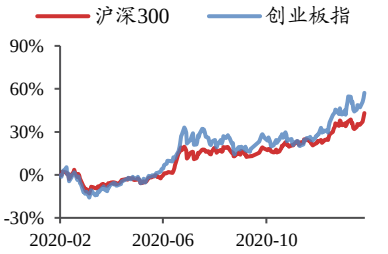
2021 年 02 月 18 日

开源晨会 0218

——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(%)
休闲服务	5.92
食品饮料	3.79
家用电器	2.97
医药生物	2.43
有色金属	2.24

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-0.56
国防军工	-0.54
采掘	-0.36
房地产	-0.05
商业贸易	0.07

数据来源：贝格数据

观点精粹

总量视角

【策略】新年也要开新局——投资策略周报-20210217

【策略】没有合力的市场——资金跟踪系列之四——投资策略专题-20210216

【策略】价值正在归来——风格洞察与性价比追踪系列（一）-20210215

【宏观】“春节”效应 VS 经济“趋势”——宏观经济专题-20210216

【宏观】3 分钟看清春节海外要闻——宏观经济专题-20210215

【金融工程】行业量化配置：在沪深 300 增强上的应用——开源量化评论（19）-20210217

【固定收益】当资本市场进入了货币政策的锚——固收专题-20210217

【固定收益】不对称的周期：全球资产的洼地——固收专题-20210217

行业公司

【农林牧渔】春节后农业走势回顾：板块整体表现偏强，关注养殖、饲料、动保及种植链——行业周报-20210217

【非银金融】春节周基金新发热度不减，聚焦成长和价值龙头——非银金融行业周报-20210217

【传媒】史上最强春节档或诞生，短视频衍生的机会待挖掘——行业周报-20210215

【传媒】就地过年催生影史最强大年初一，头部效应仍显著——行业点评报告-20210213

研报摘要

总量研究

【策略】新年也要开新局——投资策略周报-20210217

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

通胀正从预期走向现实

2 月以来，美国财政刺激计划不断超预期推进，疫苗逐步投入使用使全球经济有望重启，全球通胀交易正在浮出水面。在复苏的经济和宽松的流动性环境下，通胀回归本身具有两面性：一是通胀本身对相关行业带来的盈利弹性；二是通胀终将对宽松的货币环境形成制约，上行的贴现率要求高估值资产需要更高的增长作为支撑。2020 年疫情带来的宏观环境变化让优质的核心资产获得了系统性的估值提升，丰厚的收益水平很难单纯归功于自下而上的分析。既然过去收益中包含了大量系统性因素，那投资者也应该重视宏观环境与市场环境对于未来资产价格的影响。通胀正在从预期走向现实，配置调整应对将变得关键：投资者应从单纯追求收益转向于追求风险调整后收益。

寻找通胀的盈利弹性：“欠债”少+议价能力强+需求拉动

受益于出口与制造业投资的原材料与中间品的再通胀是本轮通胀交易的核心驱动力。而通胀交易本身仍是基于盈利能力的交易，投资者需要以价格为线索考虑行业格局以寻求 ROE 弹性，而决定企业 ROE 弹性与商品价格之间的核心因素是议价能力以及控制成本的优势。结合“欠债少”与议价能力进行匹配筛选发现：钢铁中的板材、石油化工、动力煤、油服工程以及纺织制造在这些行业里面属于估值友好且基本面受益明显，而钛白粉、铜、铝、化学纤维、交运以及氟化工属于估值中性但是潜在盈利改善明显；对于有机硅、电子化学品以及涂料油墨颜料而言属于明显的“好而贵”，匹配程度未来需要跟踪。

通胀的另一面：重新审视全市场的性价比

通胀本身对宽松的货币环境终将形成制约，并对“高估值”带来压制，对于投资者而言需要寻找破局方法。在 2021 年信用收缩的情形下，A 股大概率进入“还账时刻”，但当下经济仍处于上行期，此时仍有利于周期板块，而金融板块正迎来最有利的宏观环境，市场局部机会仍然广泛存在。全面悲观并不可取，积极防御是更好的应对：即寻找更好的风险收益比。我们按照行业年化收益率与 ROE(TTM)之差与分析师一致预期的 2021 年 ROE 两个维度划分出四个象限发现：除金融地产板块外，电子以及农林牧渔等板块均处于“积极防御”象限中，值得一提的是，通信板块在 2020 年收益率跑输 ROE 较多，出现边际改善时“赔率”可能较大。对于中小市值而言，过去市场的价值观与伴生机制可能造成了部分中小市值资产价值发现能力的缺失，这也为未来带来了机会，我们看好中小市值在 2021 年的行情，但短期注意两种交易场景出现造成的冲击：增量资金强化头部“抱团”或趋势动能减弱导致负向循环被卖出。

全攻全守，积极调整

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）、大炼化、动力煤、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、地产为代表的低估值、高 ROE 板块；同在“积极防御”象限中的电子、农林牧渔、“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。

风险提示：行业景气度不及预期，统计误差

【策略】没有合力的市场——资金跟踪系列之四——投资策略专题-20210216

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

美元指数下行，通胀预期震荡，海外流动性仍较好，国内流动性分层继续缓和

上周(20210208-20210212)美元指数整体下行，周五(20210212)有所回升，中美利差有所走阔，美债名义/实际利率有所抬升，其背后反映的通胀预期维持震荡。对于海外而言，上周美国不同期限/等级企业债信用利率均有所收窄，Ted 利差走阔但仍维持低位，美国金融系统流动性整体仍较充裕；对于国内而言，上周流动性分层继续缓和，不同期限信用利差分化，短端走阔，长端收窄。

北上内部分歧较大，配置盘挖掘部分消费与部分周期板块的中小市值机会

上周(20210208-20210210)外资配置盘净买入 A 股 96.36 亿元，外资交易盘净卖出 A 股 14.67 亿元。行业上，北上配置型资金与交易型资金的分歧较大，共识在于卖出通信行业，买入电新、有色、机械、汽车、农林牧渔、轻工制造、石油石化以及建筑建材等行业。对于金融地产(银行、非银以及地产)板块，北上配置/交易盘的分歧较大，北上配置盘均选择净买入，而交易型资金均选择净卖出。分市值来看，上周北上配置盘在医药、家电、食品饮料、化工、轻工制造、汽车、消费者服务、房地产、银行、建筑以及交运等板块主要挖掘 500 亿市值以下的标的。

两融活跃度回升，主要净卖出电子与电新等板块，主要净买入医药等板块

上周(20210208-20210209)两融活跃度有所回升。上周两融投资者整体净卖出约 3.05 亿元，分行业看，主要净卖出电子、电新、非银、交运、房地产以及农林牧渔等行业，主要净买入医药、汽车以及银行等板块。

公募资产/负债端的分歧仍在消费与金融地产板块，TMT 获得新的青睐

上周(20210208-20210210)偏股混合型和普通股票型基金的仓位有所提升，主要加仓 TMT、石油石化、建材、消费者服务以及化工等板块，主要减仓煤炭、有色、电新及汽车等板块。金融地产板块均被一定程度减仓，除汽车外的消费板块则大多加仓。货币型 ETF 被持续净申购，这意味着上周货币型基金整体可能被净申购，货基可能吸纳了来自股票基金或者理财等其他资产的赎回资金，“持币过节”现象出现。而从个人持有比例较高的 ETF 的申赎行为来看：临近春节，部分个人投资者可能选择“持币过节”，对于新进个人投资者而言，与金融地产、科技以及军工等板块相关的 ETF 均被净申购，与消费、医药、周期以及新能源车等板块相关的 ETF 被净赎回。如果以个人持有较高的 ETF 的申购赎回作为公募负债端的个人投资者申购的代理变量，我们会发现主动偏股基金本身与其负债端的个人投资者之间的认知仍存在较大分歧，且核心分歧在于消费医药板块以及金融地产板块。值得一提的是，上周主动偏股基金与其负债端的个人投资者在加仓 TMT 以及卖出新能源车方面的行为是一致的。结合相对稳定的北上配置盘的行为来看：在金融地产板块上，公募基金并不如其主要对手盘（北上）和负债端（个人申购）那般坚定；但在 TMT 领域，三者都愿意做新的挖掘。以北上交易资金和两融为代表的趋势交易者，仍呈现震荡，也未表现出对上述任何观点在交易层面的认可。

风险提示：测算误差

【策略】价值正在归来——风格洞察与性价比追踪系列（一）-20210215

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

经济复苏下的通胀交易成为近期 A 股和美股的“共识”。近 5 个交易日 A 股涨幅排名靠前的集中在大消费板块（休闲服务、食品饮料、医药生物、家用电器），概念指数中与大消费以及通胀交易相关的指数排名靠前。美股涨幅排名靠前的集中在与经济复苏更相关的板块（能源、金融和工业），而美国 ETF 中干散货运输、原油以及与拜登交易相关的工业大麻表现强势。由此可见近期 A 股与美股的交易共识是全球经济复苏下的通胀，此前我们提示的通胀交易从预期逐步走入现实正在发生。投资者需要认识到的是，既然市场开始进行通胀交易，在把握机会的同时也需要认识到通胀的另一面：通胀终将对宽松的货币环境形成制约，并对高估值资产带来压制。

各个市场的极致风格开始出现分化，价值正在回归。2020 年以来全球主要市场的风格指数指示成长风格明显占优，尤其是 A 股。但大小盘有所分化；近期以 A 股、美股和日股市场为代表的价值股开始崛起，这意味着前期极致的风格分化在不同市场出现了不同程度的收敛。

股债风险溢价以及格雷厄姆的股债比均不支持当前 A 股因为“更便宜”而成为买入理由。无论是以 10 年期中债国债到期收益率还是 7 天余额宝年化收益率计算的万得全 A 风险溢价，均位于历史均值的下方；而且万得全 A 的格雷厄姆股债比也处于历史均值附近。上述指标触及均值或均值下方意味着当下 A 股其实相对于自身或者债券而言并不能算十分具备吸引力，未来市场继续上行的动力将十分依赖于盈利端的 E，而非估值。以 10 年期美国国债到期收益率计算的风险溢价，恒生指数位于历史均值下方，而标普 500 仍在均值上方；同时标普 500 的格雷厄姆股债比位于历史+1.5 倍标准差附近。

从估值与盈利的匹配度来看，目前大盘成长仍在继续透支未来的增长预期，但我们也发现近期大盘价值收益率与 ROE 之间的差距相比于之前有所改观。我们通过计算 2021 年 1 月 A 股主要指数和风格的 CAPE（周期调整市盈率）来看，万得全 A 的 CAPE 位于均值上方，但比 2020 年 12 月有所下降；如果分母换成过去 5 年经通胀调整的归母净利润最大值，则 2021 年 1 月万得全 A 的 CAPE 已经超过历史+1 倍标准差。这意味着市场对于未来 A 股盈利的乐观程度已经远超过过去 5 年的最好时刻。从风格上看，相对于自身而言，以大盘成长、创业板指以及沪深 300 为代表的指数 CAPE 历史分位数远远高于大盘价值和小盘股。同时我们还计算了各个指数与行业的收益率与 ROE 之间的透支程度，我们发现截至 2021-02-10，创业板指、大盘成长以及沪深 300 仍在继续透支未来的增长预期，但值得关注的是大盘价值有所反弹，从行业上看主要集中于银行、钢铁等行业。

从一些关键的市场特征指标上看，极致风格的分化才刚刚开始。近期 A 股上涨个股数占比处于历史低位，标准差也在回落，但指数仍在创新高；茅指数内部也开始出现了明显的分化。同时，A 股近期的波动率也明显抬升；自由流通市值/M2 的比值仍处于上升趋势中。

风险提示：流动性超预期宽松；国内经济下行超预期；疫苗接种不及预期

【宏观】“春节”效应 VS 经济“趋势”——宏观经济专题-20210216

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

年初数据空窗期，加之“春节”扰动，经常会出现经济预期的混乱，2021 年亦不例外。如何理解，近期数据“打架”，“春节”效应与未来“趋势”？本文供参考。

“春节”效应等影响下，年初容易出现数据“打架”的情况，2021 年也是如此

“春节”效应的存在，使得年初数据连贯性较差，容易出现数据“打架”的情况，2021 年亦不例外。春节期间，人口的大规模迁移等，会对经济活动产生较大扰动，一般体现在节前 1-2 周，节后 2-4 周。历年春节，于 1 月下旬至 2 月中旬之间交替出现，使得春节“效应”，对 1、2 月数据干扰最大，部分年份 3 月也会受到影响。“春节效应”对生产、消费活动影响不一，容易导致数据“打架”现象。

1 月 PMI 指数大幅下滑，与金融数据显著超预期形成背离，主要与“春节效应”和“就地”过年有关。工作日的减少（2021 年 2 月相比 1 月少 3 个工作日），或促使部分 2 月的贷款需求在 1 月提前兑现；春节“错峰”（2020 年春节在 1 月），进一步抬高 1 月部分同比数据。与此同时，部分生产工人的提前返乡，或使得生产活动在 1 月中下旬即受到“春节效应”的拖累，进而拖累 PMI 指数的读数。

淡化单月数据波动，注重趋势分析；政策“退潮”之年，关注“收缩”效应

客观认识“春节效应”，应结合 1 月和 2 月数据，甚至整个 1 季度数据综合评判，不宜对单月数据过度解读。“春节效应”等因素影响下，年初数据并不能完全反映经济真实情况，仅依靠单月数据容易产生误判。回溯历史，1、2 月数据走势，对经济趋势的指引经常会有误导性，典型时期例如，2010 年、2018 年 1-2 月工业增加值增速较

前值大幅抬升，但春节后一月出现明显回落、全年经济整体下行。

2021 年，政策“退潮”之年，带来的“收缩”效应值得关注。疫情影响减弱下，全球性政策“退潮”是大势所趋。“调结构”为重心的中国，“退潮”时点更早、决心更强；2020 年年中“退潮”已开始，带动相关链条逐步降温。其中，基建链在年中前后已见顶回落；伴随地产调控加强，土地成交持续回落，投资也已现走弱迹象。政策“退潮”下，信用“收缩”已然开始，社融增速连续 2 月明显回落。

生产和投资端部分指标或已见顶、部分消费类继续修复，供需端指标加速收敛

“就地”过年对经济活动的影响显著分化，城市内部分线下消费“火爆”，但跨区域旅游相关服务低迷，对生产端的影响仍有待观察。“就地”过年人员增多，使得城市内活动强于以往，外出观影、短途旅行等增多，尤其是人员输入较多的大城市；但对跨区域旅行、人员输出较多的地区消费等，可能形成拖累。“就地”过年增多或有利于复工，而对人员提前返乡较多行业的影响，仍需进一步跟踪。

前期修复较快的生产、投资端部分指标已先后见顶，而部分尚未修复到位的线下服务等消费指标或继续修复，供需端指标或加速收敛。随着疫情干扰减弱，生产先于需求修复，工业增加值增速快速抬升、12 月创 2015 年以来新高，反映生产景气的 PMI 生产指数已连续 2 个月下降。政策“退潮”下，拉动内需修复的三大链条均已出现回落；而部分线下服务等修复受疫情反复拖累，年内有望加速修复。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

【宏观】3 分钟看清春节海外要闻——宏观经济专题-20210215

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

大类资产：春节假期前后，美股、原油等大涨，10Y 美、德债利率升至新高

全球股市：纳斯达克、标普 500、道琼斯分别上涨 1.7%、1.2%、1%。亚欧股指方面，恒指、日经 225 上涨 3%、2.6%，英国富时、巴黎 CAC40 上涨 1.5%、0.8%。

全球债市：10Y 美债利率上行至 1.2%，刷新近 1 年新高。其他债市，10Y 德、法债利率上行 5.7bp、3.1bp 至-0.42%、-0.19%，双双刷新 2020 年 9 月以来新高。

外汇市场：美元指数震荡下跌，最终收跌 0.6%至 90.44。其他货币，欧元、英镑兑美元分别上涨 0.57%、0.85%至 1.212、1.385，美元兑日元下跌 0.43%至 104.92。

大宗商品：COMEX 黄金止跌反弹，最终收涨 0.67%至 1823.2 美元/盎司。油价大幅上涨，WTI、Brent 油价分别上涨 4.61%、5.21%至 59.47、62.43 美元/桶。

海外疫情&疫苗接种：美欧疫情形势持续改善，美国疫苗接种进度加速提升

美欧疫情形势持续改善；为防控疫情，美国大力推行佩戴口罩令，欧洲继续封锁、并收紧出入境限制。2 月以来，美国、欧盟以及全球疫情形势持续改善，新增确诊、死亡及住院病例等快速下滑。为防控疫情，美国各级政府大力推行强制佩戴口罩令；欧洲方面，德国、英国等继续实施封锁措施，并进一步收紧出入境限制。

美国疫苗接种速度持续加速提升，接种进度远远领先欧盟等。截至 2 月 12 日，美国每日疫苗接种量已升至 166 万剂，远超欧盟的 58 万剂、英国的 44 万剂。充足的疫苗供应及不断提升的疫苗接种速度支持下，美国累计已有 1308 万人完成 2 剂疫苗的接种，占总人口的 3.91%，远高出德国的 1.59%、英国的 0.79%等。

海外事件&数据：拜登财政刺激计划推进顺利，民主党弹劾特朗普再次失败

拜登财政刺激计划推进顺利；民主党弹劾特朗普再次失败。2 月 5 日，美国国会通过 2021 年财年财政预算决议，为拜登 1.9 万亿美元的财政刺激法案绕开共和党反对、快速顺利落地铺平道路。特朗普弹劾案方面，由于 2 月

13 日参议院投票中赞成弹劾特朗普的议员数未超过三分之二，民主党弹劾特朗普再次失败，弹劾案审理结束。随着未被国会定罪，特朗普保留了再次参加总统大选的参选资格。

美国 1 月 CPI 低预期，当周就业数据继续改善；欧洲、日本 12 月工业生产加速修复。受房租、食品饮料等价格同比回落影响，美国 1 月 CPI 同比 1.4%、核心 CPI 同比 1.4%，双双低于预期。伴随疫情改善、线下服务类活动修复加快，美国当周初次申请失业金人数 79.3 万人、较前值改善，当周 EIA 原油库存大幅下滑 664.4 万桶、远超预期的增加 98.5 万桶。其他经济体方面，疫情改善下，德国、法国、日本、英国 12 月工业生产加速修复，德国工业生产同比已超疫情爆发前。

风险提示：疫苗效果不及预期等。

【金融工程】行业量化配置：在沪深 300 增强上的应用——开源量化评论（19）-20210217

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

2020 年沪深 300 指数增强基金总规模及超额收益均创历史新高

沪深 300 指数作为蓝筹价值的代表性指数，自 2004 年 12 月 31 日指数基日以来，其指数波动率小于上证综指、创业板指及中证 500 等主要指数，是投资者获取市场平均收益的优质选择，深受投资者的广泛认可。其中，沪深 300 指数增强基金作为基本面和类基本面量化策略相结合的宠儿，在 2020 年总规模创历史新高，达到 480 亿元。

回顾 2020 年，大部分沪深 300 指数增强基金均获取可观的超额收益，且超额收益达到历史最高水平。2017 年至 2020 年，全体沪深 300 指数增强基金超额收益的中位数分别为：3.59%、2.67%、3.68%、13.37%。

沪深 300 指数增强基金的行业配置分化度增大

沪深 300 指数增强基金的合同要求投资于沪深 300 成份股及其备选成份股的比例不低于非现金基金资产的 80%~90%。因此，在有限的选股样本空间内，通过相对基准指数进行行业的超低配进而增厚整体收益尤为重要。通过 Brinson 归因分解拆解得到的行业配置收益与同期基金超额收益率的散点图，可以看到行业配置收益与同期收益率呈明显正相关。近年来，沪深 300 指数增强基金的行业配置分化度越来越大。

基于开源金工行业因子的沪深 300 指数增强策略

开源金工于 2020 年 11 月 25 日发布的报告《行业配置的量化解决方案》：从交易行为、资金偏好、景气度变化等行业轮动的不同驱动因素入手综合构建行业信号。

基于每月得到的行业信号，我们将其应用于沪深 300 成分股上，以期能够获取稳健可靠的超额收益。具体做法如下：

（1）每月末得到一级行业的行业因子值，并将行业因子值进行正态分布转化；

（2）计算每月末沪深 300 指数的一级行业权重和每个行业各个成分股权重；

（3）每月行业的主动权重=行业因子值/（β*行业因子值的绝对值之和）

（4）经过调整后，每月的行业权重=每月沪深 300 指数的行业权重+每月行业的主动权重；

（5）最后将每个行业权重按比例得到个股的权重。

当 β=2 时，按照上述步骤构建的策略表现：全区间内（201201-202101）相对沪深 300 指数的年化超额为 5.31%，超额年化夏普比率为 1.97，月度超额胜率达到 70.64%，且每年均能达到稳健可观的正超额收益。

风险提示：模型基于历史数据测试，市场未来可能发生重大改变。

【固定收益】当资本市场进入了货币政策的锚——固收专题-20210217

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

货币不仅能创造实体通胀，也能创造金融通胀：

1. 在弗里德曼的理论之中，货币不仅能创造实体通胀，也能创造金融通胀。债券市场对流动性的敏感性自然不言而喻，而股票市场的涨跌也同样与流动性存在着密切关系。

2. 除了传统资本市场之外，介于实体属性和金融属性之间的房地产价格也同样与流动性息息相关。

3. 但一个变化是：随着中国实体回报率的越来越低，货币脱实就虚的意愿也在逐步增强，相对于资本市场来而言，实体通胀对流动性的反应越来越不敏感。

央行在制定货币政策时，大概率同时考虑了实体通胀和资本市场通胀：

1. 平抑资本市场的波动同平稳实体通胀一般，是货币政策重要的目标之一。我们可以将资本市场的上涨定义为资本市场的通胀，而资本市场的下跌定义为资本市场的通缩。资本市场无论处于通胀或通缩状态，都不会影响居民或企业的实际购买力或生活及用工成本，但资本市场的大幅变动却会引起财富的明显转移。

2. 货币政策早已不是一个单纯的经济基本面的因变量。在历史上的若干阶段，货币政策会单独因股票市场的波动去平稳股票市场，且这种货币政策变化是当期的经济基本面难以解释的。

实际上，实体基本面的波动似乎对货币政策的影响越来越小：

如果把实体通胀和资本市场通胀共同看作构成广义基本面的两个因素，可以看到，只要经济不因朱格拉周期而出现大起大落（如 2008-2009 年、2020 年），实体层面几乎不会对货币政策产生频繁且剧烈的影响；而相应地，即使基本面不在朱格拉周期的转折阶段，金融层面通胀的波动也依然会比较剧烈，且至少会对货币政策产生比实体通胀更大的影响。

当前来看，除了实体层面出现明显恢复之外，资本市场的通胀也随势而起：

2020 年一季度后，股票市场指数出现了明显的上涨，而这也在一定程度上同实体基本面一并带动货币政策趋紧。由此，无论从狭义基本面还是广义基本面来看，货币政策后续的趋势可能仍然偏紧，且利率债市场的熊市仍然未能走完，当前的机会更多是阶段性的波段机会。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

【固定收益】不对称的周期：全球资产的洼地——固收专题-20210217

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

当前流动性充裕程度远超疫情之前，资金风险偏好出现了非常明显的 risk-on：

1. 全球的经济不仅仅是破坏与重建那般简单，当前的流动性充裕程度要远超疫情之前：

（1）这一次的朱格拉周期探底并不源于金融出清，而是源于新冠肺炎，比起一般的朱格拉周期来说，这次资金流通速度会得以更快的恢复，信用也会得以更快的扩张；

（2）美国及欧元区的 M2 增速已经创下了有史以来的新高。

2. 实际上，充裕的流动性已经在一定程度上推动了资金风险偏好出现了非常明显的 risk-on，一个显著的标志是：一向钝化的中国工业增加值增速甚至都已超过疫情之前。

照此推测，全球各类资产价格理应明显高于疫情之前：

1. 照此推测，全球的各类资产价格理应明显高于疫情之前，以此作为标尺，可以看到以下现象：

（1）在各大类资产的恢复进度上，大宗商品要快于股票市场，而股票市场则快于债券市场；

（2）西方经济体的资产修复进度要滞后于东方经济体。

2. 这两个现象分别的原因是：

（1）资金已经在相对充分地进行流动性扩张交易，但还没充分地进行经济基本面恢复的交易；

（2）西方经济体的基本面复苏进度滞后于东方经济体，导致其基本面恢复交易更为滞后。

预计后续全球资金会从流动性扩张交易阶段转入疫情恢复的交易阶段：

如果全盘资产终归会恢复常态，后续全球资金则会从流动性扩张交易阶段转入疫情恢复的交易阶段，资产组合也相应会呈现出显著的股涨债跌式的 risk-on 组合。

预计中国的资产表现也是 risk-on 的，中国利率债市场持续承压：

1. 同海外经济体相似的是：中国债券市场的恢复进度相对其他资产更慢，后续收益率的向上弥合是大概率事件；

2. 原油价格相对其他商品的恢复进度同样偏慢，一旦后续原油继续涨价，可能会带动其他商品价格的继续向上；同时，PPI 也存在向上修复的动力，这在一定程度上给了收益率上行的基本面依据。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【农林牧渔】春节后农业走势回顾：板块整体表现偏强，关注养殖、饲料、动保及种植链——行业周报-20210217

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：农业板块春节后表现偏强，关注养殖、饲料、动保及种植链

回顾近 5 年上证指数及农业板块春节后 30 个交易日表现，农业板块近 5 年春节后 30 日累计涨跌幅平均值为 9.99%，上证指数则为 4.82%，农业板块跑赢大盘 5.17pct。分年份来看，除 2017 年外，其余年份农业板块累计超额收益率均为正数，均跑赢大盘指数。分板块来看，饲料板块近 5 年平均涨跌幅和超额收益率均为板块第一，主要原因在于部分饲料养殖公司下游生猪养殖出栏量大幅增长，生猪出栏量位居全国前列，猪周期前期受益于猪价上涨，后期受益于生猪补栏，盈利稳定性增强，饲料板块平均涨跌幅和超额收益率分别为 14.87%、11.56%。近 5 年畜禽养殖板块平均涨跌幅和超额收益率均表现较强，2016 年下半年开始猪周期进入下行通道，生猪价格从高点回落，导致 2017 年、2018 年养殖板块春节后下跌，2019 年及 2020 年非洲猪瘟导致生猪价格大幅上涨后，节后 30 日养殖板块平均涨幅分别为 40.63%、3.29%，平均超额收益分别为 22.89%、12.16%。

我们预计 2021 年春节后整个农业板块表现依旧跑赢大盘，生猪养殖企业盈利持续，畜禽养殖、饲料板块涨幅或跑赢大盘。动保板块充分受益于高猪价刺激下的补栏需求提升，涨跌幅及超额收益率表现优异。2021 年全球粮食价格受气候及需求恢复影响进入上行区间，种植链政策层面利好较多，板块表现或跑赢大盘。

周观点：动保产品需求加速释放，种植链政策面利好较多

非洲猪瘟反复猪价景气度持续，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。我们认为当前头部猪企市值仍处低估，重点推荐牧原股份。

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。

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。

【非银金融】春节周基金新发热度不减，聚焦成长和价值龙头——非银金融行业周报-20210217

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：延续成长和价值主线，继续看好东方财富和保险龙头

春节前一周 A 股上涨明显，春节期间亚太股市普遍走强，恒生指数 2 月 16 日上涨 1.9%，春节周新发基金热度不减。目前非银板块我们的选股思路延续此前的成长和价值两条主线：（1）成长主线，继续推荐互联网财富管理稀缺龙头东方财富，基金市场高景气扩容将带来公司 1 季报和全年盈利超预期，顶层设计下，2021 年仍是基金供给侧扩张的加速年，公司在流量、证券牌照、客户层级和差异化方面具有优势，市占率有望持续提升。（2）价值主线看，目前保险行业基本面、市场预期和估值均处于历史底部阶段，开门红保费增长较好，保险公司转型深化叠加经济复苏延续，行业有望逐步进入复苏周期，看好龙头险企估值修复机会。

券商：春节周新发基金热度不减，信托延续压降为基金扩容释放空间

（1）节前一周仅 3 个交易日，据 Wind 数据，2 月 8 日至 2 月 10 日新发股票+混合型基金 38 只，发行份额 835 亿份，环比-24%，同比+382%。2 月累计新发偏股基金规模达到 1940 亿，预计全月新发规模或达到 3000 亿，同比+151%；上周日均股基成交额回落至 0.91 万亿，年初以来 IPO 和再融资单数同比增长明显，债券承销规模同比+42%。（2）政策面看，信托业银保监会主持召开 2021 年度信托监管工作会议，要求继续压降融资类信托，非标压降为基金产品扩容释放空间，供给侧影响效应延续。节后进入“两会”政策窗口期，我们预计监管层在全面注册制、引入中长期资金方面或有具体政策或指引落地，关注相关政策影响。（3）预计 1 季度新发基金规模和整体保有量增速有望超预期，同时券商在财富管理、资产管理方面或有政策利好落地，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。

保险：负债端有望逐步复苏，看好低估值龙头险企投资机会

（1）龙头险企 2021 年开门红保费增速较好，价值率或有所下降，保险公司转型深化叠加经济复苏，保费改善趋势逐步确认。（2）月初中国平安披露年报，NBV 和投资端的影响已反映到估值中，靴子落地有利于保险股后续估值修复。（3）中长期看，目前保险行业处于保费增长新周期的左侧，保险板块处于市场预期低点，市场关注后续价值改善的催化动力。随着龙头险企价值增长改善、机构向高性价比价值股的增配，龙头险企有望迎来估值修复，推荐中国太保、中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，招商证券，兴业证券，中信证券，华泰证券；

保险：中国太保，中国平安。

风险提示：股票市场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。

【传媒】史上最强春节档或诞生，短视频衍生的机会待挖掘——行业周报-20210215

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

就地过年或催生史上最强春节档，驱动电影板块 Q1 业绩超预期

根据猫眼数据，截至 2 月 15 日 11:30，春节档累计票房（含服务费）达 51.40 亿元，最终春节档票房大概率超过 2019 年春节档的 58.3 亿元，创造春节档票房新记录。我们认为，就地过年以及人们压抑的观影需求集中释放，成为春节档票房亮眼的主要原因：在就地过年倡议下，一线城市观影需求被点燃，多部电影大年初一到初三出现“一票难求”现象；而经历疫情后民众对有共鸣、有笑点的精神文化产品存在强烈需求，截至大年初三的春节档票房表现再次证明观影意愿恢复良好，观影仍为过年娱乐刚需。单片来看，《唐人街探案 3》于大年初一打破国内单部电影单日票房纪录，但口碑与票房之间的正相关关系依然明显，《你好，李焕英》凭借感人的剧情带来的良好口碑（截至 2 月 15 日 11:30 豆瓣评分 8.3）从大年初二开始排片率和票房一路走高，2 月 15 日票房已出现反超《唐人街探案 3》的趋势，有望逆袭。渠道来看，院线集中度提升的趋势在春节档继续得到验证，疫情使得部分长尾影院退出，头部影院、院线更受益于行业回暖红利。春节档有望驱动电影板块相关公司 2021 年 Q1 业绩继续出现大幅修复，顺周期逻辑延续；而从长期维度看，高品质高口碑电影将成为票房增长的越来越重要的驱动力，工业化将成为电影行业长期发展的方向和路径，无论是内容还是渠道，龙头效应或进一步突出，继续建议配置电影板块优质标的，受益公司包括万达电影、上海电影、中国电影、华谊兄弟、光线传媒、北京文化、金逸影视、横店影视。

继续关注短视频赛道竞争加剧衍生的机会

抖音作为 2021 年央视总台春晚独家互动合作伙伴，2 月 11 日的除夕夜共发出 12 亿元红包，春晚红包总互动次数达 703 亿；而快手亦作为多家地方卫视春晚的红包互动合作伙伴，累计发放 21 亿红包，微信视频号也在加大“推荐”列的内容扶持和推广，我们判断春节期间抖音、快手及视频号三大平台的短视频用户规模和时长将迎来新一波增长。商业化变现角度，抖音信息流广告相对成熟，在直播电商领域追赶迅速；快手上市也有望加快信息流广告和电商业务变现；微信视频号改版增加“推荐”列后也为增加信息流广告打下了基础。我们认为，短视频赛道“三国杀”或成为 2021 年互联网领域的重要投资主线，建议继续围绕以下几方面挖掘投资机会：（1）短视频平台自身用户增长及商业化加快，与其资本化进度也有一定关联；（2）短视频内容创作从 UGC 到 PUGC/PGC，如各平台短剧/微剧内容的增多；（3）短视频加快广告变现对于平台广告代理商带来的业绩拉动；（4）直播电商 GMV 增长给合作的 Saas 服务商、MCN 机构及品牌带来的业绩增量。我们重点推荐快手-W，受益标的包括腾讯控股、中文在线、中国有赞、微盟集团。

风险提示：疫情的发展及对线上、线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；已定档的游戏或电影最终上线或上映时间仍有可能变动；短视频竞争格局存在不确定性。

【传媒】就地过年催生影史最强大年初一，头部效应仍显著——行业点评报告-20210213

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

大年初一创中国影史单日票房最高纪录，观影仍为合家欢娱乐刚需

根据艺恩数据，2021 年春节档前二日（2 月 11 日-12 日 24:00）共实现票房（含服务费）17.44 亿元，较 2019 年同期（2 月 4 日-2 月 5 日）增长 16.26%，主要由《唐人街探案 3》和《你好，李焕英》贡献；场次为 57.40 万场，较 2019 年同期下降 13.68%；观影人次为 3411.50 万人，较 2019 年同期增长 2.13%。我们认为，在疫情反复、就地过年的倡议下，一二线城市观影需求被点燃，助力 2021 年春节档前二日的票房表现远超 2019 年春节档同期，大年初一创中国影史单日票房最高纪录，证明在疫情带来的压抑情绪下民众对有共鸣、有笑点的精神文化产品存在强烈需求，也再次证明人们观影意愿恢复良好，观影仍为过年娱乐刚需。

内容端：《唐人街探案 3》头部效应显著，高口碑电影或存票房逆袭可能

从单片票房来看，根据艺恩数据，万达影视出品的悬疑喜剧《唐人街探案 3》刷新中国电影史单日票房新纪录，二日累计票房为 10.43 亿元，占总票房的比例为 59.87%，票房占比第一，较 2019 年同期 Top1 占比提升 32.56pcts，头部效应明显；北京文化出品的亲情喜剧《你好，李焕英》二日累计票房为 2.97 亿元，占总票房的比例为 17.05%，排名第二。从影片集中度来看，Top3 影片二日累计票房为 14.78 亿元，占总票房的比例为 84.80%。从豆瓣评分来看，截至 2 月 12 日 24:00，《唐人街探案 3》为 6.2 分，《你好，李焕英》为 8.2 分，《刺杀小说家》为 7.2 分，我们认为，优质 IP、动人剧情、精良制作、强卡司阵容为头部影片胜出关键，而高评分或导致后续高排片，高口碑电影或存在票房逆袭可能。

渠道端：万达院线稳居院线龙头，“就地过年”倡议下一二线城市影院受益

根据艺恩数据，万达院线二日累计票房为 2.30 亿元，市占率为 12.61%，较 2019 年同期上升 0.35pcts，稳居院线龙头地位。Top3 院线二日累计票房为 5.45 亿元，市占率为 31.26%，较 2019 年同期上升 0.34pcts，疫情加速院线集中度提升在春节档继续得到验证。值得注意的是，一二线城市二日合计票房占总票房比例为 46.24%，较 2019 年同期提升 0.50pcts，“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。

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

在疫情反复、就地过年的倡议下，春节档电影票房表现或超预期，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。电影板块受益标的包括万达电影、上海电影、中国电影、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。

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