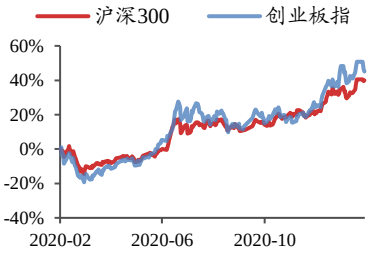
2021 年 02 月 22 日

开源晨会 0222

——晨会纪要

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(%)
农林牧渔	5.18
建筑装饰	3.67
采掘	3.0
商业贸易	2.96
纺织服装	2.87

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电气设备	-1.9
休闲服务	-1.36
化工	-0.66
银行	-0.49
机械设备	-0.16

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】美股中没有“答案”
【宏观】找准流动性的“脉搏”
【宏观】油价上涨远未结束
【固定收益】人口的向光及逆光：人的流动及迁徙——宏观看城投（一）
【中小盘专题】中小市值逆袭，关注三类“小而美”企业
【中小盘专题】次新股说：本批极米科技等值得重点跟踪（2021 批次 05、06、07）

行业公司

【石油化工】多方利好提振油价，长丝节后开市行情火热
【非银金融】看好顺周期保险机会，跨境投资放开利好头部券商
【非银金融】个人境外投资有望放松，头部及互联网券商受益
【食品饮料】白酒升级贯穿全年，乳制品春节动销顺畅
【新能源与电力设备】重新布局景气度较好环节和公司
【房地产】一二手单周成交靓眼，南京落户政策放松
【化工】助剂系列一：原材料 DTBP 不可抗力，巴斯抗氧化剂停产
【计算机】周观点：关注超跌的优质标的
【农林牧渔】看好 2021 年头部猪企阿尔法行情
【化工】美国暴风雪引发油价上涨，看好龙头和化纤产业链
【煤炭开采】动力煤价快速向合理区间回归，持续看好煤炭股估值提升
【商贸零售】牛年春节黄金周消费向好，“悦己”消费品质升级
【农林牧渔】上市猪企 1 月收入端呈现分化
【食品饮料】1 月电商数据分析：阿里系线上销售额稳步增长，行业集中度提升
【传媒】就地过年倡议下电影春节档的变与不变
【农林牧渔：牧原股份(002714.SZ)】迈入智能养殖的农牧巨头，周期成长开启

研报摘要

总量研究

【策略】美股中没有“答案”——投资策略周报-20210221

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

寻找“核心资产”的收益率之锚

面对“核心资产”的调整，市场对于机构抱团是否松动的讨论也开始变得更加多元化。我们的观点是，投资本是主观对于客观世界的映照，核心资产的抱团是上述因素的共同结果，而上述因素在当下都出现了重要变化，投资者可以参考我们此前周报与专题。本期我们希望与市场交流的是，当下部分投资者认为核心资产的估值扩张有望延续，原因是：参考美股历史上出现较长时间的机构投资者抱团龙头与龙头战胜市场的历史，A 股机构投资者“拥抱”行业龙头也才不到 5 年时间；而中美龙头都具有优质赛道、高 ROE 的特性。宏观历史对比与微观个股分析其实同样讲求“第一性原理”，我们的视角将从股票的长期收益来源 ROE 出发，寻找龙头收益率的历史之锚，如此理解美国股市或能带给我们更好的启示。

中美龙头的收益率来源大相径庭

如果我们从 ROE 和收益率视角出发，会发现中美两个市场中的龙头的定价逻辑截然不同：美股龙头过去长期稳定的高 ROE 被市场逐步认可，通过二级市场买入、公司回购等因素，逐步让长期收益率追赶上长期 ROE，一二级股东的收益率正在逐步被拉平；A 股龙头的核心资产地位被 A 股投资者不断认可，长期的美好愿景因为“优质资产的稀缺”等逻辑被提前计入资产价格，特别在机构化、北上资金涌入与居民入市等结构性因素下，配合宽松的流动性环境，长期的价值被极大发现。两地抱团龙头，都有其内在合理性，但逻辑不同显而易见：一个是对过去的纠偏，一个是对未来的提前兑现。

答案至少是“扩散”，寻找“新共识”

美国的龙头抱团史的背后还是收益率向 ROE 水平的回归，ROE 仍然是收益率之锚。在收益率已经超跑自身长期 ROE 水平后，部分 A 股核心资产的上涨需要找到借鉴美股以外更多的理由。有意思的是，A 股部分周期类龙头反倒是在收益率与 ROE 关系上具有美股龙头股的特征，未来走势或跟随收益率之锚。值得注意的是，历史上在宏观环境（增长与贴现率）变化后，美股的龙头扩散也基本上遵循了上述两种路径：一种是龙头内部的扩散，即绝对的一线龙头向二三线龙头扩散；第二种是不同类别资产之间的龙头扩散，比如从科技消费转向周期。而上述两种扩散往往发生在美国国债利率大幅上行的时期。

极致的分化才刚刚开始，应积极调整布局

投资是科学与艺术的结合，我们当下无法对艺术部分给出更多的建议，有关人性的判断我们决定交还给投资者自身。当然我们至少不建议押注在估值继续扩张一边。我们的配置建议与此前的观点并无二致：投资者应该充分重视全球经济复苏带来的再通胀的两面性，追求风险调整后的收益。具体的配置建议，请参考我们此前周报《新年也要开新局》。

风险提示：测算误差；流动性超预期宽松；全球经济复苏不及预期。

【宏观】找准流动性的“脉搏”——宏观经济专题-20210221

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

相较于货币市场变化，理解政策对防风险的重视，或有助于把握流动性趋势

随着节后资金压力缓解，公开市场操作回笼资金属于常规操作，没有必要过度解读。2 月 18 日和 19 日，公开市场连续回笼资金、共计 3400 亿元，引起部分人士对货币政策收紧的担忧。经验显示，随着资金逐步回流银行体系、跨期需求下降等，节后资金压力一般趋于缓解，央行多回笼资金。但 2021 年节前资金异常紧张，使得机构对公开市场操作关注非常高，央行也加强与市场沟通、引导预期。

相较于货币市场变化，市场或低估了政策对防风险的重视度，“资产泡沫”、“补齐监管短板”等表述频现。节前，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度杠杆行为，已释放一定信号。事实上，2020 年 10 月开始，当局对“资产泡沫”等风险的关注明显上升，只是“永煤”事件的出现，对政策操作和市场预期形成扰动。近期央行明确强调，抓紧补齐监管短板、坚决遏制各类风险反弹回潮。

解决结构性问题，不宜总量政策收紧，货币流动性也不具备趋势性收紧基础

房地产“泡沫”等决定了货币政策不能“大水漫灌”，但解决结构性问题，不宜采用总量政策的收紧。随着资金违规流向房地产等增多，央行重提把握“货币总闸门”，更加注重政策精准、适度。不同于传统周期，解决地区、结构性问题，总量政策收紧不一定有针对性、甚至可能出现“负作用”。“双支柱”框架下，房地产金融宏观审慎管理加强，房地产贷款集中度管理、严查经营贷等措施陆续落地。

政策“退潮”、信用“收缩”下，货币流动性环境也不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用环境已进入收缩通道，社融增速连续 2 个月明显回落。如果货币流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露，不利于经济、金融体系稳定。经验显示，信用“收缩”阶段，政策搭配以“宽货币”和“紧信用”为主，并适时适度采取对冲措施。近期央行也明确强调要防止信用“收缩”。

信用“收缩”下，资金中枢中短期或相对平稳，关注债务集中到期等潜在影响

伴随信用加速“收缩”，下一阶段需关注，贷款展期和债券等集中到期，对政策操作和流动性环境潜在影响。2020 年共有 7.3 万亿元贷款本息实施延期，使得很大一部分贷款到期偿付压力延期到 2021 年，仅五大行 2021 年上半年贷款到期规模同比多增近 1.8 万亿元。同时，信用债和地方债到期规模也明显增加，尤其是 3 月和 4 月，信用债合计到期超 1.6 万亿元、较 2020 年同期多增近 5000 亿元。

总体来看，货币市场利率中枢中短期或相对平稳，资金波动或有所加大、但无需过度反应。随着压降结构性存款等影响减弱，银行“水位”回归正常，12 月超储率回升至 2.2%；结合最新政策表态来看，货币市场利率中枢中短期或维持相对平稳，资金利率或宽幅区间震荡。重申观点：债市不必过于悲观，短期调整提供了更好的配置时点，伴随信用“收缩”影响逐步显现，长端利率或重回下行通道。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

【宏观】油价上涨远未结束——宏观经济专题-20210221

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

1990 年以来，大部分时段，需求决定了油价的趋势方向，供给影响空间。经历了上世纪 80 年代的 2 次石油危机后，油价的决定机制逐渐稳定下来。其中，油价的趋势方向主要由需求决定，涨跌幅表现受供给影响较大。2014 年以来，伴随美国页岩油大幅增产、推升全球原油供给压力，油价的运行中枢较以往有所回落。

2020 年 5 月至 8 月，美国等服务业景气回升，及 OPEC+、美国页岩油大幅减产，共同推动油价止跌回升。疫情爆发后，油价一度跌至历史最低位。但随后，美国等开启复工及大规模刺激政策支持下，服务业景气开始回升，带动原油相关需求回暖。OPEC+、页岩油的大幅减产，进一步推动油价由 27 涨至 45 美元/桶。

2020 年 11 月以来，OPEC+继续大幅减产，及美国等疫情形势改善、服务业景气重回升势，驱动油价持续加速上涨。虽然 2020 年 9 月后疫情再次反弹、一度拖累油价下跌，但从 11 月开始，OPEC+的坚定大幅减产让油价止住

跌势。沙特随后的额外减产，及美国等的疫情改善，驱动油价由 37 加速涨至 60 美元/桶以上。

伴随疫苗大规模推广、全球疫情形势持续改善，叠加拜登大规模财政刺激法案即将落地，原油相关需求的修复将进一步加快。1 月中旬以来，美国等疫苗接种进度持续提升，疫情形势加速改善。同时，为减轻居民偿债压力，拜登积极推动 1.9 万亿美元财政刺激法案落地。疫情改善、对线下经济活动压制的显著缓解，以及财政刺激政策支持居民收入持续改善，将推动原油相关需求的修复进一步加快。

原油需求向好的同时，OPEC+近年来在减产上积极主动、增产上克制谨慎，有利油价上涨。2017 年以来，经历了前期低油价带来的显著负面冲击后，OPEC+为改善经济、对高油价的追求越发强烈。以沙特为例，2017 年 1 月至 2018 年 5 月，油价从 53 上涨至 80 美元/桶过程中，一直坚持日均减产 50 万桶。2021 年 1 月，虽然油价已止跌反弹，但沙特宣布自愿在 2 月、3 月额外减产 100 万桶/日。

受页岩油厂商大幅削减资本开支影响，美国页岩油 2021 年的增产幅度可能相对有限。达拉斯联储的调查数据显示，美国超过 80%的页岩油厂商在制定 2021 年资本开支计划时，对油价的预期低于 49 美元/桶。过低的油价预期，及前期低油价导致行业偿债压力激增，使美国采矿业设备投资增速持续下滑，2020 年 4 季度更是降至历史低位-18.2%。受此影响，美国页岩油 2021 年增产幅度或相对有限。

综合来看，本轮油价会否涨破 100 美元/桶尚未可知，但类比历史相似阶段，上涨趋势大概率远未结束。回溯历史，2009 年至 2012 年，受需求大幅改善带动，Brent 油价由 47 美元/桶最高涨至 122 美元/桶；2017 年至 2018 年，伴随需求持续改善及 OPEC+控制产量，Brent 油价自 53 美元/桶最高涨至 86 美元/桶。展望本轮油价，需求修复加快及供给压力相对可控下，油价上涨趋势大概率远未结束。

风险提示：因疫苗效果不佳，疫情频频反弹。

【固定收益】人口的向光及逆光：人的流动及迁徙——宏观看城投（一）——固收专题-20210221

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003 | 王宇辰（联系人）证书编号：S0790120110040

省份间的人口流动：“人往高处走”和“人往低处走”的并存

（1）人口的流动是一个经济现象。无论就省份还是城市去看，可以明显观测到的规律是：夜光指数越闪亮的地区，人口流入率越高。

（2）如果某省的人口流动不能被夜光指数所解释，那这一部分偏离恰恰可以被“人往低处走”所解释。各个省份的大部分人口流动可以被夜光指数（经济繁荣程度）所解释，而被夜光指数解释不了的部分（即各省份的人口流动偏离）则与该地区的人口密度负相关，即所偏离的部分是被高密度人口挤出的部分。

代表地区为调控趋严的北京上海和调控趋松的西部地区及一二三线城市

（1）北京、上海政策调控趋严，人口转为净流出。在北京及上海这类密度超大的城市承受了越来越大的人口压力下，北京及上海开始实施相对严格的“控人”政策，在户籍、购房等严格限制之下，人口开始转为净流出。

（2）产业转移步伐加快带动西部人口回流。西部地区通过产业转移，来优化生产力空间布局，形成合理产业分工体系，并对西部地区引入更多的人口。

城市间的人口流动：三个主要的特征

（1）对于绝大多数省份来说，人口都呈现出向省会城市集中的趋势。

（2）人口向夜光指数偏高的地区迁移，对于城市间的人口移居来说，依然是适用的。

（3）对于夜光指数无法解释的省会城市人口流入部分来说，依然可以被过密的人口密度的挤出效应来解释。

从人口流动视角看城投：城投债的投资策略

（1）经济发展的强弱应该是人口流动的主要决定因素，人口本身也是一个自我加速的要素。根据经济增长率的构成，影响总产出的要素分别为：技术进步、资本积累、人口增长。

（2）很多城投企业目前并不具备自主盈利能力，主要通过财政补贴来维持运营，因此区域经济的景气程度可能会影响到城投企业的偿债能力。

城投债的投资策略：目前来看，城投债可能仍是可以适度下沉的品种。建议筛选地方经济实力较强，且偿债意愿高的区域。从人口流动视角看，比较有吸引力的五大省份为：新疆、四川、云南、陕西、福建；比较有吸引力的省会城市为：杭州、昆明、长春、合肥、沈阳、福州。

风险提示：部分省份及城市未公布数据统计不完整。

【中小盘专题】中小市值逆袭，关注三类“小而美”企业——中小盘周报-20210221

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

本周（2021.02.18-2021.02.19，下同）关注：中小市值逆袭，关注三类“小而美”公司

科创板推出、注册制改革背景下 IPO 大扩容，叠加近 4 年来市场持续偏向大盘蓝筹风格，使得中小市值公司关注度和估值大幅下降。目前 A 股 4192 家上市公司中有近半（48.4%）市值低于 50 亿元，近七成（69.6%）市值低于 100 亿元，超八成（82.5%）市值低于 200 亿元。春节过后，小盘股行情显著跑赢大盘股。在基本面好转、估值相对优势的背景下，中小市值个股市场关注度迅速提升。我们认为，在 IPO 大扩容、中小市值公司数量众多的背景下，中小市值公司机会仍将以结构性机会为主。我们建议关注成长型“小而美”（如奶酪领域的妙可蓝多、宠物领域的佩蒂股份）、破圈型“小而美”（如休闲零食领域的盐津铺子、中高考升学培训领域的科德教育）以及低估值隐形冠军（如消防电子领域的青鸟消防）三大类有机会由小长大的中小市值公司。

本周市场表现及要闻：小米传造车，正邦科技发布员工持股计划+股权激励

市场表现：本周 A 股市场普涨，小盘股表现亮眼。上证综指收于 3696 点，上涨 5.72%；深证成指收于 15823 点，上涨 5.44%；创业板指收于 3286 点，上涨 2.88%；大盘指数上涨 4.85%，小盘指数上涨 8.81%。我们重点推荐的公司青鸟消防上涨 23.58%，科德教育上涨 13.25%，佩蒂股份上涨 10.85%，联创电子上涨 10.13%。

本周要闻：京东物流启动港股 IPO，有望及顺丰控股和中通之后成为中国物流行业的“第三极”。同时，继苹果、百度造车之后，媒体报道小米已确定造车并视其为战略级决策，“新势力”造车时点或已到来。

本周重大事项：正邦科技继发布员工持股计划后再发股权激励方案。2021 年 1 月 30 日，公司发布了总额 2.433 亿元的员工持股计划。2021 年 2 月 9 日，公司再次发布股权激励预案：公司拟以 8.47 元/股的价格向激励对象授予 8,204.60 万股（占总股本 2.65%）限制性股票，同时以 16.93 元/股的价格授予 3,323.00 万份（占总股本的 1.07%）股票期权；业绩考核目标为：2021-2023 年生猪销售分别不低于 2,000 万头、4,000 万头、6,000 万头。

本周专题：掘金注册制 IPO 红利——次新股的三大特征

2014 年以来尤其是注册制改革以来 A 股 IPO 的持续扩容，不仅创造了系统性的打新红利，还带来了众多次新股投资机会，同时对存量市场也有深远影响。其中新股投资呈现三大特征：特征一：新股上市前业绩表现优异，市值等交易层面因素主导短期股价；特征二：新股上市后业绩快速分化，中长期股价回归基本面主导；特征三：资金加速向头部次新集中，注册制下不同质地公司估值分化或加速。

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）。

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。

【中小盘专题】次新股说：本批极米科技等值得重点跟踪（2021 批次 05、06、07）——中小盘 IPO 专题-20210221

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

本批（2021 批次 05、06、07，下同）核发新股 6 家，科创板和创业板注册 18 家

证监会本批核发新股 6 家，科创板和创业板注册 18 家，注册速度有所加快。主板和中小板：联德机械、必得科技、永茂泰、四方新材、海天集团、顺控发展。科创板：极米科技、翔宇医疗、中望软件、芯碁微装、九联科技、青云科技、深科达、有研粉末、艾隆科技。创业板：奥雅设计、共同药业、恒辉安防、博亚精工、中金辐照、博硕科技、震裕科技、英力电子、海纳股份。其中极米科技等值得重点跟踪：

极米科技专注于消费级投影仪的研发和销售，并凭借优秀的音画质和用户体验，获得了行业领先的市场份额和活跃用户数。根据 IDC 数据，2019 年公司智能投影产品销量达 68.99 万台，2017 年至 2019 年年均复合增速达 42.11%，市场份额达 14.6%，连续多年位居行业第一。同时，2020 年 7 月公司终端 GMUI 月活数已达约 124 万人，同比增长 43.93%，且 GMUI 用户日均使用时长达 4 小时以上。行业方面，新光源应用技术等的进步推动智能投影仪在家庭影音娱乐消费场景中的快速渗透。2019 年我国消费级投影设备出货量达 279 万台，占投影设备总出货量的 60.4%，2017 至 2019 年复合增速达 46.5%。在技术迭代以及消费升级的趋势下，智能投影设备以及更新潮的激光电视等产品的渗透率有望持续提升，极米科技作为建立了核心技术优势和品牌优势的行业龙头，发展前景广阔。

本期（2021.02.18-2021.02.19，下同）科创板和创业板上会 16 家，主板和中小板上会 1 家，灿星文化被否

本期科创板和创业板上会 16 家，较上期（2021.02.08-2021.02.10，下同）20 家有所减少，过会率为 93.75%，灿星文化被否。主板和中小板上会 1 家，较上期 9 家有所减少，过会率为 100%。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 7.88 亿元，低于上期的 8.60 亿元。本期主板和中小板平均募资约 18.20 亿元，低于上期的 19.20 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 188.6%，高于上期的 99.6%。本期创业板上市首日平均涨幅 369.9%，高于上期的 173.4%。主板和中小板本期开板新股 7 只，开板平均涨幅为 124.5%，低于上期的 195.3%。

开源中小盘次新股重点跟踪组合

华康股份（木糖醇产量国内第一全球第二，功能性糖醇低热量且不致龋齿，有望对食糖实现持续替代）、航亚科技（航空发动机精锻叶片及骨科锻件生产领先企业，受益于国内航发产业链高速发展）、中控技术（国产工业控制软件龙头，长期受益于进口替代）、火星人（高端集成灶领先企业，行业渗透空间广阔）、派能科技（全球领先的储能电池系统提供商，充分受益于可再生能源行业发展）、泰坦科技（综合性科研服务商，平台高速扩张）、阿拉丁（高端科研试剂研发商，国产替代空间广阔）。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

行业公司

【石油化工】多方利好提振油价，长丝节后开市行情火热——行业周报-20210221

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

多方利好提振油价，涤纶长丝去库持续

截至 2 月 19 日，Brent 原油价格为 62.84 美元/桶，周环比上涨 0.13 美元/桶；WTI 原油价格为 59.24 美元/桶，周环比下跌-0.47 美元/桶。受美国极寒天气、原油库存下降和全球疫情有所好转的影响，油价维持上涨态势；聚酯方面，由于多数外来务工人员响应“就地过年”号召，终端织造复工集中点将在 2 月中下旬，多在 2 月 19 日（正月初八）陆续开工，按时复工人数占比在 70-80%左右，下游终端织造复产进程好于往年，长丝节后开市行情火热，主流产销率在 120%-150%之间，成交重心较节前大幅上调。天然气方面，春节期间 LNG 价格涨跌互现，节后市场需求缓慢提升，LNG 价格指数为 3640 元/吨，周环比下行 8.222%。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。

供给维稳&需求回暖，多方利好支撑油价

供给维稳：根据 EIA 最新数据，2 月 12 日当周，美国原油产量为 1080 万桶/天，维持上周的产量。Baker Hughes 公布 2 月 19 日的当周数据，美国活跃钻机数量为 397 台，周环比持平；去库持续：2 月 12 日当周，美国商业原油和油品总库存为 12.99 亿桶，周环比减少 1505.3 万桶。其中，商业原油库存为 4.62 亿桶，周环比减少 725.7 万桶，连续四周录得下滑；汽油库存为 2.47 亿桶，周环比增加 67.2 万桶；需求回暖：2 月 12 日当周，炼厂方面，维持上周加工能力 1839 万桶/天，开工率周环比上涨 0.10%至 83.10%；消费方面，本周美国油品消费总量为 2067 万桶/天，周环比增加 49 万桶/天，馏分油消费 445 万桶/天，周环比增加 15 万桶/天。受美国极寒天气、原油库存下降和全球疫情有所好转的影响，油价维持上涨态势；沙特计划在未来取消单边减产的做法，显示对油价回升信心日益增强。

长丝节后开市行情火热，成交重心较节前大幅上调

成本方面，双原料 PTA、MEG 强势震荡，原料支撑尚可；需求方面，由于多数外来务工人员响应“就地过年”号召，终端织造复工集中点将在 2 月中下旬，多在 2 月 19 日（正月初八）陆续开工，按时复工人数占比在 70-80%左右，下游终端织造复产进程好于往年，长丝节后开市行情火热，主流产销率在 120%-150%之间，成交重心较节前大幅上调；库存方面，根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 4-10 天/12-16 天/22-26 天，处于历史较低水平，有利于迎来“金三银四”行情。价格方面，本周 POY 报价 6750 元/吨，周环比上涨 425 元/吨，FDY 报价 6875 元/吨，周环比上涨 375 元/吨，DTY 报价 8300 元/吨，周环比上涨 250 元/吨。价差方面，本周 PX-石脑油价差扩大 5.18%；PTA-PX 价差扩大 3.47%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 23.66%。

春节期间 LNG 价格涨跌互现，节后市场需求缓慢提升

根据百川盈孚，本周（2021.02.18-2021.02.19，下同）LNG 价格指数为 3640 元/吨，周环比下行 8.22%。需求方面，下游工厂企业集中复产复工，终端需求陆续提升，公路运输车辆逐步增加，利好市场交投。供给方面，多数企业根据自身情况小幅调整价格。内蒙、陕西、河南、四川个别液厂假期出货不畅，液位上涨，为带动出货，本周下调 90-350 元/吨不等。海气方面因春节期间出货不畅，多家接收站 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。

【非银金融】看好顺周期保险机会，跨境投资放开利好头部券商——非银金融行业周报-20210221

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：看好顺周期保险股投资机会，券商延续财富管理投资主线

（1）保险股在资产和负债两端均有顺周期属性，资产负债两端改善下，看好保险股投资机会。（2）境外投资便捷度提高对目前优势明显的海外互联网券商和未来有望实现份额提升的头部券商均是利好，券商投资延续财富管理主线，继续推荐东方财富。（3）银保监会发布的《关于进一步规范商业银行互联网贷款业务的通知》，限制地方法人银行跨注册地开展互联网贷款业务，严格程度略超预期，出资比例、集中度和限额管理符合预期，信托、消金公司也受政策管控。预计助贷机构与银行等“金主”的议价能力或下降。

保险：资产负债两端均现改善，顺周期下保险迎来估值修复

（1）保险股在资产和负债两端均有顺周期属性，随着 1 月保费数据的披露，保险负债端改善逐步得到确认，保险开门红保费增长有望超预期，经济复苏、疫情低基数和保险转型有望推动后续价值增长超预期，负债端改善有望延续。（2）年后十年期国债收益率快速提升，股票市场稳定，保险投资端担忧缓解。（3）中长期看，目前保险行业处于保费增长的新周期，保险板块处于市场预期低点，随着经济复苏、保险转型和疫情低基数，预计 2021 年上市险企 NBV 增长有望超预期。保险股资产和负债均有顺周期属性，资产和负债两端改善驱动下，估值修复可期。继续推荐中国太保、中国平安，受益标的新华保险。

券商：个人跨境证券投资有望放开，利好头部券商和互联网券商

（1）本周基金发行规模受春节(仅两个交易日)因素影响，据 Wind 数据，2 月 18 日至 2 月 19 日新发股票+混合型基金 5 只，发行份额 99 亿份，环比-88%，我们预计全月新发规模或达到 3000 亿，同比+151%；本周日均股基成交额重回一万亿以上。（2）政策面看，外汇局表示研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性，继续推进证券公司结售汇业务试点工作。未来头部券商或在结售汇试点中获得先发优势，利于个人和机构业务，境外投资便捷度提高对目前优势明显的海外互联网券商和未来有望实现份额提升的头部券商均是利好。目前政策仍处于研究论证期，短期影响有限。（3）财富管理有望成为后续券商投资主线，标的方面，继续推荐互联网财富管理龙头东方财富，基金业务线条利润贡献较高且财富管理转型较强的兴业证券和招商证券有望成为受益标的。

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，兴业证券，招商证券，中信证券，华泰证券。

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。

【非银金融】个人境外投资有望放松，头部及互联网券商受益——外汇局研究有序放宽个人资本项目下业务限制点评-20210221

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

事件：2021 年 2 月 19 日，外汇局资本项目管理司司长叶海生撰文表示，研究有序放宽个人资本项下业务限制，推动证券公司外汇业务试点。

点评：

研究放宽个人资本项下业务限制，推动证券公司外汇业务试点

为扩大金融市场双向开放，提升境内金融市场国际化水平，后续涉及非银金融行业的资本项目便利或主要涉及以下三方面：（1）修订境内个人参与境外上市公司股权激励计划的管理规定，取消年度购付汇额度限制，优化管理流程；研究论证允许境内个人在年度 5 万美元便利化额度内开展境外证券、保险等投资的可行性。（2）继续推进证券公司结售汇业务试点工作，选择部分实力较强的证券公司开展跨境业务试点，支持证券公司做大做强，发挥证券公司对外汇市场的积极作用。（3）优化保险机构境外投资管理政策，对保险机构境外直接投资（ODI）和证券投资实施分别管理。

券商：跨境投资便利提升，需求扩容利好境内和境外互联网券商

（1）目前境内个人受购汇用途限制较难直接参与境外证券投资，若限制放开，个人购买境外股票便利化程度将明显提升，满足居民全球资产配置需求，跨境投资业务需求扩容整体看对境内和境外互联网券商均是利好。一方面，目前境外互联网券商相较中资券商在门槛、价格、便捷和产品上具有优势，跨境投资限制放松将提高便捷度，

直接利好境外互联网券商。另一方面，政策放开下境内券商在客户资源和渠道上具有优势，若有结售汇资格加持，有望实现份额提升。目前该政策尚处于研究论证阶段，落地周期或较长，短期影响较小。（2）跨境业务试点下，实力较强的券商有望优先获得业务资格，拥有资格券商在业务种类和额度方面或得到更多便利，对头部券商零售和机构端跨境业务形成全面利好。

保险：境外保险购置需求或提升，境外投资政策优化利于投资端

产品端来看，目前境内个人购买境外保险往往需要出境，若跨境购买保险便利度提升，或激发境内个人海外保险购置需求。额度方面或与境外证券投资共用 5 万美元购汇额度，对理财型需求满足程度有限，对国内保险公司影响较小。投资端看，优化保险机构境外投资管理政策利于境内险企分散投资风险、加强资产负债匹配。保险资管业协会披露，2019 年保险机构境外投资余额约 4700 亿人民币，占行业总资产 2.75%，低于监管规定的 15%，出境投资空间仍较大。

投资结论：个人境外投资有望放松，头部及互联网券商受益

未来若放宽个人资本项下业务限制，居民境内外资产配置需求将有所强化，跨境互联网券商及港交所有所受益，有结售汇资格的内资券商有望实现境外投资份额的提升。同时，在跨境业务试点下，实力较强的券商有望优先获得试点资格，利好券商机构业务，维持行业“看好”评级，头部及互联网券商有所受益。推荐标的：东方财富；受益标的：香港交易所、中金公司、招商证券、华泰证券、中信证券、国泰君安。

风险提示：疫情对经济冲击影响超预期；政策进度不及预期。

【食品饮料】白酒升级贯穿全年，乳制品春节动销顺畅——行业周报-20210221

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：白酒需求持续，伊利股份春节旺销

春节前白酒板块股价再创新高，节后两个交易日白酒板块出现波动，主要是前期板块涨幅较多，节后市场交易因素引发板块轮动所致。春节期间名酒消费需求强劲，节前名酒品牌回款进度普遍超越 2020 年同期，价格维持稳定。叠加节前渠道进货态度谨慎，目前渠道库存处于较低水平，节后再次补货动力充足，预计一季度名酒品牌任务完成无忧。受益于就地过年以及 2020 年货币政策带来的财富效应，高端白酒表现最较佳，同时次高端向 600～800 元价格带升级趋势明朗。展望 2021 全年，高端白酒价格上行是确定性趋势。茅台酒供需矛盾仍然存在，预计散飞价格可能温和回升；同时五粮液可能仍采取控量政策挺价，如果批价升至千元以上，则打开价格空间，预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，升级趋势可能贯穿全年。

疫情对春节液态奶需求整体影响可控，春节就地过年政策带动一二线城市液奶需求提升，下线城市大多数为低风险地区，消费者心态平稳，节日消费需求正常释放。我们估计多数乳企打款及发货均按正常节奏进行，目前产品渠道库存低于正常水平。由于原奶供需偏紧，市场上基础白奶供应紧张，缺货情况较往年严重。行业促销放缓，当前伊利股份与蒙牛乳业均减少买赠，收缩费用投放。相比伊利股份，蒙牛乳业市场投放力度略大。我们预计 2021 上半年原奶价格仍处于上行周期。奶源紧张背景下，估计行业促销仍较为平稳，有助于企业利润释放。

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 18 日-2 月 19 日，食品饮料指数跌幅为 3.1%，一级子行业排名第 27，跑输沪深 300 约 2.6pct，子行业中黄酒（9.0%）、软饮料（5.3%）、乳品（3.6%）相对领先。个股方面，华康股份、西麦食品、李子园等涨幅领先；华文食品、洽洽食品、天味食品等跌幅居前。

风险提示：宏观经济下行风险、食品安全风险、原料价格波动风险、消费需求复苏低于预期等。

【新能源与电力设备】重新布局景气度较好环节和公司——行业周报-20210221

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 蔡紫豪（分析师）证书编号：S0790520120001

周观点：上游景气度较好，调整后可重新布局

（1）新能源汽车：行业月度增速、供需紧张度都处于较好阶段，目前仍然是我们推荐的板块，各环节排序：上游、电池、六氟磷酸锂、材料、零部件。二月份短暂排产低谷后，三月份景气度将再创新高，SK 事件后更加有利于国内供应链走向全球。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。风险在于增速的下降、与估值的偏离。

（2）光伏：我们主要看好龙头和竞争格局的变化，各环节排序：硅料、硅片、逆变器、辅材、组件、电池。各环节龙头加强了产业链的合作和拓展，以应对后期价格的短期压力；十四五各省非常重视清洁能源建设，行业需求有望超预期。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。

SKI 败走美国动力电池市场，国内产业链加速走向全球。

美国当地时间 2021 年 2 月 10 日，ITC 认定对 SKI 侵占了竞争对手 LG 化学的商业机密，LG 化学和 SKI 之间为期 21 个月的诉讼尘埃落定。此前 SKI 在美国有两座工厂：一期 9.8GWh 原计划在 2022Q1 投产，二期 11.7GWh 于 2020Q3 开始建设，预计 2023 年投产，目前美国工厂尚未对外供货，因此对现有锂电材料供应商（当升科技、中科电气等）影响有限。根据 SKI 目前规划，到 2023 年产能将达 76GWh，各地产能占比为：中国 46%、美国 28%、匈牙利 20%、韩国 6%。SKI 后续或将产能建设重心放在中国和欧洲，现有供应商当升科技（正极一供）、中科电气（负极主供）及国内锂电材料潜在供应商受益。

版块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：1 月新能源乘用车批发销量 16.8 万辆，同比增长 290.6%

新能源汽车公司层面：蔚蓝锂芯 2020 年实现归母净利润 2.78 亿元，同比增长 136.33%，宁德时代出资设立新能源产业投资合伙企业

光伏行业层面：浙江省、江苏省光伏“十四五”规划出炉，隆基股份公布钙钛矿叠层电池专利

光伏公司层面：通威股份与晶科能源签订重大战略合作协议，隆基股份分别与 OCIM、福莱特签订硅料、玻璃长单采购合同

风电公司层面：国家能源局下发《关于征求 2021 年可再生能源电力消纳责任权重和 2022—2030 年预期目标建议的函》

风电行业层面：天顺风能全资子公司出售其参股公司全部股权

风险提示：固态电池等新技术发展超预期、新能源车销量不及预期等。

【房地产】一二手单周成交靓眼，南京落户政策放松——行业周报-20210221

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

房住不炒基调不变，长效机制持续完善，维持行业看好评级

我们认为，地产仍是当前财政和投资的重要托底工具，政策将会处于当前“房住不炒+因城施策”框架下，但方向和力度则会相机而变。目前房地产板块估值有所修复，但仍处于历史低位。伴随疫情影响逐渐消散，预计全年结算将回到增长轨道。我们建议 2021 年 1 季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

央行坚持房地产金融审慎管理制度，南京落户政策放松

（1）中央层面，央行指出要牢牢坚持房住不炒定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，实施好房地产金融审慎管理制度。央行发布 2021 年 1 月金融数据，1 月份人民币贷款增加 3.58 万亿元，同比多增 2252 亿元。分部门看，住户贷款增加 1.27 万亿元，其中，短期贷款增加 3278 亿元，中长期贷款增加 9448 亿元，住户部门贷款增长可观主要受春节错位影响。（2）地方政策看，房价指导方面，深圳发布 3595 个小区二手住房成交参考价格，这也是国内首个二手住房指导价格发布机制，有利于加大二手住房交易信息公开力度，引导市场理性交易。市场规范方面，北京房地产市场联合专项核查工作组严查违规资金进楼市，开查全款购房资金来源。成都市住建局等部门对近期网上炒作“抱团涨价”情况进行集中排查。租赁市场方面，西安支持房地产企业将已建成普通商品住房自持用于住房租赁经营。户籍政策方面，南京发布落户新政，指出浦口、六合、溧水、高淳四区落户限制放宽，对持有上述四区居住证、缴纳社保 6 个月以上的人员，即可办理落户；实现与苏州在积分落户时，居住和社保缴纳年限累计互认；在省内其他城市的居住和社保缴纳年限，申请落户时纳入我市累计认可，这意味着南京面向整个江苏省、乃至整个长三角城市群打开了落户大门。周内地方政策呈现多元化，地方政府因城施策自主权较大，但调控的最终目的均是保持当地市场平稳健康发展。

成交：一二手成交同比增长靓眼

(1)新房：2021 年第 8 周，全国 32 城成交面积 124 万平米，同比增加 28%，环比下降 49%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 3688 万平米，累计同比增加 111%。(2)二手房：9 城二手房成交累计增速为 86%。2021 年第 8 周，全国 9 城成交面积为 158 万平米，同比增速 661%，前值 367%；年初至今累计成交面积 937 万平米，同比增速 86%，较前值提升 25 个百分点。

资金：单周发债规模下降，利率有所回升

（1）2021 年第 8 周，信用债发行 13.4 亿元，同比减少 62%，环比减少 88%，平均加权利率 5.55%，环比增加 60BPs；本周未发行海外债。（2）2 月居民端房贷利率有所回升。央行公布 2 月 LPR 连续 10 个月不变；全国首套房贷款平均利率为 5.26%，环比上涨 4BP；二套房贷款平均利率为 5.56%，环比上涨 3BP。

风险提示：行业销售波动；政策调整导致经营风险；融资环境变动。

【化工】助剂系列一：原材料 DTBP 不可抗力，巴斯抗氧化剂停产——新材料行业周报-20210221

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（2021.02.18-2021.02.19，下同）行情回顾

新材料指数上涨 1.73%，表现强于创业板指。OLED 材料涨 4.65%，半导体材料涨 5.47%，膜材料涨 3.8%，添加剂涨 5.46%，碳纤维跌 9.58%，尾气治理涨 5.36%。涨幅前五为共创草坪、东来技术、润阳科技、容大感光、碳元科技；跌幅前五为光威复材、海优新材、博迁新材、福斯特、杭氧股份。

新材料周观察：助剂系列（一）原材料 DTBP 不可抗力，巴斯抗氧化剂停产

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。

巴斯夫因原材料 DTBP 供应问题，宣布相关抗氧化剂产品不可抗力。2 月 18 日，巴斯夫发布声明，其二叔丁基酚（DTBP）供应商遭遇不可抗力，巴斯夫由于原料库存不足，其德国 Lampertheim、瑞士 Kaisten 生产的以 DTBP 为基础的用于塑料助剂的抗氧化剂产品 2 月停止生产。2,6-DTBP 是合成 1010、1076、1035、1098、1135、1024、3114、1330 等受阻酚类抗氧剂以及 565、1425 芳香胺类抗氧剂的原料，2,4-DTBP 是合成 168、626、PEPQ、9228 等亚磷酸酯类抗氧剂的原料。巴斯夫 2009 年通过并购瑞士汽巴（CIBA）成为抗氧化剂第一大厂商，约占全球市场 35%的份额，此次因原材料供应被迫停产给国内抗氧化剂厂商带来机遇。国内 DTBP 供应商有东营科宏、强盛股份，市场供应较为充足，以利安隆为代表的国内抗氧化剂生产商在产品性能指标和技术工艺上已具备和海外巨头同台竞争的能力，未来将凭借产能的大幅扩张不断抢占市场份额。

重要公司公告及行业资讯

【彤程新材】发行可转债：2 月 10 日，公司公告获准向社会公开发行面值总额 8.0018 亿元可转换公司债券，期限 6 年，将于 2 月 22 日上市。

【半导体材料】据 CINNO Research，因日本 213 地震导致日本信越光阻液部分厂区暂时停工，近期厂区陆续恢复正常生产，半导体光阻液价格传出因日本 213 地震影响而有部分涨价 10%迹象。

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。

【计算机】周观点：关注超跌的优质标的——行业周报-20210221

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

一周市场回顾：本周的两个交易日（2.18-2.19，下同），计算机板块上涨 2.83%，沪深 300 指数下跌 0.5%。

周观点：关注超跌的优质标的

板块估值处于历史地位，部分优质标的超跌明显

（1）截至 2021 年 2 月 19 日，计算机板块 PE（TTM，中值）为 44.69 倍，近五年来计算机板块（TTM，中值）的均值为 61.1 倍，当前估值仅为近五年历史均值的 73%。

（2）计算机板块从 2020 年 7 月 13 日高点至今已经下跌 25.42%，而同期沪深 300 指数上涨 19.1%。而中小市值公司跌幅更大。我们认为网络安全、军工信息化、医疗 IT、信创等细分板块中存在一批超跌优质标的。

基金持仓比例处于较低位置，集中效应明显

从基金持仓比例来看，2020Q4 计算机板块基金持仓为 3.2%，较 2020Q3 的 4.32%有明显下降，在所有一级行业板块中排名第 10。计算机板块前十大重仓股持仓市值占基金持仓总市值的比例为 78.7%，前二十重仓股持仓市值占基金持仓总市值的比例为 90.2%，集中效应尤为突出。

投资建议：

计算机板块估值处于历史地位，部分优质标的超跌明显，同时板块基金持仓也处于较低位置，建议重点关注网络安全、军工信息化、医疗 IT、信创等细分板块中优质超跌标的。

？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、鼎捷软件、宝信软件、赛意信息、朗新科技；其他受益标的包括中望软件（拟上市）等。

（3）网络安全：推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、美亚柏科、启明星辰、迪普科技、拓尔思；其他受益标的包括天融信、中新赛克、卫士通。

（4）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。

（5）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。

（6）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。

（7）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。

（8）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。

【农林牧渔】看好 2021 年头部猪企阿尔法行情——行业周报-20210221

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：看好 2021 年头部猪企阿尔法行情

养殖企业的阿尔法来源：成本优势下，以量补价业绩逆周期。猪价下行期猪企走出阿尔法行情的核心在于业绩的逆势增长，复盘上轮周期牧原股份独立行情，猪价于 2016.6 转跌，2016.6-2017.1 受猪价下跌影响，市场悲观预期拖累公司股价表现，期间猪价跌幅 14%，公司股价下跌 9%；进入 2017 年，受业绩增长预期驱动，公司股价于 2017.1-2018.1 走出独立行情，期间猪价跌幅 17%，而股价逆势大涨 165%；2018 年猪价持续低迷，2018.1-2018.8 猪价跌幅 8%，股价下跌 32%；随着产能持续去化、非洲猪瘟疫情发生，猪价反转预期驱动股价先于猪价上涨，2018.8-2019.2 猪价跌幅 18%，股价上涨 54%。

2021 年头部猪企有望走出阿尔法行情。本轮周期来看，受益于猪价景气延长，猪企业绩兑现将更为充分，当前头部猪企市值已具备较强安全边际，未来随着业绩的逐季兑现有望走出阿尔法行情，重点推荐牧原股份、正邦科技、新希望。

周观点：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。2021 年 2 月 12 日，新疆生产建设兵团第十三师报告发生一起非洲猪瘟疫情，2021 年已累计发生两起非洲猪瘟疫情。疫情反复生猪价格景气度将持续，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、正邦科技、新希望。

生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。据统计局数据，2020 年 12 月末生猪存栏达到 4.07 亿头，能繁母猪存栏达到 4161 万头，随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖，建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐生物股份、普莱柯、科前生物。

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。建议关注有产品力及服务力优势的饲料龙头

企业海大集团。

2021 年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。2021 年国内饲料用粮有望大幅增长，国内外粮食价格迎来共同上涨，同时转基因政策持续推进，重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科，以及粮价上涨相关标的苏垦农发。

本周（2021.02.18-2021.02.19，下同）重点新闻：农业农村部鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转让转育

【农业农村部：鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转让转育】

【母猪淘汰加剧，仔猪 1600 元/头仍遭疯抢】

【USDA 展望论坛：2021 年美国大豆和玉米播种总面积将创纪录】

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】美国暴风雪引发油价上涨，看好龙头和化纤产业链——化工行业周报-20210221

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（2021 年 2 月 15 日-2 月 19 日，下同）行业观点：美国寒潮引发原油和能化品价格上涨，看好龙头和化纤产业链

2 月 13 日起，美国遭遇强烈寒潮袭击，美国能源重地得州受其影响，油气及电力生产均陷入停滞，国际油价应声大涨，多个能化品种价格波动加剧。据英为财经数据，截至 2 月 19 日，WTI 03 合约报收于 59.24 美元/桶；布伦特 04 合约报收于 62.91 美元/桶。据新华社新闻，在得州预计有 590 万桶/日的炼油产能受到了极寒天气的影响，尤其是位于墨西哥湾沿岸的 510 万桶/日炼油能力受到较大冲击。据新华社 2 月 20 日消息，标准普尔全球普氏公司 2 月 18 日表示，近日极寒天气逐步好转，美国得州等地油气行业受到的影响正在消退。我们认为虽然受天气影响的炼化装置将逐步重启，但是仍需一定恢复时间，造成的下游化工品供应紧张的局面仍有待缓解。原油价格拉涨对产业链产品起到成本支撑作用，化工品市场在春节后迎来了“开门红”，多个产品报价上调。“PX-PTA-涤纶长丝”全产业链价格拉涨，涤纶长丝价差再度扩大;MDI、TDI、粘胶短纤、氨纶、PVC 等产品价格均呈上涨态势。站在当前时点上，市场流动性和风险偏好已经有所变化，但仍将充满结构性机遇。我们建议继续关注海内外需求边际继续改善、全球产能向中国集中、行业向龙头集中、现金流量健康的化工子行业龙头：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、三美股份、利民股份、鲁西化工、滨化股份。

本周行业要闻：海外 MDI 装置不可抗力加剧；华鲁恒升精己二酸开车成功

【MDI 行业】海外装置由于严寒天气遭受的不可抗力情况进一步加剧，预计 MDI 价格持续上行。据天天化工网消息，2 月 17 日巴斯夫发布通知，从 2 月 14 日至 16 日，其美国盖斯马基地经历了长时间的恶劣天气和冰冻温度，关键原材料严重中断以及生产设施冻结损坏，公司宣布 MDI、TDI、MDI/TDI 共混物和所有多元醇产品的不可抗力立即生效。据百川盈孚数据，截至 2 月 20 日，万华化学华东聚合 MDI 报价为 23000 元/吨，较春节前 2 月 10 日的 19700 上涨 16.75%；华东纯 MDI 报价为 23250 元/吨，较 2 月 10 日上涨 100 元/吨。我们预计下周国内聚合 MDI 市场延续强势，看好 MDI 或将迎来“金三银四”行情，万华化学作为全球巨头预计将充分受益。受益标的：万华化学。

【己二酸行业】华鲁恒升精己二酸项目一次开车成功。据公司于 2 月 18 日晚公告，其精己二酸品质提升项目一次开车成功并产出合格产品。目前项目已进入试生产阶段，预计于 2 月底可实现达标达产。己二酸项目成功投产，标志着公司 150 万吨绿色化工新材料项目又取得新的重大进展，一举进入精己二酸行业第一梯队，公司市场话语权进一步提升。我们认为公司苯产业链布局得到了进一步完善，公司盈利能力有望进一步提升。受益标的：华鲁恒升。

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。

【煤炭开采】动力煤价快速向合理区间回归，持续看好煤炭股估值提升——行业周报-20210220

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

动力煤价快速向合理区间回归，持续看好煤炭股估值提升

本周（2021 年 2 月 15 日-2 月 19 日，下同）动力煤市场价格持续走弱，秦港 Q5500 现货平仓价跌至 615 元/吨，考虑到前期旺季供需矛盾激化下煤价超预期上涨，我们认为当前的快速下跌是正常的季节性回调与市场理性回归的复合行情。本周基本面，春节假期影响下需求持续回落是主要因素，供给端则相对宽松：需求方面，假期后下游工企复工尚未完全启动，工业用电负荷较低，同时节后气温持续回暖，供暖季逐渐接近尾声，整体电力需求较为疲软，电厂日耗大幅回落，库存及可用天数均显著回升，现货采购需求低迷；供给方面，春节期间，除部分小矿休假外，大型煤矿均正常生产，供给端整体宽松；库存方面，春节期间产地、港口、消费端库存均出现累积，其中北港累库趋势明显，秦港库存结束长达 6 个月的 500 万吨低位。后期判断，供给端仍将保持稳定生产，3 月“两会”将至，安全生产仍是高压线；需求端，供暖季结束后传统需求淡季即将来临，但考虑到“就地过年”将加速下游工企复工，工业用电有望较快恢复，预计需求端仍有韧性，煤价短期内或将止跌企稳，后续价格走势仍需关注各环节去库情况。另外，近期国际原油价格持续上涨，已基本恢复至疫情前期水平，对能源品价格中枢提升有积极影响。展望全年，需求端回归平稳上行通道，供给端弹性随供改深化进一步提升，预计 2021 年煤炭供需或回归平衡，煤价中枢同比上移确定性强。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，主因季节性回调与市场理性回归

本周秦港 Q5500 现货平仓价下跌至 615 元/吨。春节假期影响下需求持续回落是主要因素，供给端则相对宽松：需求方面，假期后下游工企复工尚未完全启动，同时节后气温持续回暖，电力需求阶段性疲软，电厂日耗明显回落；供给方面，产地节假期间基本保持稳定生产，供给端整体宽松；库存方面，春节期间产地、港口、消费端库存均出现累积，其中北港累库趋势明显。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。

煤焦钢产业链：本周双焦皆稳，钢厂焦炭库存持续低位运行

焦炭方面，本周焦价高位企稳。需求端，节后钢厂高炉开工率小幅回升，对焦炭消耗增加，钢厂焦炭库存节后下降，持续位于低位，补库预期增强，同时本周钢价上调，钢厂利润好转，利好强势焦价；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，焦炭供给不改紧缩局势。焦煤方面，本周价格仍持续稳定，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

【商贸零售】牛年春节黄金周消费向好，“悦己”消费品质升级——商贸零售行业周报-20210220

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

牛年春节黄金周消费向好，就地过年无碍“悦己”消费品质升级

根据商务部数据，2021 年春节黄金周全国重点零售和餐饮企业实现销售额约 8210 亿元，同比 2020 年春节增长 28.7%，较 2019 年春节也增长 4.9%，社会消费持续稳步复苏。分地区看，“就地过年”倡议下，约有 1 亿人“原地过年”，因此一线城市及各大省会城市普遍取得较高同比增速。在春节叠加情人节背景下，随着年轻一代逐渐成为消费主力军，以美妆、珠宝等“悦己”类商品为代表的品质升级消费需求旺盛：商务部重点监测零售企业的珠宝首饰、服装、通讯器材、家电数码同比分别增长 160.8%、107.1%、39.0%和 29.9%；京东大数据也显示，珠宝首饰、美妆和钟表礼品类的消费占比增速位居前三名。受“就地过年”影响，短途旅游和看电影等本地精神文化消费也受到消费者青睐，飞猪数据显示春节本地游预定量同比增长超 660%，春节档电影票房则以 78 亿元创下历史新高。再看消费渠道方面，线上电商保持高景气（春节假期“全国网上年货节”零售额超过 1200 亿元，邮政快递包裹 3.65 亿件同比增长 224%），线下商圈客流量也在复苏（全国 10 个一二线城市购物中心日均客流量约达到 2019 年春节 86%水平）。餐饮方面，春节期间大型支付机构监测餐饮商户销售额同比增长约 1.3 倍，除夕当天美团外卖全国订单量同比增长 70%，网购半成品“年夜饭”到家成为新潮流。

行业关键词：京东物流、名创优品、Shopify、兴盛优选、抖音电商等

【京东物流】京东物流在港交所提交招股书。

【名创优品】名创优品启动“X 战略”，孵化更多的子品牌。

【Shopify】跨境独立站 SaaS 服务商 Shopify2020 年收入增长 86%。

【兴盛优选】社区团购独角兽兴盛优选将完成 30 亿美元融资。

【抖音电商】抖音扩招品牌号服务商。

板块行情回顾

本周（2 月 8 日-2 月 19 日，下同）零售板块（商业贸易指数）报收 3131.79 点，上涨 7.28%，跑赢上证综指（本周上涨 5.72%）1.56 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 12 位。各细分板块中，本周多业态零售行业表现较好，2021 年年初至今珠宝首饰板块表现最好。个股方面，本周爱婴室（+25.5%）、百联股份（+19.7%）和北京城乡（+16.1%）涨幅靠前。

投资建议：沿“颜值经济”、“新兴电商”、“线下零售细分龙头”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，关注竞争力突出的珠宝和母婴连锁细分赛道龙头，重点推荐周大生、爱婴室。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【农林牧渔】上市猪企 1 月收入端呈现分化——行业点评报告-20210219

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

1 月猪企肥猪均价延续上涨趋势

温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份 2021 年 1 月肥猪均价分别为 34.2/30.5/32.7/35.5 元/公斤，环比+5%/-

1%/+3%/+17%，同比-7%/-4%/0%/0%，延续 2020 年 11 月下旬以来的上涨趋势。

生猪价格短期面临回调压力。2021 年 1 月以来全国生猪均价持续回调，由 2021 年 1 月 5 日高点 36.72 元/公斤跌至 2021 年 2 月 19 日低点 29.51 元/公斤，跌幅达 20%。我们认为近期猪价回调由于：（1）东北地区散户存栏中存在部分春节前未出栏的大猪短期将陆续出栏；（2）春节后屠宰量整体维持低位，近期北方屠宰厂超 150kg 即拒收，而春节前拒收标准多为 175kg，后续随着大肥猪需求转淡，养殖户压栏情绪不高也将带动出栏；（3）山东等地区低体重猪抛售严重且仍在持续，受低体重猪带动，肥猪价格短期或继续下行。

仔猪价格预计持续上涨。春季前 15kg 仔猪价格 1717 元/头，春节期间交易量少，规模企业多放假，预计春节后大型养殖企业仍有大量持续采购仔猪计划，且每年正月十五过后，2 月底至 3 月份，是中小养殖户补栏高峰期，预计春节后仔猪价格或持续上涨。

受 2020 年底加快出栏影响，1 月上市猪企出栏普遍环比减少

2021 年 1 月主要 9 家上市公司出栏量 386 万头，同比增长 110%，环比减少 27%。由于产能扩张，上市公司出栏量同比均大幅增长；由于 2020Q4 冲刺全年出栏量、冬季猪病扰动下提前出栏现象普遍，上市公司出栏量普遍环比下滑，正邦科技、新希望、温氏股份、天邦股份、天康生物、傲农生物、唐人神、大北农、金新农出栏量及环比分别为 79 万头/-41%、73 万头/-56%、100 万头/+13%、47 万头/+74%、15 万头/-38%、16 万头/-28%、16 万头/+2%、31 万头/-8%、10 万头/-49%。

上市猪企 1 月收入端环比呈现分化

上市猪企收入端环比出现分化，由于出栏量环比增长，温氏股份、天邦股份 2021 年 1 月销售收入及环比分别为 41 亿元/+17%、14 亿元/+85%，而新希望、正邦科技分别为 25 亿元/-36%、31 亿元/-20%；由于上市公司出栏量同比放量，收入同比均实现高增，温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份分别同比+9%/+127%/+180%/+279%。

风险提示：猪价景气度不及预期、上市公司出栏量不及预期、上市公司养殖成本下降不及预期。

【食品饮料】1 月电商数据分析：阿里系线上销售额稳步增长，各行业集中度提升——行业点评报告-20210219

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

京东食品饮料行业线上销售额环比提升，食品礼券增幅较大

根据魔镜数据，2021 年 1 月京东食品饮料行业线上销售额为 60.6 亿元，同比减少 7.3%。从环比来看，销售额环比增速达 42%。临近春节居民消费热情高涨，销售额环比上涨，但略受春节错位影响，销售额同比下滑。分行业来看，子行业销售额同比下降；环比来看，食品礼券行业线上销售额增幅较高，同比增加 131.8%，主要由于春节临近，礼券类消费热度提升。2021 年 1 月休闲食品行业线上销售额占比较大，占比达 43.1%。

休闲食品：行业销售额同比增长，坚果礼包成为热销商品

根据魔镜数据，2021 年 1 月阿里系休闲食品行业线上销售额达 139.9 亿，同比提升 25.2%，主要由销售量同比增 26.6%推动。从龙头表现来看，休闲食品行业龙头 2021 年 1 月销售额皆有所下滑，三只松鼠、百草味销售额下滑主要由于销量下降，良品铺子销售额下滑主因均价减少。从市场份额来看，休闲食品行业 CR3 提升 5.9 pct 至 20.2%，龙头市场份额有所增加。

饮料冲调：乳制品、燕麦行业销售额显著增长

饮料冲调行业中：（1）乳制品：2021 年 1 月阿里系乳制品行业线上销售额达 14.2 亿，同比增 40.7%，主要由销量增长推动。分子行业来看，2021 年 1 月低温乳制品品类增速最快，同比增 216.3%；羊奶类产品增速加快，同比增 92.5%；酸奶类产品需求有所回暖，同比增 19.7%。从龙头表现来看，伊利股份、光明乳业快速增长；蒙牛乳业销售额同比减少 15.2%，主要受均价下降 17.3%的影响。从市占率来看，行业 CR3 提升 1.5pct 至 39.9%。（2）燕麦：2021 年 1 月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达 3.1 亿，同比增长 42.9%，主要是销量提升 47.5%推动。从龙头

表现来看，欧扎克、西麦食品销售额增幅较大，主要由销量增长推动。从市场份额来看，CR5 提升 0.2pct 至 36.7%，行业集中度小幅上升，西麦市场份额提升 0.8 pct 至 5.9%。

膳食营养品：行业快速增长，量价齐升

2021 年 1 月阿里系膳食营养品行业线上销售额达 16.7 亿，同比增 141.5%，行业量价齐升。分子行业来看，2021 年 1 月菌菇、酵素品类增速最快，同比增 228.5%，胶原蛋白行业线上销售额占比最高，达 36.4%。从龙头表现来看，汤臣倍健销售额达 1.7 亿元，同比增加 82.9%；swisse 销售额达 1166 万元，同比增 192.2%。龙头销售额显著提升，主要由销量增长推动。从市场份额来看，汤臣倍健市占率提升 3.4pct 至 10.4%，swisse 市占率提升 0.2pct 至 0.7%，龙头市场份额有所增加。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原材料价格波动。

【传媒】就地过年倡议下电影春节档的变与不变——行业深度报告-20210219

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

就地过年催生影史最强春节档，观影仍为合家欢娱乐刚需

根据艺恩数据，2021 年春节档（2 月 11 日至 2 月 17 日）七日累计票房为 78.33 亿元（含服务费，下同），较 2019 年同期增长 42.29%；七日累计场次为 284.60 万，较 2019 年同期下降 2.37%；七日累计观影人次为 1.60 亿，较 2019 年同期增长 21.18%；日均票价为 47.14 元，较 2019 年同期增长 15.79%。我们认为，在就地过年的倡议下，一二线城市观影需求被点燃，观影人次及票价的“量价齐升”助推 2021 年春节档的票房表现超预期，大年初一更是创下中国影史单日票房最高纪录，证明人们观影意愿恢复良好，观影仍为过年线下娱乐刚需。

春节档的不变：优质内容为王，头部效应仍显著

从单片票房来看，《唐人街探案 3》与《你好，李焕英》领先优势明显，根据艺恩数据，《唐人街探案 3》七日累计票房为 35.59 亿元，占总票房的比例为 45.43%；《你好，李焕英》七日累计票房为 27.29 亿元，占总票房的比例为 34.84%。我们认为，优质 IP、动人剧情、精良制作、强卡司阵容成为头部影片胜出关键，《你好，李焕英》从大年初四开始单日票房逆袭《唐人街探案 3》也验证了高口碑是决定票房的核心因素，强化“内容为王”逻辑。从影片类型来看，2021 年春节档上映的 10 部影片中，喜剧片数量占比达 40.00%，共产生电影票房 62.91 亿元，占春节档总票房的比例为 80.31%。此外，春节档电影也呈现出系列化趋势。

春节档的变化：疫情影响下票房结构性差异明显，头部院线市占率提升

根据艺恩数据，2021 年春节档一线城市七日合计票房为 10.21 亿元，较 2019 年同期增长 40.83%，占总票房比例为 13.12%，较 2019 年同期提升 0.84pcts，“就地过年”倡议下返乡人群减少，或导致深耕一二线城市的影院、院线公司更受益。万达院线七日累计票房为 10.41 亿元，市占率为 13.29%，较 2019 年同期提升 1.08pcts，稳居院线龙头地位。Top3 院线七日累计票房为 24.49 亿元，市占率为 31.27%，较 2019 年同期上升 1.97 pcts，疫情加速院线集中度提升继续得到验证。

春节档或推动 2021 年 Q1 电影板块业绩大幅修复，强化顺周期逻辑

短期来看，在就地过年的倡议下，春节档电影票房表现超预期，叠加 2020 年 Q1 的低基数效应，2021 年 Q1 电影板块业绩大概率继续迎来大幅修复，对于内容出品、发行方而言整体受益，对于影院、院线公司而言，深耕一二线城市的影院、院线公司或更受益。长期来看，电影板块正从疫情带来的阴霾中逐步走出，国庆档、春节档的亮眼表现表明观众观影热情不减，在头部电影和重要档期推动下，2021 年电影板块顺周期复苏有望持续。电影工业化驱动行业长期发展、院线行业集中度提升，龙头公司有望由于市占率的提升充分受益于疫情结束后的行业长期增长。电影板块受益标的包括猫眼娱乐、万达电影、上海电影、中国电影、IMAX CHINA、恒腾网络、华谊兄弟、光线传媒、北京文化、金逸影视、横店影视。

风险提示：新冠肺炎疫情反复及对电影行业的影响存在不确定性；上市公司商誉减值损失或资产减值损失风险；中国电影工业化进程低于预期的风险。

【农林牧渔：牧原股份(002714.SZ)】迈入智能养殖的农牧巨头，周期成长之路开启——公司深度报告-20210219

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

迈入智能养殖的农牧巨头，周期成长之路开启，维持“买入”评级

公司为我国生猪养殖龙头企业，过往凭借持续低于同行的养殖成本及快速扩张的产能成功证明自身，非洲猪瘟疫情后步入智能养殖 3.0 时代，竞争优势大幅提升，我们认为未来 3 年公司有望凭借其超额盈利和出栏量的扩张穿越猪价下行周期，预计 2020-2022 年归母净利润为 286/401/348 亿元，同比+368%/+51%/-7%，EPS 为 7.6/11.5/10.7 元，当前股价对应 PE 为 16.4/11.7/13.5 倍，维持“买入”评级。

步入智能养殖 3.0 时代，成本优势显著

我们测算 2019 年公司商品猪完全成本 13.1 元/公斤，成本提升主要由于：饲料端新增的高温灭菌措施（+0.2 元/公斤）、猪舍全面硬件升级造（+0.08 元/公斤）、积极储备人才并加大员工激励提升职工薪酬（+0.40 元/公斤）、销售环节新增的检测手段和人员投入（+0.05 元/公斤）；人员薪资提升、产能闲置提升管理费用（+0.23 元/公斤）。预计 2020 年完全成本 14.04 元/公斤，主要由于玉米涨价（+0.16 元/公斤）、股权激励费用摊销（+0.55 元/公斤）、新人员业务水平和猪舍性能未达到最佳效率（+0.45 元/公斤）。假设 2021 年玉米占原料成本比例降至 27%，则原材料成本同比+1.00 元/公斤；股权激励费用将下降至 0.08 元/公斤，生物安全提升带来疫苗及药品成本同比-0.10 元/公斤，并且随着新员工业务水平及猪舍性能的提升成本存在下降空间，预计 2021 年商品猪完全成本中枢约 14.02 元/公斤。

2020-2022 年产能有望保持高速扩张

高规格防疫、轮回二元育种体系奠定公司能繁母猪存栏高速扩张基础，我们预计 2020-2022 年公司生猪出栏量为 1811/4000/6000 万头，考虑到公司能繁母猪存栏增速快于产能扩张，自 2019Q4 起部分能繁母猪需占用育肥场栏舍，据我们测算，截至 2020 年 12 月底，约 30%能繁母猪需饲养在育肥场中。2021 年随着产能扩张提速，紧缺情况将得到缓解，但预计至 2021 年底仍有 10%以上能繁母猪需饲养在与育肥场中，因此 2021 年公司仍将适度外销仔猪、减少商品猪压栏。

风险提示：猪价景气度不及预期、出栏量释放不及预期、成本大幅提升。

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。

开源证券股份有限公司

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