期 A 股的调整使其向价值安全线回归，根据我们年度策略报告，2021 年 A 股将面临收益率向 ROE 回归的压力，这种超跑在近期市场调整中得到了“纠正”：即使认为 2019 年以来的核心资产重估或者 2020 年以来的“疫情牛”估值扩张需要修正，当下市场主流指数基于 ROE 的年内预期收益率在最近市场调整后已经转正。但是，风格来看，其中大盘成长股仍然透支，部分核心资产的未来值得关注。

从“害怕错过”变为“担心损失”

市场的长期价值安全线正在出现，但是我们不排除价格仍然可能在一定时期内向下偏离——就如它曾经向上偏离一般。当下市场定价的驱动逻辑正在从过去的相对收益者主导的“害怕错过”变为以绝对收益者主导的“担心损失”：尽管我们监测的公募基金负债端的代理变量并未出现市场担忧的“负向正反馈”信号，但是我们测算的新基民持基收益率正在接近历史上触发最大赎回概率的-5%的区间。另一方面，核心资产的定价权又一次戏剧性的交回到外资手中：当下公募基金可能无法承接外资在 A 股和港股两个市场因无风险利率上升对于中国核心资产的撤离，而这一切又会反过来影响公募基金的净值波动，庆幸的是这一切还未发生。我们提醒投资者，是时候重新重视交易能力和轮动能力：我们的历史回测显示市场赚钱效应下滑时，换手率较高的基金往往能够获得明显相对收益。

勇于择机：机会在波动中，不在趋势里

经济当下仍在复苏过程中，全球经济未来终将走向复苏的共振。但是，节奏的错位和市场投资者主导逻辑的变化将是我们不得不应对的事情。我们无法给出可以“一劳永逸”的建议，当下我们认为应该配置：以地产、保险、银行、交通运输、建筑、农林牧渔为代表的 PB-ROE 视角的价值股。“顺周期”仍是未来可以押注的进攻方向，主题投资推荐：低估值+主题投资期权的“一带一路”板块。

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

【策略】开源金股，3 月推荐——投资策略专题-20210226

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

策略：不念过去，不畏将来

近期市场调整背后的深层次原因是：投资者开始在通胀预期上行中意识到“增量资金不止”和“经济复苏持续”之间的矛盾，逐步规避高估值的风险。我们认为不用过度恐慌，当下核心的任务，仍然是寻找价值之锚，重视收益率向长期 ROE 水平回归，即使投资者对择时与交易能力并不看重，但也应该基于市场当下的风险与收益比变化做出“择机”的战略调整：尊重市场已经做出的选择，不一味强调贪婪或恐惧，而是从容在未来市场中，把握机遇。过往投资重视的长期逻辑仍然重要，但短期盈利和估值的匹配在当前需要被系统性重视。宏观环境正在发生变化，投资者应该积极求变，利用通胀的两面性，追求风险调整后收益：一、对于通胀交易本身而言，我们推荐：透支程度相对于议价能力被低估的行业：钢铁（板材）、油服、纺织制造，以及估值仍在合理区间，具备高景气基础的：化工（钛白粉、化纤、氟化工）、有色金属（铜、铝）。二、考虑到通胀终将对“高估值”带来压制，我们建议调整思路，寻找更好风险收益比的标的：以银行、保险、地产、交通运输为代表的低估值板块、“积极防御”象限中的农林牧渔板块以及“高赔率”的通信板块。主题投资推荐左侧布局具有低估值+主题投资期权的“一带一路”板块。

金工：基于行业轮动模型的 3 月行业多头

基于行业轮动模型，3 月行业多头为：钢铁、综合、食品饮料、休闲服务、房地产、有色金属、轻工制造、汽车、农林牧渔。

化工：万华化学（600309.SH）、三友化工（600409.SH）

万华化学受益于海外需求复苏，2021 年 MDI 行业或维持景气，业绩将明显修复。三友化工产业链高度循环，景气度受益于海外需求及国内经济复苏。

煤炭开采：金能科技（603113.SH）

焦炭价格上涨可有效对冲减产，维持焦炭主业根基稳健，转型烯烃打开成长空间。

石油化工：桐昆股份（601233.SH）

需求复苏，有望迎来“金三银四”行情；浙石化投资收益丰厚&具广阔成长空间。

房地产：保利地产（600048.SH）

坚持“一主两翼”战略，团队经验丰富，央企背景帮助公司进一步提升竞争力。

非银金融：中国太保（601601.SH）

保费增速改善，长端利率上行，看好估值修复机会，转型 2.0 阶段或将产生效果。

中小盘：盐津铺子（002847.SZ）、青鸟消防（002960.SZ）

产品+渠道双轮驱动下，盐津铺子快速成长为零食散称渠道的绝对龙头。青鸟消防是消防报警行业龙头，优势显著，自研芯片将降本提效，通过收购切入海外。

农林牧渔：牧原股份（002714.SZ）

养殖成本低于同行，产能快速扩张，有望凭借超额盈利和出栏量扩张穿越周期。

机械：海容冷链（603187.SH）

产品竞争力明显、经营效率突出，有望长期持续提升份额。

风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

【宏观经济】三论 10Y 美债破 2%风险：不要过度“依恋”美联储——宏观经济专题-20210228

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008| 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

10Y 美债利率持续上行、导致美股调整之际，部分市场观点寄希望于美联储加码宽松。但从历史经验来看，10Y 美债利率及美联储政策，都是经济趋势的追随者。

美联储操作大多时候不会盯住市场波动，仅在流动性危机出现时会

货币政策目标要不要盯住资产价格，一直是个有争议的话题；现实操作中，美联储操作大多时候不会盯住，仅在市场波动引发流动性危机时会。比如，1987 年、2020 年，美股剧烈调整、导致流动性危机爆发后，美联储实施了快速降息。大部分时段，美联储操作并不盯住资产价格，历史上曾多次在美股回调期间大幅加息。2 月以来，多位美联储官员表示美债上行是经济基本面改善的自然结果，无一官员表示要加码宽松。虽然 10Y 美债利率上行、导致美股调整，但美国经济 2 月以来持续向好，美元拆借利率及企业信用利差均处于历史低位。美联储内无一官员表示要加码宽松，多位官员称不担心美债上行、认为后者是经济向好的自然结果。

美联储操作不需要配合财政扩张

历史经验显示，美联储的货币政策操作不需要配合财政政策。美联储拥有高度的政治独立性，不受美国政府或国会的行为干扰。回溯以往美国财政扩张阶段，美联储既出现过持续降息，如 1989-1992 年、2000-2003 年及 2008 年。同时，美联储也曾大幅收紧货币政策，如 2018 年连续加息 4 次、并持续加快“缩表”节奏。2020 年下半年以来，美国财政持续扩张、10Y 美债利率不断上行的同时，美联储也未扩大国债净购买规模。从美联储资产负债表的变化来看，2020 年 6 月至 11 月，美联储每月国债净购买规模在 650 至 962 亿美元之间；2020 年 12 月，及 2021 年 1 月、2 月，美联储对国债的净购买规模分别为 823、772、785 亿美元。

10Y 美债及货币政策的主导变量是经济趋势

回溯历次美股调整及美国财政扩张阶段，美联储货币政策及 10Y 美债表现不一背后，与美国经济基本面的趋势变化密切相关。总结规律来看，历次美国经济趋势向好阶段，如 2018 年，无论美股调整及财政扩张幅度如何，美联储最终均选择了收紧货币政策，10Y 美债利率持续大幅上行。与之相反，美国经济开始趋势恶化时，美联储往往快速放松货币政策，10Y 美债利率也进入到下行通道中。伴随美国经济修复加快及通胀压力大幅抬升，重申 10Y 美债破 2%风险、对高估值资产存不利影响。美国经济修复阶段，10Y 美债利率和 CPI 的节奏走势相近；历次 CPI 同比升至 2%以上阶段，10Y 美债利率均破 2%。伴随美国疫情改善、经济修复加快，叠加油价上涨，美国 CPI 同比或于 3 月后升至 2%以上、高点甚至可能超 4%。受此影响，10Y 美债利率破 2%风险较大，易加大高估值资产波动。

风险提示：因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

【金融工程】北上南下资金行为画像（2021 年 2 月 27 日）——金融工程定期-20210228

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

北上资金近三个月累积净流入约 1120 亿，近一周（2 月 22 日-2 月 26 日，下同），由于 A 股进入调整模式，北上资金亦有一定的净流出。

近一个月（2021 年 2 月，下同）中，按照增持规模的大小，外资银行和外资券商均增持了有色金属、农林牧渔和传媒等行业；二者继续大幅减持食品饮料行业；医药生物和电子行业外资则出现了较大的分歧，外资券商净卖出，外资银行净买入。值得注意的是，外资银行在电气设备行业依然在大幅净流入。

近一个月三大宽基指数外资整体均呈现净流出状态，其中沪深 300 指数和中证 1000 流出幅度相对较大，中证

500 指数净流出幅度相对较小。

北上资金近一个月在价值和成长风格个股上偏好差异不明显，近一周外资在两种风格上均有一定的流出，成长风格流出规模相对更高。从托管机构来看，外资银行在成长风格个股近一周减仓相对明显，外资券商近期在不同风格成份股上净流入规模差异不明显。

南下资金行为画像

本月（2021 年 2 月，下同）受港府印花税上调以及美债收益率持续上行，港股市场震荡，恒生指数和恒生港股通指数“回吐”了春节前积累的涨幅。恒生指数和恒生港股通指数 2 月分别上涨了 2.46%和 2.09%。2 月整体净流入 749.3 亿港元，较 1 月的 3106.2 亿港元大幅下降。另外 2 月南下资金的日度净流出达到了历史最高水平。我们将港股通的净流入通过持仓估算拆分到四类托管机构：港股通、港资机构、中资机构、国际机构，可以看到 2 月港股通净流入大幅放缓，而中资机构和国际机构由净流出转为净流入。港股通 2 月净流入居前的行业为传媒、通信、化工，净流出居前的行业为汽车、电子、电气设备。我们对四类托管机构 2 月的持仓收益进行估算：中资机构本月收益率最高，而港股通本月收益约 0.1%居第四。

北上资金持仓概览

从存量看，上海机场退出沪港通十大重仓股榜首位置，科博达取而代之；深港通中泰格医药外资持仓占比下滑明显，降至深市第十位。

从增量看，近一个月北上资金大幅买入宁德时代，累计净买入额约 81 亿元，居净买入榜首。贵州茅台近一个月外资减持金额最高，约 78 亿元，上海机场因为与日上的一纸协议被外资大幅减持，大幅净流出-35.1 亿元，也因此失去沪市外资持仓占比第一的位置。

近一个月，外资银行净增仓占比最高的个股与全体机构偏好基本一致，科博达净增仓比例高达 13.84%，远超其他个股；外资券商净增仓占比最高个股中，顺络电子和拓斯达入选全体机构十大净增仓股票池。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】交易行为因子绩效月报（2021 年 2 月）——金融工程定期报告-20210228

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及时监控交易行为类因子的动态表现。

全历史区间：理想反转因子、APM 因子表现较好，聪明钱因子、理想振幅因子表现优异

理想反转因子在全历史区间的 IC 均值为-0.054，rankIC 均值为-0.066，信息比率为 2.78，多空对冲月度胜率为 79.39%。

聪明钱因子在全历史区间的 IC 均值为-0.04，rankIC 均值为-0.06，信息比率为 2.92，多空对冲月度胜率为 80.65%。

APM 因子在全历史区间的 IC 均值为 0.034，rankIC 均值为 0.035，信息比率为 2.46，多空对冲月度胜率为

77.42%。

理想振幅因子在全历史区间的 IC 均值为-0.06，rankIC 均值为-0.076，信息比率为 3.46，多空对冲月度胜率为 87.69%。

交易行为合成因子在全历史区间的 IC 均值为 0.079，rankIC 均值为 0.100，多空对冲信息比率 3.99，多空对冲月度胜率为 86.08%。

2 月份：理想反转因子、聪明钱因子、理想振幅因子收益为正，APM 因子收益为负

理想反转因子 2 月份多空对冲收益为 0.89%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75%。聪明钱因子 2 月份多空对冲收益为 1.52%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.67%。APM 因子 2 月份多空对冲收益为-0.13%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.67%。理想振幅因子 2 月份多空对冲收益为 1.11%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.33%。交易行为合成因子 2 月份多空对冲收益为 1.22%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 83.33%。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】资产配置月报（2021 年 3 月）——金融工程定期-20210228

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001| 张翔（分析师）证书编号：S0790520110001| 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

股债轮动模型观点：3 月份低配股票类资产

我们基于宏观视角和技术视角分别构建了股票类资产的择时指标，进一步将择时信号融入风险预算资产配置模型中进行组合权重优化，构建了股债轮动模型。

当股票类资产为华夏沪深 300ETF 时，在全样本区间内，股债轮动组合年化收益率 10.41%，最大回撤 2.32%，收益波动比 1.9。回看股债组合月度收益情况，2 月份组合月度收益率为 0.27%。展望 3 月份，建议配置沪深 300 股票类资产 4.0%权重，配置债券类资产 96.0%权重，整体上低配股票类资产。

当股票类资产为南方中证 500ETF 时，在全样本区间内，股债轮动组合年化收益率 9.09%，最大回撤 3.88%，收益波动比 1.6。回看股债组合月度收益情况，2 月份组合月度收益率为 0.5%。展望 3 月份，建议配置中证 500 股票类资产 4.6%权重，配置债券类资产 95.4%权重，整体上低配股票类资产。

行业轮动模型观点：3 月份看好建筑材料、农林牧渔、银行等

开源金工从交易行为、资金面、景气度等维度出发，分别构建 4 个行业轮动子模型，对一级行业指数进行打分，每月选择分数最高的 9 个行业作为行业多头组合，基准组合为 28 个行业等权组合。

2021 年 2 月份多头行业组合：有色金属、化工、电气设备、机械设备、轻工制造、房地产、公用事业、钢铁、银行，组合平均收益率为 3.59%，基准组合收益率为 1.79%，超额收益率为 1.79%。

2021 年 3 月份行业配置推荐：建筑材料、农林牧渔、银行、建筑装饰、国防军工、有色金属、电气设备、纺织服装、房地产。板块上看多金融、周期板块。

核心行业组合 2021 年 2 月：有色金属、房地产、钢铁、银行、计算机，组合平均收益率为 5.14%，核心行业平均收益率为 1.35%，超额收益率为 3.79%。3 月推荐配置核心行业为：农林牧渔、银行、国防军工、有色金属、房地产。

股基 FOF 组合：2 月组合收益-1.27%，3 月份 FOF 组合详见报告

基于净值的业绩归因方法，每月对偏股主动型基金的选股能力和择时能力进行分析。2021 年 2 月 FOF 组合收益率为-1.27%，沪深 300 指数收益率为-0.28 %。2021 年 2 月（截至 2021-02-25），FOF 组合收益率为 0.98%，主动

股基指数收益率为-1.48%，工银股混指数收益率为-1.64 %。2021 年 3 月份股基 FOF 组合信息详见报告。

风险提示：本报告模型及结果通过历史数据统计、建模和测算完成，在市场波动不确定性下可能存在失效风险；历史数据不代表未来业绩。

【中小盘专题】新三板转板细则落地，打通中小企业成长上升通道——中小盘新三板周报-20210228

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（2 月 22 日-2 月 26 日，下同）要闻：新三板转板细则落地，打通中小企业成长上升通道

2 月 26 日，沪深交易所公布新三板挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法，明确了新三板挂牌公司向科创板、创业板转板上市的申请、审核及上市安排等事宜。对于转板上市条件，沪深交易所均要求与转入板块的首发上市条件保持总体一致。转板公司应当在新三板精选层连续挂牌一年以上。在首发上市条件方面，市值和财务指标要求与科创板、创业板首次公开发行股票上市条件一致，沪深交易所针对新三板精选层转板公司新增股东人数、精选层交易量的要求。在审核程序方面，转板上市属于股票交易场所的变更，不涉及股票公开发行，故仅需进行上市审核并报证监会备案，无需履行注册程序。

市场动态：三板成指下降，跑输同期主板，成交额较上期大幅上升

（1）截至 2 月 26 日，股转系统共有挂牌公司 7976 家，做市交易 508 家，集合竞价交易 7417 家，待挂牌公司 59 家，申报中公司 21 家。本周净减少公司 11 家，其中做市交易减少 2 家，集合竞价交易减少 12 家；分层来看，创新层公司减少 6 家，基础层公司净减少 8 家，精选层公司增加 3 家。

（2）本周三板成指、三板做市均下降。本周上证综指下降 5.06%，收于 3509.08 点；三板做市指数下降 1.16%，收于 1121.17 点；三板成指下降 0.16%，收于 1022.57 点。从板块主题来看， 三板消费主题本周涨幅领跑新三板，上涨 1.00%。三板医药、服务等六个主题板块均下跌，三板活跃主题本周跌幅最大，达到 2.60%。

（3）本周成交总额为 29.51 亿元，较上周 13.32 亿元大幅上升。分定价方式来看：本周集合竞价交易成交额 7.02 亿元，较上周（2021.02.18-2021.02.20，下同）3.25 亿元环比上升 116.00%；做市交易成交额 9.76 亿元，较上周 5.38 亿的成交额环比上升 81.41%。分不同层级来看：本周精选层成交额 12.72 亿元，较上周 4.70 亿元环比上升 170.64%；创新层成交额 10.67 亿元，较上周 5.43 亿元环比上升 96.50%；基础层成交额 6.12 亿元，较上周 3.20 亿元环比上升 91.25%。

（4）做市变动：本周 2 家公司新增做市商，1 家公司做市转竞价，1 家公司竞价转做市。

融资跟踪：新增预案数量大幅下降、实施预案数量有所上升

截至 2 月 26 日，本周新增 2 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 0.20 亿元，环比上周的 20.31 亿元大幅下降。本周 15 家公司公告完成增发，较上周有所上升，合计募集资金 4.73 元，环比下降 49.78%。本周 3 家公司公告进入 IPO 辅导备案阶段，分别为曙光数创、天维信息、大地测绘。

精选层信息：本周大地测绘等 3 家公司进入精选层辅导阶段

截至 2 月 26 日，共有 276 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。本周新增曙光数创、天维信息、大地测绘共 3 家公司进入精选层辅导阶段。

风险提示：新三板政策变化等。

【中小盘专题】展望 2021，定增市场相对二级的吸引力将显著提升——中小盘增发并购双周报-20210228

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（2021.02.06-2021.02.26，下同）重大定增并购案例

（1）顺丰控股定增募资 220 亿元，巩固公司物流核心优势；（2）欣旺达定增募资 39.37 亿元，加码消费锂电领域布局；（3）葫芦娃定增募资 10 亿元，完善药品组合、提升儿童药产能。

定增并购动态及市场表现

（1）本期增发预案公告 18 例，募集金额 447 亿，数量和金额均有所减少；本期 A 股新增公告成功发行案例 19 例，共募集资金 308.7 亿元，发行案例数量和金额较上期均有所下降。本期公告现金参与竞价定增实施 13 例，平均折价率 17.3%，平均收益率 13.6%，平均折价率有所上升，平均收益率有所下降。2021 年至今现金参与竞价定增 60 例，平均折价率为 16.7%，收益率为 15.5%。

（2）本期并购 402 例，并购涉及金额 803 亿，数量及金额均有所下降。从并购标的行业分布看，本期计算机、传媒、建筑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 305 家 A 股公司本期股价平均上涨 8.9%，同期上证指数上涨 0.4%，沪深 300 下跌 2.7%，创业板下跌 8.8%。（2）本期涨幅最佳为吉翔股份，涨幅达到 77.4%。本期涨幅较高主要系有色金属板块概念驱动。

（3）截止至 2021 年 2 月 14 日，新政落地首年内合计按新规发行竞价项目 242 例，其中已有 70 例解禁，最终平均收益率录得 24.7%，胜率达到 70%。收益率前五分别为东方盛虹（156.0%）、宁德时代（141.3%）、新宙邦（140.8%）、富满电子（88.8%）、克来机电（86.0%）。另外尚未解禁的 172 例项目，平均折价率高达 16.5%，目前平均浮盈为 15.2%（近期发行项目较多，拖累整体浮盈）。回顾 2020 年，定增市场高折价保障了高胜率，但是由于整体市场风格偏向大盘蓝筹，β 收益不明显，因而整体定增市场收益率较二级市场而言差距较大，吸引力相对不足。展望 2021 年，在新发预案持续高位、存量项目十分充裕的背景下，折价率持续保持了 15%以上的高位，并且我们认为 2021 年整体折价率将持续保持高位，“黄金坑”机会将继续。但不同于 2020 年，整体市场风格开始分化，代表定增市场风格的中小板指数逐步走强，我们认为 2021 年定增市场相对二级市场的吸引力将显著提升。

股权激励、增持、回购情况

股权激励：本期有 44 家公司推出了限制性股票或股票期权激励。其中正邦科技、新大正、宇通客车、天创时尚、金宏气体激励力度大的同时业绩要求高，建议重点关注。增持：本期同济科技获公司股东增持 5%以上。回购：本期共 34 家公司推出股份回购预案，回购预案上限金额合计 193.9 亿元。回购上限金额前十由高到低分别为美的集团、健康元、鱼跃医疗、万邦达、辉煌科技、广电电气、卧龙电驱、万顺新材、博威合金、步步高。

风险提示：再融资政策变动；并购政策变动。

【中小盘专题】风险偏好降低，寻找低估值隐形冠军——中小盘周报-20210228

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（2 月 22 日至 2 月 26 日，下同）市场表现及要闻：华为推出新一代折叠旗舰机，美的集团发 140 亿回购

市场表现：本周 A 股市场全面下挫，小盘股超跌。上证综指收于 3509 点，下跌 5.06%；深证成指收于 14507 点，下跌 8.31%；创业板指收于 2914 点，下跌 11.30%；大盘指数下跌 8.25%，小盘指数下跌 2.92%。其中，我们重点推荐的公司青鸟消防本周逆势上涨 7.65%。

本周要闻：华为推出新一代折叠旗舰机 MateX2，首发磁控纳米光学膜等技术，定位超高端；数字医疗平台微医控股近期完成了超过 4 亿美元的 Pre-IPO 融资，最快可能于下月向港交所递交 IPO 申请。

本周重大事项：新大正 2 月 23 日发布股票激励计划草案：拟以 26.92 元/股的价格向 17 名激励对象授予限制性股票 125.33 万股（占总股本的 1.17%）。业绩考核要求为：以 2020 年营业收入为基数，2021-2025 年增长率分别

不低于 45%、110%、200%、280%、360%；以 2020 年净利润为基数，2021-2025 年增长率分别不低于 35%、90%、150%、210%、280%。；美的集团 2021 年 2 月 23 日公告，拟采用自有资金以不超过 140 元/股的价格回购 0.5~1 亿股，回购上限 140 亿元。

本周专题：中小市值公司逆袭，寻找低估值隐形冠军

在 IPO 大扩容中小市值公司众多、业绩改善、并购和再融资政策放开的背景下，我们建议投资者关注成长型“小而美”、破圈型“小而美”以及低估值隐形冠军三类中小市值公司的投资机会。在市场风险偏好降低的背景下，短期我们看好低估值隐形冠军的估值修复，中长期我们看好破圈型“小而美”的持续成长，长期我们看好成长型“小而美”龙头由中小市值成长为大龙头。本期，我们梳理了各个细分领域的低估值隐形冠军，主要包括：在传统赛道中具备转型升级优势的龙头（青鸟消防、雪榕生物等）和卡位优质赛道的先发企业（嘉必优、斯迪克等）。

重点推荐主题和个股本周最新动态

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）。

其中，盐津铺子、晶晨股份发布 2020 年业绩快报，科德教育发布股价异动公告。

盐津铺子：公司发布 2020 年度业绩快报，受春节错峰影响 Q4 增速有所回落，剔除春节影响后高增长依旧持续。公司在散装沉重领域的领先优势显著，店中岛模式下未来 3-5 年高增长趋势将延续。

晶晨股份：公司公告 2020 年业绩快报，利润率提升超预期。受益于强劲外需及内需回暖，公司预计全年芯片出货量首次突破一亿颗，其中 Q4 收入 9.73 亿元，营业利润率 13.16%，均创历史新高。若剔除汇兑损失影响，实际利润率更高。

科德教育：公司公告目前正在进行增资控股收购河南某学校的合同谈判；筹划剥离油墨业务也有助于公司聚焦教育主业，转型纯教育公司。

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。

【固定收益】鲜菜中蕴含的通胀密码：关于 5 年来新高的菜价——固收专题-20210228

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

即使当前的蔬菜价格创了 5 年新高，也可能是一个转瞬即逝的现象：

1. 鲜菜价格充其量是 CPI 的一个波动项，鲜菜价格对 CPI 的短期波动的解释力偏高，但与 CPI 的相关性偏低；

2. 蔬菜是刚需品种，需求即使能成趋势，但其早已不是蔬菜价格的主导项；其次，即使蔬菜供应出现收缩，但考虑到蔬菜本身的种植时间短，且相互替代性强，供给也不会让蔬菜价格持续高企下去。

蔬菜价格所蕴涵的通胀信号是从局部品种的价格反映出来的：

1. 当流动性变充裕时，充裕的货币会通过“资金的囤货”作用在蔬菜部分品种的价格上；

2. 这些蔬菜品种往往符合必需品、市值小、易于储存这三个特性，且其价格波动偏大，价格与 CPI 食品周期相关性强；我们所熟知的葱姜蒜为代表的一系列品种即是容易被“资金的囤货”作用的品种；

3. 这些“靶心”蔬菜的价格周期会领先于大多顺周期品种，其核心价值在于其在监测通胀上的敏感性。

当前这些蔬菜价格已经显著上涨，意味着后续一轮消费品通胀周期的到来：

1. 在蔬菜的所有品种中挑选出容易成为“靶心”蔬菜的品种，可以看到，这些蔬菜标的的价格达到了五年以来的新高，其增速水平也在最近三个季度的时间内向上抬了近 80%;

2. 这一轮蔬菜价格高涨的背后并非源于蔬菜自身的“大小年”周期，而是和货币周期有关的资金风险偏好的上升及通胀交易的到来。

长端利率债在短期存在波段机会，但总体利率债的投资价值有限:

1. 当前在观察通胀上，最为确定的线索还是工业品通胀，但如果通胀预期所引发的通胀交易把消费品通胀同时拉高，货币政策在中期收紧的趋势会变得更为清晰;

2. 预计利率债最多出现交易性机会，不会存在趋势性机会。短期来看，因货币政策不会迅速收紧，且银行资产端加久期的缘故，长端利率债存在一些波段机会，但总体利率债的投资价值是相对局限的。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

【中小盘专题】强化信息披露，提升 IPO 常态化下的上市公司质量——中小盘 IPO 专题-20210228

孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

IPO 发行常态化，注册制以来发行审核效率显著提高

A 股历史上曾经历 9 次 IPO 暂停与重启，最近的一次暂停发生在 2015 年 7 月，后于同年 11 月重启。自最近一次重启以来，A 股 IPO 发行逐渐常态化，并在注册制的推动下持续扩容，每年 IPO 公司数从 2015 年的 30 家迅速扩充至 2020 年的 396 家，对应募资额则从 110.8 亿元大幅提升至 4699.6 亿元。注册制改革还推动 IPO 发行审核效率的显著提升，2020 年科创板和主板公司从 IPO 申请受理到上市平均用时分别为 256 和 540 天，创业板平均用时则从核准制下的 555 天大幅缩短至注册制下的 106 天。与历史上因为审核周期长导致的“堰塞湖”不同，当前 IPO 申报排队企业数量的增长更多反映的是注册制改革激发的市场活力，以及各方对国内资本市场信心的强化。

强化现场检查等上市审核全链条监管，提高首发企业信息披露质量

IPO 常态化发行的同时，也有发行人和保荐机构对注册制的内涵与外延理解不全面、对注册制与提高上市公司质量的关系把握不到位、对注册制与交易所正常审核存在模糊认识，导致其抱有“带病闯关”的侥幸心理。对此，近期监管层抽取了 20 家申报 IPO 企业进行信披质量现场检查，其中已有 16 家选择了撤回 IPO 申请，撤回比例高达 80%。对申报企业实施现场检查，是发行上市审核全链条监管中的重要一环，是进一步加强首发企业信息披露监管的重要手段。强化对 IPO 排队企业的现场检查，并不是变相收紧 IPO 节奏，而是为了更好地把握注册制下信息披露这一核心，支持真正优质的企业上市。截止 2021 年 2 月 19 日，证监会共核准或同意注册 66 家企业 IPO，与 2020 年同比有较大增长，环比则保持平稳。可见，在强化以信息披露为核心的上市监管的同时，IPO 发行仍然保持常态化。

严把上市“入口关”，形成提高上市公司质量的工作合力

此前国务院印发的《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》中，明确提高上市公司质量是下一阶段我国资本市场改革的重中之重。而与健全上市公司退出机制相对应，把好上市“入口关”同样是提升上市公司质量的重要环节。2019 年正式开板以来，科创板累计受理企业 540 家，通过审核问询、现场督导和自律监管等全链条监管，共淘汰了 80 多家，每年的审核淘汰率保持在 17%左右。深交所方面，截至目前其共对 32 家 IPO 项目的保荐人实施现场督导，其中 20 家已因此主动撤回申请，另有 10 余家公司因未能及时回复问询而主动撤回申请或被终止审核。可见，交易所在上市“入口关”上发挥着积极的作用，有效减少了企业“带病申报，抢跑占位”。另外，《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》还明确提出要“形成提高上市公司质量的工作合力”。而此次对 IPO 公司的集中现场检查，由我国证监会统一部署，证券业协会组织抽签，最后由上交所和深交所执行现场检查及后续监管

工作，很好地体现了监管联动机制的作用。

风险提示：政策变动风险等。

【中小盘专题】转板制度正式落地，打通精选层至 A 股上市的“快速通道”——中小盘 IPO 专题-20210227

孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 任浪（分析师）证书编号：S0790519100001| 丁旺（联系人）证书编号：S0790120040007

转板制度正式落地，明确精选层公司转板上市的具体实施路径

2021 年 2 月 26 日，上交所和深交所分别发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法（试行）》和《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法（试行）》（以下统称《转板上市办法》）。《转板上市办法》在此前的征求意见稿基础上进一步完善，对新三板精选层公司转板至科创板或创业板上市的相关标准、审核程序以及各类衔接制度等方面予以明确。2021 年 7 月，首批精选层公司挂牌将满 1 年，《转板上市办法》的高效落地使精选层公司转板上市的具体实施路径得到了明确，从制度层面真正打通了新三板精选层至 A 股上市的“快速通道”。

转板上市基本标准保持一致，多制度保障转板前后有序衔接

《转板上市办法》要求申请转板的公司需要相应满足科创板或创业板现行的上市市值与财务指标等发行条件并符合科创板或创业板定位。同时针对精选层公司特点，要求申请转板公司须在精选层持续挂牌 1 年以上，股东人数不低于 1000 人，且在规定期间内股票累计成交量不低于 1000 万股。目前已挂牌的 51 家精选层公司中，共有 25 家/46 家公司满足转板科创板/创业板的市值与财务指标（数据截至 2019 年年报）。若结合股东人数和成交股数指标，这一数字分别为 11 家和 24 家（数据截至 2021 年 2 月 26 日）。除了在上市基本标准方面与科创板和创业板现行制度保持一致，《转板上市办法》还从交易和限售制度等方面作出了衔接安排：（1）明确转板上市首日的开盘价原则上为转板公司在精选层的最后一个收盘价；（2）考虑到转板公司在精选层挂牌之前以及在精选层挂牌期间分别至少已执行一年的限售期，因此精选层转板上市后，控股股东、实际控制人以及董监高的限售期设置为 12 个月。

审核程序进一步优化，打通精选层转板至 A 股上市的“快速通道”

为了更好地促进不同市场间的互联互通，《转板上市办法》还优化了精选层公司转板上市的审核程序：（1）考虑到精选层公司已经历公开发行并已接受持续监管，《转板上市办法》将交易所转板上市审核期限从首次公开发行的 3 个月缩短至 2 个月；（2）为了提高信息披露质量，将转板公司回复审核问询的时间由征求意见稿的 2 个月延长至 3 个月；（3）明确由于转板上市不涉及新股发行，无需履行注册程序，且将同意转板上市决定有效期缩短至 6 个月。根据上述规定，我们预计符合条件的首批挂牌精选层公司最快可在 2021 年 4 季度初实现转板上市，转板将成精选层公司实现 A 股上市的“快速通道”，从而极大地促进多层次资本市场的互联互通。

风险提示：政策变动风险、流动性风险等。

行业公司

【石油化工】油价创 13 个半月新高，涤纶长丝需求复苏加快——行业周报-20210228

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价创 13 个半月新高，涤纶长丝需求复苏

截至 2 月 26 日，Brent 原油价格为 65.97 美元/桶，周环比上涨 3.13 美元/桶；WTI 原油价格为 61.61 美元/桶，周环比上涨 2.37 美元/桶。美国受德州风暴影响产能周环比减少 110 万桶/天，油品总库存周环比减少 1381 万桶，随着疫苗在全球范围内普及、美联储提出保证利率将在一段时间内维持低位，提振市场对于原油需求向好的预期，支撑油价持续上行，创 13 个半月新高；聚酯方面，本周（2021.02.22-2021.02.26，下同）双原料大幅拉涨，江浙地

区化纤织造综合开机率提升至 44.50%，预计 3 月初织造行业将恢复正常运转，涤纶长丝需求复苏加快；根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 1-5 天/7-13 天/16-22 天，已处于历史较低水平，行业低库存环境有利于迎来“金三银四”行情。天然气方面，原料气供应增加、液厂开工率上升，LNG 价格指数为 3501 元/吨，周环比下行 3.82%。受益标的：(1)民营大炼化：桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹；(2)轻烃裂解：卫星石化、东华能源；(3)油服龙头：中海油服；(4)煤制烯烃龙头：宝丰能源；(5)民营加油站：和顺石油；(6)受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

供需双降&去库持续，疫苗普及&货币宽松政策支撑油价上行

供给收缩：根据 EIA 最新数据，2 月 19 日当周，美国原油产量为 970 万桶/天，在德州冬季风暴影响下，周环比减少 110 万桶/日，影响产量超 10%。Baker Hughes 公布 2 月 26 日的当周数据，美国活跃钻机数量为 402 台，周环比增加 5 台；去库持续：2 月 19 日当周，美国商业原油和油品总库存为 12.85 亿桶，周环比减少 1381.2 万桶。其中，商业原油库存为 4.63 亿桶，周环比增加 128.5 万桶；汽油库存为 2.47 亿桶，周环比增加 1.2 万桶；需求承压：2 月 19 日当周，在德州冬季风暴影响下，美国需求端受到不同程度影响，炼厂方面，维持上周加工能力 1839 万桶/天，开工率周环比下降 14.50%至 68.60%；消费方面，本周美国油品消费总量为 1869 万桶/天，周环比减少 198 万桶/天，馏分油消费 393 万桶/天，周环比减少 52 万桶/天。随着疫苗在全球范围内普及、美联储提出保证利率将在一段时间内维持低位，提振市场对于原油需求向好的预期，支撑油价持续上行。

长丝需求复苏迹象超预期，有望迎来“金三银四”行情

成本方面，节后双原料出现大幅拉涨的态势，由于下游复工节奏超预期，需求推升成本支撑较强；需求方面：本周江浙地区化纤织造综合开机率提升至 44.50%，预计 3 月初织造行业将恢复正常运转，涤纶长丝需求明显增长，加之后期仍有上涨空间，织造企业采购意愿较强；库存方面，根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 1-5 天/7-13 天/16-22 天，已处于历史较低水平，行业低库存环境有利于迎来“金三银四”行情。价格方面，本周 POY 报价 7750 元/吨，周环比上涨 1000 元/吨，FDY 报价 7825 元/吨，周环比上涨 950 元/吨，DTY 报价 9275 元/吨，周环比上涨 975 元/吨。价差方面，本周 PX-石脑油价差扩大 21.63%；PTA-PX 价差扩大 14.21%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 91.72%。

液厂开工率上升，LNG 价格震荡下行

根据百川盈孚，本周 LNG 价格指数为 3501 元/吨，周环比下行 3.82%。供给端，液厂开工率增加，原料气供应量增加，海气进口量增加，市场供大于求，液厂竞争增加。需求端，本周北方局部地区骤然下降，城燃需求提升，春节结束，下游工厂陆续开工，市场需求缓慢提升，本周 LNG 价格下行。

风险提示：原油价格剧烈波动、地缘政治加剧、疫情反复导致需求萎靡风险。

【通信】世界移动大会助力 5G 应用普及，5G 好用加速推进——行业周报-20210228

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005 | 戴晶晶（联系人）证书编号：S0790120040005

全球移动通信大会第一次上海首发，5G 消息助力 5G 应用发展，维持对通信行业的“看好”评级

本周（2021 年 2 月 22 日-2021 年 2 月 26 日，下同）上证综指下跌 5.06%，深证成指下跌 8.31%，创业板指下跌 11.30%。本周一级行业指数中通信板块跌幅为-1.60%。本周通信行业重要事件中，中兴通讯、华为、诺基亚等中标河南电信 2021-2022 年网优协维服务项目，中国移动启动 26 省 SPN 设备新建部分集采；“全连接工业互联网平台”正式上线；华为正式发布 5G ToB 解决方案，中国广电启动“广电 5G 核心网华南中心节点”项目，贵州已建成 5G 基站 20721 个；2021 年世界移动通信大会 MWC 于上海首发；美国三大电信巨头斥资 780 亿美元买下 5G 新频谱，爱立信中标阿联酋综合电信公司 5G 无线接入网络产品和解决方案项目；德国电信启动 5G SA 组网实验。我国 5G 快速建设有望重启，5G 从“可用”到“好用”的进展不断推进，维持对通信行业的“看好”评级。

我国 5G 基站建设数量全球居首，基站快速建设倒逼 5G 应用发展可期

据 GSA 数据统计，截至 2021 年 2 月，在全球 61 个国家/地区中有 144 个运营商推出了商用 5G 网络，根据 GSMA 数据显示，截至 2020 年末，全球 5G 基站数量合计超 100 万站，其中我国已建设 5G 基站 71.8 万站，占全球基站数量 70%以上。考虑 2020 年新冠疫情在不同国家的影响程度，中国 5G 发展快人一步，我国 5G 基站建设数量全球居首，基站覆盖密度仅次于韩国。目前欧洲、日本、美国等 5G 建设及应用均不成熟，韩国 5G 应用主要发展策略为依托本国较充足的内容资源不断丰富 2C 端应用。凭借人口资源优势，我国将成为全球 5G 市场大国，5G 技术方面，华为、中兴通讯是全球通讯设备排名前四厂商，并在 5G 专利上遥遥领先，在政策、市场等利好因素驱动下，中国 5G 应用有望不断保持领先。

5G 反转行情：大空间 5G 应用、预期差 5G 设备，通信运营商边际改善

我们认为 5G 板块有望反转，利好不断并陆续兑现：

一是运营商中国广电的加入带来投资增量，广电作为第四大运营商的加入，将为整个通信板块带来增量资金；

二是美新政府上台预期中美谈判重启有望带来通信估值修复，预计拜登新政府上台后双方磋商及相关谈判将再度展开；

三是参照往年经验，运营商会在 2021 年 Q1 启动设备集采，停滞近半年的 5G 建设有望如火如荼展开，迎来 5G 产业链的业绩边际改善；

推荐标的：中国移动（0941.HK）、中兴通讯（000063）、小米集团（1810.HK），物联网移远通信（603236）、和而泰（002402），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578）；另外基本面有好转的公司也需要重点关注，推荐标的：中天科技（600522）、佳力图（603912）、移为通信（300590）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期。

【非银金融】继续推荐顺周期保险股，看好券商财富管理主线——非银金融行业周报-20210228

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：继续推荐顺周期保险股，看好券商财富管理投资主线

（1）非银金融板块本周（2021.02.22-2021.02.26，下同）明显跑赢指数，券商和保险均处于历史估值底部区域，机构低配，顺周期下看好非银板块的估值修复。保险在资产和负债两端均有顺周期属性，资产负债两端改善下，继续看好保险股投资机会。（2）券商投资延续财富管理主线，继续推荐互联网财富管理龙头东方财富，公司基金销售成长性驱动盈利超预期，目前估值处于历史低点，可转债定价和 1 季报有望成为短期股价催化剂。此外，看好财富管理、资产管理利润贡献较高的传统券商。

保险：资产负债两端驱动，继续看好顺周期低估值保险股投资机会

（1）资产负债两端均现改善，继续看好顺周期低估值保险股的投资机会。通胀预期下，利率上行有利于保险资产收益率扩张，10 年期国债收益率从 2 月初的 3.17%提升至月末的 3.28%；1 月保费披露确认负债端改善趋势，在疫情低基数、保险转型深化和经济复苏的驱动下，预计上市险企 2021 年 NBV 增速有望在 15%以上。（2）中长期看，目前保险行业处于保费增长的新周期起点，保费增长的市场预期较低，超预期概率较大，后续需求复苏情况和保险供给端转型是核心关注点。继续推荐中国太保、中国平安，受益标的新华保险。

券商：关注财富管理投资主线机会，推荐基金销售成长性突出的东方财富

（1）据 Wind 数据，本周新成立股票+混合型基金 17 只，发行份额 596 亿份，同比+109%。2 月累计新成立股票+混合型基金 109 只，发行份额 2655 亿份，较 1 月高基数回落 41%符合预期，2 月发行量仍处于历史较高水平。考虑基金供给加大、居民资产向公募基金转移，全年基金销量和保有量增长仍有望超预期。（2）政策面看，证监会表示将坚持稳中求进原则，深入研究论证推出 T+0 交易的可行性，市场各方意见分歧较大；待评估后将在全市场

稳妥推进注册制；将继续推进扩大融券券源，进一步完善多空平衡机制；新三板转板制度落地；落实公开发行公司债券注册制。预计后续券源供给有望进一步加大，债券注册制利于缩短发债首期。（3）财富管理、资产管理具有高ROE、高估值属性，有望成为券商板块后续投资主线，标的方面，继续推荐互联网财富管理龙头东方财富，看好基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的广发证券、兴业证券和招商证券。

受益标的组合：

保险：中国太保，中国平安，新华保险；

券商：东方财富，广发证券、兴业证券，招商证券。

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】猪病影响仍在持续，2021 年猪价有望超预期——行业周报-20210228

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

猪病影响仍在持续，2021 年猪价有望超预期

2021 年 2 月以来猪病影响仍在持续，预计能繁母猪存栏环比 1 月将继续下滑；淘汰母猪屠宰厂反馈，淘汰母猪量部分区域较年前仍有增加趋势；中小体重猪出栏量较节前无明显好转，我们看好 2021Q2、Q4 猪价表现。近期新出现的非洲猪瘟疫苗低毒力毒株由于病程延迟、症状轻缓，不易被发现，且持续通过口腔和直肠排毒，也将会给非洲猪瘟病毒防控带来新的困难。

本周（2021.02.22-2021.02.26，下同）观点：重点关注猪企α机会，景气优选饲料龙头海大

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。随着下游餐饮逐步恢复，叠加进口水产进口受阻等影响，国内水产价格景气度较高，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：农业跑输大盘 1.63 个百分点

本周上证指数下跌 5.06%，农业指数下跌 6.69%，跑输大盘 1.63 个百分点。子板块看，渔业、种子涨幅居前，分别上涨 2.95%、1.59%；畜养殖、动物保健、宠物食品跌幅明显，分别下跌 7.62%、7.74%、12.91%。个股来看，神农科技（+25.92%）、香梨股份（+14.25%）、中水渔业（+10.89%）领涨。

本周价格跟踪：鸡苗、毛鸡、鸭苗、草鱼、鲈鱼、豆粕价格上涨

生猪养殖：根据 Wind 数据，自繁自养头均利润 1361.52 元，环比下跌 540.00 元；外购仔猪头均利润-150.37 元，环比下跌 529.64 元。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 5.44 元/羽，环比上涨 61.90%；毛鸡均价 9.55 元/公斤，环比上涨 18.63%；毛鸡养殖利润 5.78 元/羽，环比上涨 3.89 元/羽。

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。

【计算机】周观点：2021 年，高度重视网络安全板块——行业周报-20210228

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

市场回顾：本周（2.22-2.26，下同）计算机指数下跌 4.5%，沪深 300 指数下跌 2.43%。

周观点：2021 年，高度重视网络安全板块

网络安全板块公司业绩快报相继披露，景气度快速恢复

（1）尽管受疫情影响，网安板块整体景气度较高。从已披露业绩快报公司的全年收入和利润增速来看，大多符合甚至超出市场预期。其中，深信服（18.92%/5.75%），奇安信（32.04%/33.62%），安恒信息（40.04%/48.19%），绿盟科技（20.29%/35.47%），天融信（17.05%/18.45%），美亚柏科（15.42%/29.71%），山石网科（7.53%/-33.76%）。（2）板块内公司业绩基本呈现逐季加速的趋势，部分公司 Q4 增速尤为亮眼。例如，安恒信息 Q4 单季度收入达到近 40%；天融信 Q4 单季度收入同比增长 46.21%；奇安信 Q4 单季度收入增长约 33.40%，归母净利润增长约 41.04%；绿盟科技 Q4 收入同比增长约 32.49%，利润同比增长 38.31%。

各公司纷纷发布激励/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。

政策落地有望加速，行业景气度有望继续向上

近年来，国家对网络安全《网络安全法》、等保 2.0 条例等重磅政策法规相继落地与实施。展望 2021 年，一方面，等保 2.0、攻防演练等合规性政策的执行力度有望加大，《国家关键信息基础设施安全保护条例》有望出台；另一方面，网络安全实战化演练行动的覆盖范围、实施力度有望进一步增加。此外，2021 年是建党 100 周年，相关重保投入也有望增加。

投资建议：

2021 年，我们看好网络安全行业的高景气，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（拟上市）、鼎捷软件、宝信软件、赛意信息、朗新科技等。（3）信创行业：推荐中国长城、中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国软件、诚迈科技等。（4）智能网联汽车：推荐中科创达；受益标的包括德赛西威、千方科技、道通科技等。（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、同花顺。（6）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，其他受益标的包括思创医惠、万达信息。（7）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。

风险提示：政府及企业 IT 支出缩减；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【新能源与电力设备】龙头引领长期成长，短期关注上游涨价——行业周报-20210228

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

周观点：关注长期成长性，短期上游景气度最好

（1）新能源汽车：近期行业调整主要是之前预期太高，加上目前宏观环境对高估值板块有压力，调整后仍是机会。中长期看，行业从 2019 年的低谷到现在 2021 年的高预期位置，资本市场最好的阶段确实已逐步过去，但行业长期成长性正逐步显现出来，近期上海电动车规划的出台是比较好的体现；短期看，行业仍处于高景气阶段：1 月动力电池产量/装机量分别为 12/8.7GWh，同比 300%左右增长，二月份短暂排产低谷后，三月份景气度将再创新

高，未来一年行业供需都会比较紧张。上游原料是目前我们看好的方向（景气度向上开始阶段、扩产周期慢）；其次，我们看好估值与增速匹配度较好的二线环节和公司，比如负极的中科电气等。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链，只有最优质公司能穿越周期。风险在于增速的下降、与估值的偏离。

（2）光伏：长期看，绿色低碳发展经济体系指导意见落地（为了碳中和），推动光伏、储能加速发展，“十五五”期间国内光伏年新增装机可达 100GW 以上；短期看，硅料、硅片等主要产品的涨价对下游市场有一定压力。我们主要看好龙头和竞争格局的变化，长期看好隆基股份等一线龙头市占率和竞争力的提升；短期看好景气度和竞争格局有变化的环节：硅料、硅片、逆变器等。其次，二线环节中被忽视并具有核心竞争力的公司（比如金刚线供应商美畅股份等）受益。

上海发布加快新能源汽车产业发展实施计划，推动新能源车产业链加速发展

《上海市加快新能源汽车产业发展实施计划（2021-2025 年）》（下简称“计划”）已发布，核心要点有：（1）需求侧：2025 年个人新增购置车辆中 EV 占比超过 50%；公交汽车、巡游出租车、党政机关公务车辆、中心城区载货汽车、邮政用车全面使用新能源汽车；国有企事业单位公务车辆、环卫车辆新能源汽车占比超过 80%；网约出租车新能源汽车占比超过 50%，重型载货车辆、工程车辆新能源汽车渗透率明显提升；燃料电池汽车应用总量突破 1 万辆。（2）供给侧：本地新能源汽车年产量超过 120 万辆；新能源汽车产值突破 3500 亿元，占全市汽车制造业产值 35%以上；建成并投入使用各类加氢站超过 70 座。（3）支持生态主导型企业发展：支持上汽集团发展新能源汽车，2025 年，自主品牌乘用车新能源车型销售占比超过 30%，集团新能源汽车销售占比超过 20%。我们推算 2025 年上海 EV 销量达 34.7 万辆，PHEV 销量 6.9 万辆，对应动力电池需求 21.6GWh。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：上海计划到 2025 年新能源车产量超过 120 万辆

新能源汽车公司层面：宁德时代拟投建时代上汽动力电池生产线扩建项目

光伏行业层面：3 月隆基股份硅片价格全面上涨、通威股份电池片价格上涨

光伏公司层面：通威股份发布 2021-2023 年员工持股计划

风电公司层面：永福股份签订 2088 万元风机工程合同

风险提示：新技术发展超预期、新能源车销量不及预期等。

【化工】助剂系列二：汽车轮胎产业链回暖，橡胶用酚醛树脂量价齐升——新材料行业周报-20210228

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003| 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

本周（2021.02.22-2021.02.26，下同）行情回顾

新材料指数下跌 4.76%，表现强于创业板指。OLED 材料涨 0.59%，半导体材料跌 3.11%，膜材料跌 0.63%，添加剂跌 6.07%，碳纤维跌 4.76%，尾气治理跌 7.41%。涨幅前五为联瑞新材、宏昌电子、格林达、ST 乐凯、激智科技；跌幅前五为金禾实业、联泓新科、天奈科技、国瓷材料、安集科技。

周观察：助剂系列（二）汽车轮胎产业链回暖，橡胶用酚醛树脂量价齐升

高分子材料助剂处于产业链中游的位置，上游为基础化工原料制造业，下游为塑料工业、橡胶加工业、化纤、涂料、黏胶等高分子材料领域。随着日常生活用品、建筑、汽车、工业生产等下游应用市场需求复苏，基础化工原料价格上涨形成成本支撑，我们看好助剂行业迎来“量价齐升”。同时，国内龙头企业凭借产能的大幅扩张，有望抓住行业机遇，进一步提升全球市场份额。

橡胶用酚醛树脂是特种橡胶助剂的主要品种。在汽车制造厂商复工复产、消费政策刺激下，汽车轮胎产业逐步

复苏，带动橡胶用酚醛树脂量价齐升。据彤程新材季度经营数据，2020Q1-Q3，酚醛树脂销量分别为 1.92、2.30、2.64 万吨，二季度以来产销量不断改善；2020 年 12 月，圣莱科特宣布橡胶和粘合剂添加剂的价格上涨 15-20%。我们认为海外巨头已逐步进入存量优化阶段，以彤程新材为代表的国内酚醛树脂产商有望通过扩产实现全球市占率的进一步提升。

重要公司公告及行业资讯

【彤程新材】2 月 24 日，公司全资子公司彤程电子与舟山宁雨签订《股权转让协议》，以 4,365 万元的价格受让舟山宁雨持有的科华微电子 6.72%股权，本次交易完成后，彤程电子将直接持有科华微电子 42.26%股权，与 Meng Technology Inc.合计持有科华微电子 56.23%股权，拟将科华微电子纳入公司合并报表范围。

【濮阳惠成】2 月 26 日发布业绩快报，2020 年公司实现营收 9.13 亿元，同比+34.21%，主要系山东清洋并表及业务增长；归母净利润 1.80 亿元，同比+24.02%。

【瑞联新材】2 月 25 日发布业绩快报，2020 年公司实现营收 10.50 亿元，同比+6.00%；归母净利润 1.75 亿元，同比+18.12%。2020 年公司在 OLED 升华前材料及高级中间体的销售有较大增幅,医药 CDMO 业务收入增幅较大。

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、利安隆、彤程新材、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。

【食品饮料】基本面是重要支撑，短期波动不改长期趋势——行业周报-20210228

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：基本面强劲坚定龙头信心，小而美的细分赛道值得关注

本周（2021.02.22-2021.02.26，下同）食品饮料板块出现大幅波动，核心原因是美债收益率上行，引发高估值板块估值回落，包括医药、电气设备、食品饮料在内的多数板块股价均有下行。我们判断股价的短期波动并不改变长期向好的趋势，未来板块仍乐观展望，核心原因在于食品饮料基本面依旧强劲。春节期间白酒、乳制品、调味品等旺销已成为市场共识，叠加 2020 年同期疫情发生后消费几乎处于停滞状态，低基数效应下预计多数公司 2021Q1 业绩应有较好表现。白酒价格天花板不断上移，结构升级趋势持续。在五粮液价格走高的预期下，估计次高端价格带主战场将升级至 600~800 元价格，次高端价格带参与者较多，价格提升更应是小幅快跑，升级趋势可能贯穿全年。当前估值大幅回落背景下，业绩稳定性成为关键因素，贵州茅台、五粮液等白酒龙头全年仍有机会。

前期食品饮料板块聚焦在蓝筹白马股，市场可能忽视一些细分赛道的小而美的公司。我们更关注一些细分行业龙头的机会。预计奶粉新国标 2021H1 落地可能性较大，时间点可能渐行渐近，预计国内奶粉行业 ARA、DHA 需求将有翻倍提升。下游乳企 2020 年已经提前开展配方研发，新国标出台后龙头乳企可能率先抢注新配方，奶粉行业开启新一轮配方升级，加速奶粉行业的中高端化，公司作为 ARA、DHA 业务的龙头，有望充分受益新一轮奶粉配方升级红利，红利期有望持续 1-2 年。此外受疫情影响，国外奶粉行业为了稳定供应链迫切需要针对核心配方成分开发新的供应商，国际对手帝斯曼专利垄断的区域 ARA 供应已经有所影响，嘉必优为全球第二 ARA 供应商，预计国际下游乳企大客户的推动下嘉必优提前实现供货，公司有望提前实现全球化扩张。嘉必优在细分领域优势明显，成长确定性较高，建议重点关注。

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）中炬高新仍按即定战略有序推进，渠道细化、产品开发等工作仍在进行，长期成长逻辑清晰，预计 2021 年低基数背景下应可加速增长。（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：食品饮料跑输大盘

2 月 22 日-2 月 26 日，食品饮料指数跑输沪深 300 约 6.7pct，主因在于美债收益率上行，引发市场估值中枢下移。前期机构抱团的高估值板块开始回落。

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。

【化工】化工板块大幅调整迎配置良机，继续看好化工龙头——化工行业周报-20210227

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（2 月 22 日-2 月 26 日，下同）行业观点：化工板块大幅调整迎配置良机，我们继续看好化工子龙头

本周化工板块大幅调整迎配置良机，我们继续看好化工子龙头。近期原油价格拉涨对化工品起到成本支撑作用。节后国内商品期货普遍上涨，能化品如原油、乙二醇、塑料等表现强势。站在当前时点，尽管本周化工板块出现较大幅度调整，但多数化工品仍在上涨，化工板块估值溢价仍然较低，我们认为板块迎来配置良机。我们建议把握产品需求持续回暖、行业集中度较高且扩产有序（成长性突出）、行业库存偏低的细分化工子行业：聚氨酯、煤化工、大炼化、化纤（涤纶、氨纶、粘胶）、氟化工、农药、维生素行业等。受益标的：【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；【化纤组合】华峰化学、三友化工、新凤鸣；【子行业龙头】金石资源、云图控股、海利得、巨化股份、山东海化、三美股份、利民股份、鲁西化工、滨化股份。

节后织造业开机率快速上升，且明显高于历史同期

本周（2 月 22 日-26 日）下游织机开工率明显高于历史同期，各化纤品种库存下降，价格持续上涨。根据 Wind 数据，截至 2021 年 2 月 25 日，江浙织机开工率上升为 64%，已恢复至较高水平。2021 年 2 月 25 日为阴历正月十四日，受益于 2021 年“就地过年”号召影响，本周江浙织机开工率明显高于历史同期。长期来看，随着全球流动性宽松，国际宏观形势渐稳，2020 年承压的纺服需求将继续释放，海外供需错配有望延续，我们坚定看好 2021 年上半年化纤产业链有望维持高景气。受益标的：三友化工、新凤鸣、华峰化学、恒力石化、荣盛石化。

本周行业要闻：美国轮胎巨头固特异收购固铂；欧美炼厂存在关闭或转型可能

【轮胎行业】强强联合，美国轮胎巨头固特异收购固铂。据中化新网报道，美国当地时间 2 月 22 日，固特异和固铂宣布达成最终交易协议，固特异将以 25 亿美元的估值收购固铂，预计于 2021 年下半年完成。交易完成后，固特异和固铂将分别持有合并公司 84%和 16%的股份。收购将实现两品牌的优势互补，提升轮胎行业集中度并进一步巩固固特异的行业巨头地位。

【石化行业】前期疫情影响创伤较大，欧美炼厂存在关闭或转型可能，看好中国民营大炼化脱颖而出。据中化新网报道，以意大利、法国为代表的欧洲各国炼油厂从 2020 年 3 月底开始，选择大规模削减运行负荷，或者检修之后不重新开工，西班牙、葡萄牙等工厂甚至部分或全部停产。这也恰恰印证了我们的观点，疫情或将重塑全球化工供给格局，中国有望重构全球石化产业链、供应链和价值链。我们认为，我国民营大炼化具备全产业链优势、装置先进的后发优势、规模化优势和成本优势，预计我国民营大炼化行业领军者最终将脱颖而出。

受益标的：恒力石化、荣盛石化。

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。

【商贸零售】贝泰妮创业板注册获批，2020 年业绩同比增长 32%——商贸零售行业周报-20210227

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062 | 李旭东（联系人）证书编号：S0790120010014

贝泰妮创业板注册获批，2020 年归母净利润同比+32%

本周（2021 年 2 月 25 日），贝泰妮（薇诺娜母公司）创业板注册获批，A 股化妆品板块即将再添新军。本次注册稿，公司更新了财务数据：2020 年公司实现收入 26.9 亿元（+38.5%）；归母净利润为 5.44 亿元（+31.9%）。若按季度拆分，2020H1/Q3/Q4 公司单季收入增速分别为+32.5%/+34.0%/+45.3%，增速逐季提速；归母净利润方面，2020H1/Q3/Q4 单季增速分别为+27.5%/-10.3%/+45.9%。同时公司预告 2021Q1 收入预计 3.8-4.2 亿元（同比增长 19%-31%）；归母净利润为 0.64-0.72 亿元（同比增长 19%-34%）。薇诺娜是我国敏感肌修护领域龙头（2020 年双十一销售额位居国货化妆品第一）。我们认为，敏感肌修护赛道具有空间大、渗透低、增速快、粘性强等特征，是能够持续高速成长的黄金赛道。短期看，敏感肌肤关注度持续升高，后疫情时代口罩佩戴常态化催化抗敏舒缓需求；长期看，护肤理性化趋势和行业监管趋严也将帮助优质头部企业脱颖而出。目前，敏感肌黄金赛道内国货品牌已在产品和渠道端构筑差异化竞争优势，其中优秀代表为薇诺娜：强研发支持下，打造明星产品深受消费者欢迎；渠道/营销方面早期以线下医院渠道切入打造口碑，而后紧抓电商红利发力线上，从而实现连续的高增长和敏感肌修护领域的中国品牌打造。

行业关键词：SHEIN、零售品牌、名创优品、百果园、菜划算等

【SHEIN】时尚服装电商 SHEIN 进军宠物用品市场。

【零售品牌】Brand Finance 发布“全球最有价值零售品牌 100 强”排行榜。

【名创优品】名创优品 FY2021Q2 营收 22.98 亿元，环比增长 11%。

【百果园】水果新零售独角兽百果园拟于深交所创业板上市。

【菜划算】阿里巴巴入股社区生鲜团购平台菜划算。

板块行情回顾

本周（2 月 22 日-2 月 26 日，下同）零售板块（商业贸易指数）报收 3069.46 点，下跌 1.99%，跑赢上证综指（本周下跌 5.06%）3.07 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 8 位。各细分板块中，本周一般物业经营和珠宝首饰行业表现较好，2021 年年初至今珠宝首饰板块表现最佳。个股方面，本周安德利（+25.4%）、东方银星（+23.1%）和*ST 中商（+12.6%）涨幅靠前。

投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“黄金珠宝”三主线布局

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；化妆品板块看好皮肤学级护肤品赛道，受益标的贝泰妮（拟上市）；

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。

【煤炭开采】高库存煤价回归绿区，需求恢复有望提供支撑——行业周报-20210227

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

高库存煤价回归绿区，需求恢复有望提供支撑

本周（2 月 22 日-2 月 26 日，下同）动力煤市场保持弱势运行，秦港 Q5500 现货平仓价继续下跌至 566 元/吨，已重回绿色价格区间内。本周基本面上，供给整体偏向宽松，下游需求逐渐恢复，但仍处于消耗库存阶段，现货价格短期仍缺乏明显支撑：需求方面，节后第二周下游工企陆续开始复工，带动工业用电负荷回升，电厂日耗逐渐从低位恢复，但由于春节期间累库较多，当前仍以消耗库存及长协煤发运为主，现货采购积极性偏弱；供给方面，生产端逐渐复工，产地开工率本周有所增长，同时运力也开始恢复，有助于坑口高位库存的消耗；库存方面，全社会库存较节前均有较明显累积，其中秦港库存环比增长 10%，达 600 万吨，回归往年同期水平。后期判断，供给端，随着旺季结束保供任务完成，同时临近 3 月初“两会”召开，安全检查力度将加大，政策或偏向限产收紧部分供给，煤企方面亦或主动调节生产节奏避免无序竞争引发价格大幅下跌；需求端，随着全社会全面复工，工业用电仍将持续复苏，为煤价提供支撑。总体来看，动力煤价有望在短期内止跌企稳，后续伴随供给收紧和需求释放或迎来反弹，当前仍需关注各环节去库存情况。政策方面，针对几个月以来频发的矿山事故，本周国务院安委会发布紧急通知，要求加强矿山安全生产工作，随着政策对于安检力度加大，当前偏宽松的产地供给或将有所收紧。当前煤炭股估值仍处低位，能源需求预期修复大环境下，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。

煤电产业链：本周港口煤价持续下跌，后期需关注库存消耗情况

本周秦港 Q5500 现货平仓价下跌至 566 元/吨。本周需求持续回升，供给端相对宽松：需求方面，下游工企复工有序推进，工业用电及电厂日耗逐渐回升，但由于春节期间累库较多，当前仍以消耗库存为主；供给方面，产地端节后陆续复工开工率提升，供给端整体宽松；库存方面，全社会累库明显，其中北港库存出现实质性提升。总体来看，当前煤价下跌是季节性回调与市场理性回归的复合行情，后期煤价走势需关注各环节库存消耗情况。

煤焦钢产业链：本周焦煤稳&焦炭跌，焦钢博弈下焦价首轮提降

焦炭方面，本周焦价提降 100 元/吨，结束长达 15 轮提涨，主因焦钢两方博弈加剧，钢企接受程度减弱。需求端，钢厂高炉开工率中高位平稳，本周对焦炭补库力度加强，后期补库节奏或放缓，同时铁矿石价格上涨拉高钢企成本线，因此焦炭价格短期承压。但此次焦价提降或有限：一方面，供给端随着供暖季接近尾声，部分承担供暖任务而延期退出的产能将陆续出清，阶段性的产能收紧空档将更加明显；另一方面，建材市场需求恢复，钢价上涨趋势明显，钢企利润有望改善，焦价压力或减弱，焦企利润仍处高位。焦煤方面，本周价格持续稳定，需求端焦/钢企受利润驱使开工率高位，同时焦企去库存明显；供给端仍然偏紧，产地保持稳定生产，进口方面节后蒙煤通关有所改善，但澳煤禁运带来的紧供给格局仍是主导。考虑整体偏紧的供给格局及煤焦价格传导作用，焦煤或可维持强势。

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

【新能源与电力设备】龙头区域与龙头企业共振，引领电动车渗透率加速提升——行业点评报告-20210226

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

上海发布加快新能源汽车产业发展实施计划，推动新能源车产业链加速发展

《上海市加快新能源汽车产业发展实施计划（2021-2025 年）》（下简称“计划”）已发布，核心要点有：

（1）需求侧：2025 年个人新增购置车辆中 EV 占比超过 50%；公交汽车、巡游出租车、党政机关公务车辆、中心城区载货汽车、邮政用车全面使用新能源汽车；国有企事业单位公务车辆、环卫车辆新能源汽车占比超过 80%；网约出租车新能源汽车占比超过 50%，重型载货车辆、工程车辆新能源汽车渗透率明显提升；燃料电池汽车应用总

量突破 1 万辆。

（2）供给侧：本地新能源汽车年产量超过 120 万辆；新能源汽车产值突破 3500 亿元，占全市汽车制造业产值 35%以上；建成并投入使用各类加氢站超过 70 座。

（3）支持生态主导型企业发展：支持上汽集团发展新能源汽车，2025 年，自主品牌乘用车新能源车型销售占比超过 30%，集团新能源汽车销售占比超过 20%。

2020 年上海新能源汽车上险量 13.7 万辆，同比+104.5%，新能源汽车销量占比已达 22.9%。其中 EV 达 8.9 万辆，同比+261.1%。假定 2020-2025 年上海市汽车销量 CAGR3%，EV 渗透率 50%，PHEV 渗透率 10%，我们推算 2025 年上海 EV 销量达 34.7 万辆，PHEV 销量 6.9 万辆，对应动力电池需求 21.6GWh。

受益标的：宁德时代、恩捷股份、天赐材料、新宙邦、亿纬锂能、当升科技、璞泰来、比亚迪、科达利、三花智控、宏发股份。

龙头加强绑定，深度合作共促新能源车行业发展

2 月 25 日，宁德时代公告称控股子公司（宁德时代持股 51%、上汽集团持股 49%）将投资不超过 105 亿元在江苏溧阳基地建设动力电池生产线扩建项目，项目分两期建设，建设周期为 3 年左右。根据投资额测算项目产能约在 30-38GWh 左右。时代上汽成立于 2017 年，一、二期规划 36GWh，叠加当前规划，预计到 2024 年形成 66-74GWh 的产能，保障上汽集团的动力电池供应。宁德时代此次与上汽集团加强合作，表明两方龙头积极响应上海市对新能源车行业的支持，也为动力电池厂和主流车企深入合作提供模板。

2021 年 1 月动力电池装机 8.7GWh，开启全年高增长

根据 CABIA 数据，2021 年 1 月动力电池产量/装机量分别为 12/8.7GWh，产量同环比分别+317.2%/-20.4%，装机量同环比分别+273.9%/-33.1%。受下游新能源车季节性差异影响，1 月份通常为动力电池装机低谷，基于 2015-2020 年 1 月份装机占全年比重分别为 1.5%/2.0%/0.3%/2.3% /8.0%/3.6%，假设 2021 年 1 月份装机占比为 3%-4%，预计 2021 年全年动力电池装机将达 217-290GWh。

风险提示：终端需求不及预期、新技术发展不及预期。

【电子：深南电路(002916.SZ)】内资 PCB 标杆，打造“3-in-One”战略布局——公司首次覆盖报告-20210228

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

首屈一指的内资 PCB 厂商，首次覆盖给予“买入”评级

公司是中航国际控股、内资规模最大的 PCB 厂商。公司布局“3-in-One”战略，从 PCB 业务延伸至上游封装基板、下游电子装联，充分挖掘客户价值。公司以技术领先为核心竞争战略，凭借前瞻的产业眼光及卡位，2019 年跻身全球前十大 PCB 厂商，全球市占率达到 2.5%。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 115.1/143.0/165.2 亿元，归母净利润分别为 13.2/17.2/20.5 亿元，同比增速为 7.2%/29.7%/19.8%，EPS 为 2.70/3.50/4.20 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 40.7/31.4/26.2 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

卡位高频高速 PCB 加工能力，受益 5G 及汽车电子化趋势

公司 PCB 硬板加工技术实力业内领先，最高量产的层数可达到 68 层，超过同行的 56 层。先进工艺带来行业红利期的新品卡位优势，2019 年公司 PCB 平均单价 3912 元/平米高于可比公司的 1322 元/平米。车用 PCB 受益于汽车智能化渗透趋势，公司积累厚铜及高频材料 PCB 加工技术，进入博世集团、采埃孚、比亚迪、长城汽车、北汽新能源等客户阵营。数通 PCB 领域的行业成长驱动将由 5G 无线侧向网络设备侧迁移，核心设备高速 PCB 线卡板有望向 30-40 层发展，而背板层数将达到 60 层以上，通信产品层次升级将推动细分领域竞争格局优化，公司是国内为数不多的可生产高多层 PCB 的厂商之一，有望受益。

封装基板发力，产业配套步伐加快

封装基板是芯片封装的关键材料，AT&S 预计市场规模将由 2019 年的 4.8 亿美元成长至 2025 年的 9.3 亿美元，年复合增速达到 11.4%。2018 年全球前十大 IC 载板厂商市占率达到 82%，公司封装载板业务位居全球第 12 位，在内资厂商中位列第一梯队。公司封装载板业务有深圳、无锡两大生产基地，持续扩张产能，封装基板应用将从 MEMS 系统切入至高端存储芯片/处理器芯片领域。

风险提示：原材料覆铜板成本上涨、贸易摩擦导致核心客户订单不及预期、核心网络新品客户导入不及预期、封装基板业务导入不及预期、汽车板竞争加剧。

【计算机：中望软件(688083.SH)】厚积薄发，工业软件龙头扬帆起航——新股询价定价报告-20210226

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

公司是国内领先的研发设计类工业软件供应商，产品线齐全，研发实力强

公司作为国内领先的研发设计类工业软件供应商，技术优势显著，产品线齐全。随着下游企业逐渐扩大对研发设计工业软件的需求和国内进口替代的逐渐推进，公司有望凭借技术、产品、客户优势率先受益。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 1.26/1.74/2.45 亿元，EPS 为 2.03/2.81/3.95 元/股。根据 PE 和 PS 估值法，以 2021 年预测数据为基础，我们认为公司市值区间为 206.1-309.15 亿元，合理价值区间为 332.96 -499.43 元/股。

研发设计类工业软件商业价值高，国产替代空间大

（1）研发设计类工业软件研发难度大，商业价值高。一方面，研发设计类工业软件技术含量高，研发难度大，我国企业在研发过程中面临着基础组件受制于人、软件缺少使用场景和人才资源缺乏的困境。另一方面，高准入门槛叠加使用环节的高附加值，研发设计类工业软件商业价值高。

（2）研发设计类工业软件市场需求广阔，国内厂商市占率提升空间大。据观研天下数据预测 2028 年，3D CAD 软件市场将达到约 104.8 亿美元，市场前景广阔，但当前国外厂商在市场份额占比和技术研发方面都占据一定优势。

（3）自主需求+技术成熟+政策扶持，研发设计类工业软件国产替代步伐有望加快。国内企业诉求变化叠加外部环境影响，对自主研发软件需求增加。国内产品历经超 20 年的技术积累，产品参数在部分领域已达海外领先水平。叠加政府政策的大力支持，研发设计类工业软件市占率逐步提升的长期趋势已出现。

深耕 CAD 领域多年，技术优势显著，产品矩阵丰富

中望 CAD 产品力强，应用领域广泛，本土龙头阵营，在国外内市场已经部分替代国际头部品牌。公司高度重视研发技术，关键核心技术拥有自主知识产权，研发投入远高于行业平均，技术壁垒较高。公司产品矩阵不断丰富，未来发展战略清晰，首次募集资金主要用于技术研发和产品升级，着力从 CAD 软件供应商成长为 CAX 一体化解决方案提供商。

风险提示：国产替代进程较慢的风险、技术研发不及预期的风险

【房地产：碧桂园服务(06098.HK)】开启收购上市公司先河，区域互补，规模优势明显——港股公司信息更新报告-20210226

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

物管行业龙头标杆，大象起舞，维持“买入”评级。

碧桂园服务作为物管行业龙头，背靠碧桂园，储备项目充足；增值服务前景广阔，三供一业有效提升盈利规模。我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润 22.87、30.58、40.79 亿元，同比增长 37%、34%、33%，对

应 EPS 为 0.78、1.04、1.39 元，当前股价对应 PE 为 71.7、53.6、40.2 倍。维持“买入”评级。

开启上市物管公司之间收购先河，龙头物管发展再提速

事件：碧桂园服务公告，现金收购蓝光发展旗下子公司蓝光和骏持有的蓝光嘉宝服务（2606.HK）64.6203%股权，交易总代价 48.465 亿元，每股价格 42.1105 元人民币，较当前收盘价溢价 30%。截至 2020H1,碧桂园服务合约面积、在管面积分别为 7.46、3.20 亿平米；2020 年末，蓝光嘉宝服务合约面积、在管面积分别达 2.1、1.3 亿平米，此次收购大幅提升公司管理规模，公司市占率进一步提升。此外，蓝光嘉宝服务盈利能力优异，2019 年实现归母净利润 4.30 亿元，归母口径净利率 20.44%；预计 2020 年归母净利润 5.81 亿元（Wind 一致预期），则收购价对应 2020 年 PE 仅 12.91 倍。

区域互补，提升西南市场竞争力

蓝光嘉宝服务立足西南，是西部地区首家登陆港股的物业企业，布局集中，区域优势明显。2020H1 西南区在管面积达 5199 万平米，在管面积、收入占比分别为 58%、66%。而碧桂园服务在成渝城市群在管面积占比仅 3%，收购将对该区域形成有效补充，提升西南区域市场竞争力。

增值服务整合空间大，协同效应明显

碧桂园服务积极整合社区商业资源，在增值服务上持续探索，2020H1 社区增值服务收入占比 10%，毛利率 66%。蓝光嘉宝服务在生活服务、房屋经纪、商业运营上经营良好，社区增值服务收入占比 17%，毛利率 33%；收购完成后碧桂园服务有望通过自身经营、管控体系提升收购标的增值服务的盈利能力，整合空间大，后续协同效应明显。

风险提示：行业销售规模波动较大；外拓业务不及预期；人工成本上升压力。

【电子：晶丰明源(688368.SH)】下游需求高度景气，业绩呈现加速增长——公司信息更新报告-20210228

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

深度受益国产化替代历史机遇，业绩维持高速增长

2021 年 2 月 26 日，公司发布 2020 年业绩快报，2020 年营业收入为 11.04 亿元、同比增长 26.41%，归母净利润为 0.68 亿元、同比增长-26.24%，其中，2020 年共产生 9273.93 万元的股权支付费用。考虑到公司持续布局的快充和家电产品正处国产化替代的黄金时期，我们上调盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.68/1.68/2.87 亿元（原值分别为 0.58/1.47/2.50 亿元），EPS 为 1.11/2.73/4.66 元，当前股价对应 PE 为 158.2/64.2/37.5 倍，维持“买入”评级。

下游需求高度景气，第四季度归母净利润同步上涨 65.16%

从环比来看，根据业绩快报所述，受益于下游需求高度景气以及在 LED 驱动赛道的领军地位，在 2020 年第三季度营收环比大涨 59.06%的情况下，公司 2020 年第四季度营收为 3.98 亿元、环比上涨 23.36%。从同比来看，结合以往公告和 2020 年业绩快报所述，2019 年第四季度归母净利润为 2314.65 万元，而 2020 年第四季度归母净利润为 3822.80 万元、同比增长 65.16%；进一步，倘若剔除股权支付费用影响，2020 年第四季度归母净利润为 6139.71 万元、同比增长 165.25%。

产品拓展持续推进，高端化跃迁恰逢其时

随着手机端快充时代的到来以及家电端国产化窗口的打开，晶丰明源深度布局快充、家电两大核心赛道，推动公司由消费电子级向工控、通讯级持续跃迁。优质公司的快速成长源于天时、地利、人和的共同推动，对于晶丰明源而言，中美贸易摩擦推动的国产化替代机遇是其天时，国家对张江高科产业园区的大力支持是其地利，“愈发雄厚的研发实力和强大的管理能力”是其人和。我们预计晶丰明源将深度受益于国产手机厂商话语权的提升和家电供

应链国产化替代的机遇。

风险提示：上游产能持续趋紧；中美贸易摩擦不确定性加剧；产品研发进度具有一定不确定性。

【计算机：福昕软件(688095.SH)】云转型与渠道建设成效显现——公司信息更新报告-20210228

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 刘逍遥（分析师）证书编号：S0790520090001

全球领先的 PDF 电子文档解决方案提供商，维持“买入”评级

由于公司研发及市场投入不断加大，我们下调公司 2020-2022 年归母净利润预测为 1.23、1.61、2.01 亿元（原预测为 1.24、1.66、2.16 亿元），EPS 为 2.55、3.35、4.17 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 93.9、71.3、57.3 倍，考虑公司有望持续高速增长，维持“买入”评级。

净利润高速增长，产品市场占有率不断提升

公司发布 2020 年业绩快报，预计实现营业收入 4.70 亿元，同比增长 27.35%；预计实现归母净利润 1.23 亿元，同比增长 65.27%；扣非归母净利润 8,989.60 万元，同比增长 49.86%。2018-2020 年公司收入增速分别为 27.3%/31.35%/27.35%，而全球 PDF 巨头 Adobe 在 2018-2020 财年的收入增速分别为 17%/25%/22%，公司近三年收入增速均高于 Adobe，侧面说明公司产品市占率正在不断提升。

重点关注公司收入结构变化，云转型与渠道建设成效显现

我们认为关注收入增速的同时，更应关注收入结构的变化：其一，从产品分类角度来看，2020 年度 PDF 编辑器与阅读器业务收入同比增长约 30%；其二，公司不断投入云化产品的开发，订阅收入占比提升，2020 年度订阅模式收入同比增长约 50%；其三，渠道收入占比提升，代理销售与官方在线平台的销售收入增长率均超过 30%。其四，国内收入占比提升，公司主要销售区域欧美地区收入同比增长约 25%，中国大陆区域同比增长约 45%。

激励计划覆盖范围广绑定核心员工，高授予价彰显发展信心

公司已公告拟发布 2021 年限制性股票激励计划，拟授予限制性股票 120.35 万股，占总股本的 2.50%；授予价格依据草案董事会决议之日前 20 个交易日（含）股票交易均价的 75%确定，为 185.49 元/股。此次激励对象共计 209 人，占 2020 年底员工总数的 37.66%。激励计划覆盖范围广，有利于实现核心员工与公司共同成长；授予价格较高，彰显发展信心。

风险提示：市场竞争加剧风险；海外经营风险；受新冠疫情影响风险。

【传媒：芒果超媒(300413.SZ)】2020 年再创佳绩，“内容+电商”双擎驱动未来增长——公司信息更新报告-20210227

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

广告及会员收入双增助力 2020 年业绩大增，维持“买入”评级

公司公布 2020 年度业绩快报，2020 年预计实现营业收入 140.02 亿元，同比增长 12%，归母净利润 19.63 亿元，同比增长 70%，主要由新媒体平台运营业务贡献。会员业务方面，公司综艺剧集齐发力，优质内容口碑收视双丰收，推动 2020 年末芒果 TV 有效会员数达 3613 万，同比增长 97%，会员收入预计达 32.55 亿元，同比增长 92%。广告业务方面，公司通过爆款内容实现品牌营销价值，《乘风破浪的姐姐》广告客户超 40 家创纪录，广告收入预计达 41.39 亿元，同比增长 24%。运营商业务方面，公司着力通过内容创新提升单省收入体量，运营商收入预计达 16.77 亿元，同比增长 32%。我们看好公司持续发挥内容自制优势，巩固长视频核心竞争优势，并通过小芒电商打造明星带货生态，构建芒果生态变现闭环，《乘风破浪的姐姐第二季》广告招商更上一个新台阶，有望推动 2021Q1 业绩超预期。基于 2020 年度业绩快报，我们上调 2020 年盈利预测，预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 19.63（调整前为 19.53）/22.69/28.52 亿元，对应 EPS 分别为 1.10/1.27/1.60 元，当前股价对应 PE 分别为 58.2/50.3/40.1

倍，维持“买入”评级。

2021 年内容储备丰富，季风剧场值得期待，ARPPU 提升空间广阔

剧集方面，芒果 TV 共有 12 个影视剧制作团队，30 家战略合作工作室，自制内容优势稳固。公司 2021 年将网台联动推出“季风剧场”，储备有《狂猎》、《礼物》、《海葵》、《她们的镯子》等剧集，聚焦悬疑、家庭等题材，有望实现内容出圈，推动会员数持续较快增长并提升 ARPPU（2020 年 ARPPU 为 90 元）。

“视频+内容+电商”融合，小芒打造第二增长曲线

公司上线小芒电商，或实现以货为基础、以明星艺人联名或推荐来聚集流量、以内容为手段来提升用户购买意愿的核心商业闭环，小芒将通过持续迭代优化，释放“明星电商”潜力，并深度运用湖南卫视及芒果 TV 流量优势，通过广告及影视综艺内容植入等形式为小芒引流，深度挖掘粉丝经济价值。

风险提示：视频平台用户增长不及预期的风险；广告业务收入增长不及预期的风险；电商业务拓展成功与否存在不确定性。

【轻工：太阳纸业(002078.SZ)】Q4 净利润率环比提升，产品涨价有望带来盈利释放——公司信息更新报告-20210227

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020Q4 净利润率环比提升，行业景气度继续上行，维持“买入”评级

2020 年公司收入 215.7 亿元，同比下降 5.3%，归母净利润 19.7 亿元，同比下降 9.6%。其中，2020Q4 公司收入 59.3 亿元，同比下降 6.8%，归母净利润为 5.9 亿元，同比下降 15.2%。2020 年，公司业绩同比下降，主要系报告期内，公司溶解浆等产品的市场景气度低迷，产品量价均受较大影响。但 2020Q4，公司净利润率已出现环比提升的趋势。根据业绩快报调整盈利预测，预测公司 2020-2022 年归母净利润为 19.70/27.83/33.69 亿元（原为 18.92/26.39/31.16 亿元），对应 EPS 为 0.76/1.07/1.29 元，当前股价对应 PE 为 18/13/11 倍，维持“买入”评级。

纸浆涨价带动行业景气度上行，看好公司盈利能力提升

受到需求回暖和通胀预期带动，2021 年以来纸浆价格进入上升周期。根据卓创资讯的数据，至 2021 年 2 月 25 日，国内木浆主流参考周均价已相较 2020 年低点上涨约 60%，达到 2017 年中高点水平。在木浆价格上涨驱动下，以公司主营产品文化纸为代表的浆纸系价格也出现了明显的涨幅。双胶纸周价格上涨至 6659 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 24%，铜版纸周价格上涨至约 6600 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 29%。除浆纸外，箱板纸价格受益于需求和供需结构改善也呈现上行趋势，箱板纸周价格上涨至 5043 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 33%。在纸价上行外，我们同时建议关注溶解浆价格上行给公司带来的盈利弹性。根据 Wind，2021 年 2 月底溶解浆价格已上涨至 7500 元/吨，相较 2020 年低点上涨约 40%。在产品价格全线上涨下，我们继续看好后续公司盈利能力提升。

产能建设稳步推进，老挝箱板纸项目投产有望带来业绩释放

公司山东兖州、广西北海、老挝项目均稳步推进。其中，兖州本部 45 万吨特色文化纸和 7 万吨特种纸已于 2020 年底投产。老挝项目中两条分别年产 40 万吨的高档包装纸生产线预计已于 2021Q1 投产。广西林浆纸一体化项目一期或有望于 2021H2 投产。新产能的陆续投放将有望支撑公司未来 2-3 年内的业绩增长。

风险提示：疫情持续蔓延，需求恢复不及预期，原材料价格波动。

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