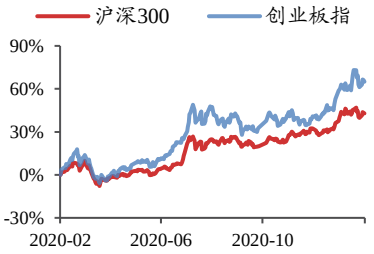
2021 年 02 月 05 日

开源晨会 0205

——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(%)
食品饮料	1.99
综合	0.61
银行	0.39
采掘	-0.02
非银金融	-0.15

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	-4.22
传媒	-3.23
休闲服务	-2.89
计算机	-2.28
建筑装饰	-1.99

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】分歧仍在扩大——南下“定价权”周度跟踪之一——投资策略专题-20210204

【固定收益】流动性的张力：草木皆兵的预期和破 3.2%的十债——固收专题-20210203

行业公司

【通信】通信低配与年报业绩增长背离，5G 利好不断促反转——行业点评报告-20210204

【煤炭开采：宝丰能源(600989.SH)】原油焦炭价格高位运行，内蒙烯烃项目有望提前完工——公司信息更新报告-20210204

【新能源与电力设备：阳光电源(300274.SZ)】定增扩产缓解供给压力，研发渠道全方位布局——公司信息更新报告-20210204

【传媒：快手-W(01024.HK)】用户增长向高处立，商业化向宽处行——港股公司首次覆盖报告-20210204

【传媒：心动公司(02400.HK)】上线云玩及加码与 CP 合作，TapTap 生态不断延伸——港股公司信息更新报告-20210204

【化工：云图控股(002539.SZ)】打造化肥全产业链优势，周期景气上行助力业绩高增长——公司首次覆盖报告-20210204

【电子：士兰微(600460.SH)】坚定走 IDM 之路的功率半导体龙头，未来成长可期——公司首次覆盖报告-20210204

【非银：中国平安(601318.SH)】新业务价值符合预期，复苏基本盘有所显现——中国平安 2020 年年报点评-20210204

【医药：爱朋医疗(300753.SZ)】“疼痛管理+鼻腔护理”小龙头颇具特色——公司首次覆盖报告-20210204

【轻工制造：志邦家居(603801.SH)】2020Q4 业绩超出市场预期，盈利能力显著提升——公司信息更新报告-20210204

【中小盘：华阳集团(002906.SZ)】智能座舱电子领跑者，迎智能汽车大时代——中小盘首次覆盖报告-20210204

研报摘要

总量研究

【策略】分歧仍在扩大——南下“定价权”周度跟踪之一一一投资策略专题-20210204

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

南下持有港股占比上升，成交额占比下降，AH 溢价上升

上周(20210125-20210129)南下持有港股市值占比从 4.97%上升至 5.06%，成交额占比从 30.11%下降至 26.38%。与港股相关的 ETF 继续被净申购，AH 溢价上升。后文我们会提到“替代性”资产和“互补性”资产，其中：1、港股通/陆股通中的“替代性”资产指的是同时在 A 股/港股上市的标的；2、港股通/陆股通中的“互补性”资产指的是未在 A 股/港股上市的标的。

南下与外资的分歧：港股通中“互补性”核心资产的去留

南下持续买入，外资继续撤出，整体分歧仍较大。分行业看，上周(20210125-20210129)南下资金主要净买入软件服务、石油及天然气、其他金融、资讯科技器材以及电讯等行业，外资配置/交易型资金均选择卖出上述行业中的软件服务、其他金融以及电讯板块。对于 A-H“替代性”资产，南下与外资配置盘均净买入，南下偏好银行，外资配置盘更偏好汽车与保险。上周南下资金和外资配置型资金均买入同时在 A 股上市的“替代性”港股通标的，外资交易型资金则同时卖出该类标的。行业上，南下资金更偏好港股通“替代性”标的中的银行、黄金及贵金属、医药及生物科技以及家电等板块，外资配置盘更偏好该类标的中的汽车、保险、一般金属矿石以及医药等。港股通中的“互补性”核心资产是内外资的核心矛盾所在。上周南下资金持续净买入未在 A 股上市的“互补性”港股通标的，外资则均卖出该类标的，南下资金偏好港股通“互补性”标的中的软件服务、石油及天然气、其他金融、资讯科技器材以及电讯等板块，外资与南下资金在该类标的上的分歧较大，均主要净卖出软件服务、其他金融以及电讯等板块。

外资配置盘卖出港股/买入 A 股，偏好 A 股“互补性”/港股“替代性”标的

对于 A 股和港股中的“替代性”资产，外资配置盘均选择先买入后卖出，行业上，配置盘同时买入 A 股和港股中的非银、医药、电新、有色金属、地产以及通信等板块，同时卖出 A 股和港股中的交运、家电以及食品饮料等板块，更偏好 A 股的银行和计算机等板块，以及港股中的汽车以及建材板块。对于 A 股和港股中的“互补性”资产，上周外资配置盘先买入后卖出陆股通中的“互补性”标的，连续净卖出港股通中的“互补性”标的，行业上，配置盘同时买入 A 股和港股中的医药、汽车、传媒以及化工等板块，同时卖出 A 股和港股中的石油石化、食品饮料、家电以及地产等板块，更偏好 A 股的电新、电子、交运以及银行等板块。

外资交易盘同时卖出 A 股/港股但卖出港股较多，偏好 A 股“互补性”标的

对于 A 股和港股中的“替代性”资产，上周(20210125-20210129)外资交易盘先卖出后买入陆股通中的“替代性”标的，连续净卖出港股通中的“替代性”标的，行业上，外资交易盘同时买入 A 股和港股中的公用事业，同时净卖出 A 股和港股中的汽车、金融、医药、建材、有色以及家电等板块，更偏好 A 股的电子、军工、食品饮料、计算机以及化工等板块。对于 A 股和港股中的“互补性”资产，上周外资交易盘先卖出后买入陆股通中的“互补性”标的，连续净卖出港股通中的“互补性”标的，行业上，外资交易盘同时买入 A 股和港股中的石油石化、交运、汽车以及军工等板块，同时净卖出 A 股和港股中的计算机、消费者服务、医药以及食品饮料等板块，更偏好 A 股的电子、传媒、地产、通信、煤炭以及公用事业等板块，以及港股中的电新以及农业等板块。

风险提示：测算误差

【固定收益】流动性的张力：草木皆兵的预期和破 3.2%的十债——固收专题-20210203

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

次债券市场的下跌并不完全源于流动性的收紧：

从长端收益率的升幅高于短端来看，此次债券市场的下跌并不完全源于流动性的收紧，至少市场相对确定的流动性收紧的预期在此中发挥了很大作用。市场对货币政策进一步收紧的预期可能来自于两个方面：

1. 全球经济复苏的阻力在明显减弱，其原因是随着新冠疫苗的注射加速，新冠疫情的每日新增病例从年初时的 80 余万例降至当前的 43 万例，并且，自新冠疫情出现以来，这是全球范围内新冠疫情的首次减速；

2. 在月末效应刚刚过去之后，央行的公开市场操作再次回到净回笼的状态之中，并且，更为罕见的是：当前距离春节仅一周左右，但货币政策甚至没有通过逆回购这一传统工具给出跨节资金。

这些迹象导致市场对短期和中期的流动性预期同时在变紧：

1. 尤其对于广义基金来说，在已经出现一月末资金紧张的先例的情况下，自然对春节前的资金面维持谨慎，这时为了维护自身头寸的安全性，广义基金可能会自降久期，卖掉部分长端债券；

2. 当前美国及欧元区的经济增长仍然处于负增长的状态之中，距离合理的潜在增长率尚有距离，一旦后续疫情对经济增长的阻力逐步消失，加速修复的外围经济体可能会进一步推升上游资产价格，并通过一价定律将资源品的通胀引入境内。如果这种情况发生，将非常容易导致货币政策进一步收紧。

预计短时长端收益率继续上行的空间有限：

1. 当前的 10Y 国债收益率已经破了 3.2%，并且达到 6 周以来的新高水平。如果货币政策短时并非收紧，而仅仅是刻意增加资金利率的波动的话，那当前长端利率的上行已经给予了春节因素一个比较充分的安全垫；

2. 基于通胀问题带来的货币政策收紧未必会很快出现，毕竟在短时来说，GDP 环比增长仍然偏高，且可能进一步向 1.5%附近这一潜在位置收敛。一般来说，当 GDP 环比增长收敛到合理位置之后，通胀才会对货币政策形成关键性的压力，这个时点可能在 2 季度附近。

博弈长端利率债波段的风险收益比一般：

当前来说，长端收益率的上行可能会加大博弈未来长端波段的空间，10Y 国债收益率的理论低点仍然可能在 3.05%附近，但在短暂的波段窗口过去后，后续利率债的熊市可能会开启下半场。基于此判断，博弈长端利率债这一波段的风险收益比较为一般。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【通信】通信低配与年报业绩增长背离，5G 利好不断促反转——行业点评报告-20210204

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

通信行业 2020 年快报业绩增长态势明显，基金低配与业绩高增长短暂背离

截至 2021 年 2 月 3 日，通信行业 110 家公司中已有 71 家完成对 2020 年的业绩预告及业绩快报的披露，其中按照披露业绩中净利润同比增长均值来划分，净利润同比增长的为 45 家：19 家增幅超过 100%，34 家平均涨幅超过 30%；净利润同比下跌的为 26 家，Q4 单季度净利润同比提升+29.02%，增长态势明显；

在基金持仓通信方面，Q4 基金持股通信持续走低，较通信行业在全部 A 股市值占比 1.32%相比，低额配置-0.62 个百分点，与 4G 巅峰时期+1.71 个百分点的超额配置反差较大；

业绩高增长与基金低配背离不会长期存在。我们认为 2021 年我国 5G 建设进程持续推进，中国移动+中国广电 700M 频谱共建共享计划落实使得 5G 布网成本降低，5G 低频率的增量布局将加速痛点 5G 终端与应用的普及，使我国 5G 实现从“可用”到“好用”的变革，通信公司的估值与业绩有望双升。

纵观快报：IDC、光器件、云视频、北斗等板块表现突出，5G 应用普及加速

细分子行业板块方面，IDC、物联网及 5G 应用、光器件、云视频、北斗导航板块表现较好，2020 年全年同比增幅分别为 140.27%、42.83%、42.78%、16.61%、57.99%；光纤光缆、IDC、光器件、军工通信/北斗导航等板块 2020Q4 整体同比增幅分别为 101.69%、82.41%、32.27%、63.3%；2020Q4 板块环比方面，军工通信/北斗导航环比增长+177.28%，其他呈现下跌态势，其中跌幅最小的板块为设备集成板块，跌幅约为-5.89%，主要原因为 Q4 5G 建设基本处于停滞状态而新一轮集采还未开启；随着 5G 集采的即将启动，通信公司业绩有望边际改善明显。

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 2021 年第一季度 5G 板块反转在即，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），5G 终端小米集团（1810.HK），物/车联网移远通信（603236）、广和通（300638）、和而泰（002402），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），光模块新易盛（300502）、中际旭创（300308）、光迅科技（002281）。

催化剂：中国移动和中国广电 700M 加速落地；Q1 开启新一轮 5G 设备集采。

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。

【煤炭开采：宝丰能源(600989.SH)】原油焦炭价格高位运行，内蒙烯烃项目有望提前完工——公司信息更新报告-20210204

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

原油焦炭价格高位运行，内蒙烯烃项目有望提前完工。维持“买入”评级

焦炭十五轮提涨后价格有望维持高位、油价上涨&动力煤回调有望增扩烯烃价差，公司产品盈利能力持续增强，内蒙 400 万吨煤制烯烃项目有望在 2022 年底建成，较预期提前 1~1.5 年完成，因此，我们上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 46.8(+1.8)/60.2(+4.6)/82.9(+15.6)亿元，同比增长 23.0%/28.7%/37.8%，EPS 为 0.64(+0.03)/0.82(+0.06)/1.13(+0.21)元；对应当前股价 PE 为 29.4/22.8/16.5 倍，维持“买入”评级。

焦炭十五轮提涨盈利持续，油价上涨&动力煤回调有望增扩烯烃价差

焦炭盈利有望持续：根据 Wind，当前二级冶金焦价格 2430 元/吨，自 8 月以来经历了 15 轮提涨，涨幅达 1000 元/吨，焦炭行业供给侧改革驱动下 2020 年超额完成目标，2021 年过剩产能持续出清，年内焦炭价格有望维持高位。经测算公司当前吨焦净利可达 737 元/吨，以公司焦炭产量 440 万吨（正常开工率 110%）计算，年化业绩 32.4 亿元；烯烃盈利能力较强：当前聚丙烯价格 8575 元/吨（较 2020Q4 均价上涨 62 元/吨），聚乙烯价格 7658 元/吨（较 2020Q4 均价上涨 139 元/吨），考虑原料动力煤涨价的影响，经测算当前吨烯烃净利可达 2429 元，以公司烯烃产量 132 万吨（正常开工率 110%）计算，年化业绩 32.1 亿元；烯烃-煤炭价差有望增扩：截至 2 月 3 日，布伦特原油价格为 58.5 美元/桶，月环比上涨 14%，OPEC 延续减持政策，朝降低库存的目标稳步迈进；全球范围内疫苗普接种，加速

原油需求端复苏；美国民主党推动财政刺激政策，美联储维持宽松政策，多方利好油价维持强劲上涨趋势，烯烃价格与油价关联性较强，有望提振烯烃价格持续上扬；截至 1 月 29 日当周，CCTD 秦港动力煤现货价(5500K)环比大跌 10.3%至 845 元/吨，气温回升供需矛盾逐渐缓和，公司从内蒙采购的烯烃原料煤价格也有望出现回落，烯烃-煤炭价差有望增扩。

内蒙 400 万吨煤制烯烃项目有望提前，争取 2022 年底完工

红四煤矿已于 2020 年 10 月份进入联合试运转阶段；300 万吨焦炭计划 2021 年底投产；宁东三期 100 万吨烯烃项目已开始施工建设，预计 2022 年底投产；内蒙 400 万吨烯烃项目已通过项目用地和水资源批复，环评报告待提交环保部等待批复，在按 2022 年底建成的预案推进，比之前预期提前 1~1.5 年时间。届时公司将具 620 万吨烯烃、700 万吨焦炭的产能，全部达产后业绩有望超 200 亿元。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

【新能源与电力设备：阳光电源(300274.SZ)】定增扩产缓解供给压力，研发渠道全方位布局——公司信息更新报告-20210204

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

逆变器供应紧张，定增扩产逆变器保障出货

2021 年 2 月 2 日，公司发布定增预案，拟非公开发行融资不超过 41.56 亿元，扩产 100GW 新能源发电装备产能（光伏逆变器 70GW，风电和储能变流器各 15GW），缓解目前逆变器供应不足的状况，此外，定增资金还将用于研发中心扩建、全球营销服务体系建设、补充流动资金等方面。公司深耕逆变器产品，逐步扩展电站集成、储能、新能源汽车驱动等业务，实现多领域布局和长期成长，我们持续看好公司的竞争力，维持盈利预测不变，预计公司 2020~2022 年归母净利润为 20.55、29.16、36.96 亿元，EPS 为 1.41、2.00、2.54 元，当前股价对应 PE 为 77.6/54.7/43.2 倍，维持“买入”评级。

扩产缓解供应压力，龙头加速市占率提升

2020 年公司遇到产能瓶颈，估计公司光伏逆变器产能 23GW，出货量约 35GW，供应紧较为紧张。在 2021 年光伏需求高速增长叠加逆变器更新替换需求支持下，公司加快产能扩张，进一步提升市占率，完成市场扩展。风电变流器同样面临供不应求状态，此次新增 15GW 风电变流器产能，为公司在风电市场加速扩张夯实基础。

加快储能变流器布局，研发、渠道兼顾实现全方位提升

新能源电力平滑越发重要，储能配置大势所趋，随各地纷纷发布支持政策，未来储能市场增长可观。根据 CNESA 数据，2019 年全球新增电化学储能装机 2.9GWh，按照 2025 年 350GW 光伏新增装机，以及 10%储能配置比例，全球储能装机复合增速达到 51%。公司加快储能业务布局，扩张储能变流器产能，有助于分享储能高成长红利。在战略方面，逆变器产品差异属性较强，公司持续加大研发投入，提升品牌、性能等产品力，同时在销售渠道上加快布局，完成品质-规模-渠道全方位提升。

风险提示：新技术发展不及预期、疫情反复影响光伏需求、光伏市场竞争加剧。

【传媒：快手-W(01024.HK)】用户增长向高处立，商业化向宽处行——港股公司首次覆盖报告-20210204

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

头部短视频社交平台商业化加速在即，首次覆盖，给予“买入”评级

公司是国内头部短视频内容社区和社交平台，一方面加快公域及一二线城市用户拓展，用户规模仍有增长空间；另一方面，依托“线上营销服务+电商+直播”的完善商业化变现体系，上市后变现有望加快。我们预测公司 2020-2022 年的营业收入分别为 550.97/736.10/990.23 亿元，归母净利润分别为-1114.92/-215.39/-54.96 亿元，对应 EPS 分别为

-27.13/-5.24/-1.34 元，按照发行价对应的 PS 分别为 7.1/5.3/4.0 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

向高处立：老铁社区-私域流量-公域流量，用户规模增长或与结构优化并行

快手发展初期主攻下沉市场，注重积累私域流量，形成强社交属性的短视频社区。2019 年以来，通过积极开展营销活动、拓展公域，与央视春晚两度合作拉新效果显著，App8.0 版推出后成功提升用户时长并改善用户结构，同时快手极速版用户快速增长，亦成为重要补充；与头部互联网平台相比，快手 MAU 仍有提升空间，用户结构亦有望持续优化。

向宽处行：线上营销及电商等商业化变现有望加速，打开成长空间

我们看好公司上市后加快商业化变现。（1）线上营销服务：已搭建完善的磁力引擎营销体系，且随着平台品牌效应增强、主站改版后新增单列瀑布流形式，或吸引更多优质广告主；目前相对较低的 Ad load 有望提升，带动收入高增长。（2）电商：未来随着低线城市消费升级及公司不断拓展一二线城市用户、品牌商品更多进入平台，电商客单价有较大提升空间，或驱动 GMV 较快增长；通过扶持中尾部主播、降低对头部主播的依赖并进一步完善好物联盟、加快闭环建设，未来随着 GMV 提升亦有望逐步提高技术服务费率或采取多元化收费模式，从而提升货币化率。（3）直播：凭借先发优势和用户强互动意愿，用户规模和付费率领先同业，未来以打赏为主的直播收入或稳定增长。（4）短剧：长期来看，短剧等孵化的新业务有望带来新的变现模式。

风险提示：用户增长不及预期、行业竞争加剧、内容创作作者流失等。

【传媒：心动公司(02400.HK)】上线云玩及加码与 CP 合作，TapTap 生态不断延伸——港股公司信息更新报告-20210204

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

产品功能与精品内容持续丰富，TapTap 独特生态不断延伸

近期，公司上线“云玩”功能并与 IGG 达成战略合作，完善 TapTap 生态。TapTap 已构建双向引流正向循环，随着开发者和用户规模、粘性的提高，将建成高质量游戏分享社区。我们看好公司以 TapTap 平台为核心，依托强大的游戏研发及运营能力，通过协同效应打造独特游戏生态。我们维持此前盈利预测不变，预测公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 3.58/4.49/5.60 亿元，对应 EPS 分别为 0.79/0.99/1.23 元，当前股价对应 PE 分别为 87.9/70.0/56.2 倍，维持“买入”评级。

上线“云玩”功能水到渠成，与平台高效协同可期

公司 2021 年 1 月 28 日发布 TapTap 安卓 Beta 测试版，上线“云玩”功能，TapTap 的用户们将无需安装游戏客户端、一键开玩，且任何手机都能畅玩大型游戏。目前，云玩已支持《原神》、《香肠派对》、《一念逍遥》等二十多款游戏，每月赠送 10 小时游戏时长（推广期*6），每日签到可领 1 小时时长。我们认为，云玩一方面为入驻 TapTap 的游戏厂商触抵更多用户提供新路径，从而提升平台对于研发商的吸引力；另一方面为用户提供“发现-试玩-讨论”的直接路径和一站式服务，有望提升用户时长和社区粘性。随着 TapTap 改版的持续推进和云游戏时代的来临，云玩与平台的高协同效应或将逐步显现，如开通云游戏时长付费及会员功能、首页投放广告直接跳转云游戏、云游戏直播中用户可加入主播对战等。

与 IGG 达成战略合作，发挥精品游戏与优质平台“1+1>2”效应

根据游戏葡萄 1 月 29 日报道，IGG 旗下在中国大陆地区安卓平台发布的优质手游产品，除集团自营渠道外，将优先在 Tap Tap 平台发布。结合此前《原神》、《万国觉醒》、《游戏王：决斗链接》等首发拒绝头部安卓渠道而与 TapTap 合作，我们认为，安卓应用商店高联运游戏流水分成比例（之前按惯例为 50%）将迫使越来越多的游戏厂商选择与零分成的 TapTap 合作，丰富 TapTap 精品游戏内容；而随着用户规模的扩大，TapTap 或将成为新兴买量发行平台，丰富广告变现模式。

风险提示：新游戏上线时间推迟或流水表现不及预期的风险；游戏行业政策变化对公司的影响存在不确定性；TapTap 平台改版成功与否存在不确定性。

【化工：云图控股(002539.SZ)】打造化肥全产业链优势，周期景气上行助力业绩高增长——公司首次覆盖报告-20210204

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

行业内“最长产业链”一体化优势显著，周期景气上行助力业绩高增长

公司以复合肥为核心，构建“矿业、化工、化肥”上下游完整的产业链体系。通过实施“资源+营销+科技+服务”四轮驱动营销模式，持续推进成本领先发展战略，品牌与渠道优势显著。近年来公司经营业绩穿越周期、保持高速增长，表现出较强的韧性及高成长性。在行业景气度提升、公司折旧摊销和利息支出有望降低的背景下，我们看好公司归母净利润有望保持高增长。我们预测公司 2020-2022 年净利润分别为 5.05、7.66、9.75 亿元，EPS 分别为 0.50、0.76、0.97 元/股，当前股价对应 PE 分别为 19.6、12.9、10.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

复合肥：产能过剩问题初步缓解，我国新型复合肥施用比例有望持续提高

化肥供给侧结构性改革持续推进，产能过剩问题得到初步缓解。得益于粮食种植面积和粮食种植肥料用量增加，2020 年化肥市场整体走势较好，价格较为坚挺；2021 年，“保障粮食生产安全”基调将为我国化肥的稳定需求奠定基础。公司拥有复合肥年产能 510 万吨，其中普通复合肥、新型复合肥分别为 70 万吨、440 万吨（占 86%）。高效、质优、低污染、低残留的新型复合肥顺应了我国化肥供给侧改革、环保要求提高、化肥施用减量增效的潮流，有望迎来广阔市场空间。我们看好公司将力争从复合肥制造企业向高效种植综合解决方案提供者转型。

磷化工：“三磷”整治，磷矿石、黄磷景气度提升提振磷化工产业链

公司持续加码磷化工业务：2015-2019 年，磷化工业务营收分别由 2.17 亿元提升至 10.82 亿元；销量分别从 1.91 万吨提升至 8.01 万吨。目前，公司拥有黄磷产能 6 万吨、磷酸 5 万吨、磷酸二氢钾 1.5 万吨、三聚磷酸钠 3.5 万吨及石灰 30 万吨产能。磷矿石、黄磷产品有望在环保督察常态化下维持高景气。在“三磷”监管趋严、磷矿资源稀缺性凸显的行业背景下，公司全资子公司雷波凯瑞东段磷矿正在办理 1.81 亿吨的采矿证手续，待取得采矿权后，有望贡献 200 万吨级磷矿石供给，我们估算约能降低成本 50 元/吨，可增厚公司业绩约 1 亿元。

风险提示：化肥价格波动风险，市场需求不及预期，项目扩张不及预期等。

【电子：士兰微(600460.SH)】坚定走 IDM 之路的功率半导体龙头，未来成长可期——公司首次覆盖报告-20210204

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051

领先的半导体 IDM 企业，发力功率半导体前景可期

公司是国内半导体领先企业，现已形成器件（主要为功率半导体器件 MOSFET、IGBT、二极管等产品）、集成电路（主要包括 IPM、MCU、MEMS 传感器、电源管理芯片、数字音视频电路等）、LED 芯片及外延片等业务板块，是国内产品线最为齐全的半导体 IDM 厂商。公司投产国内 IDM 厂商第一条 12 英寸功率产线，不断发力功率半导体板块，坚定走 IDM 之路。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 0.32/3.98/5.00 亿元，每股净资产为 2.59/2.87/3.22 元，当前股价对应 PB 为 8.4/7.6/6.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

基本面多方位改善，业绩有望迎来拐点

公司历史上归母净利润波动较大，主要是受到 LED 业务利润率降低、8 英寸产线折旧压力较大等因素影响。现阶段公司基本面迎改善：LED 业务收入占比总体呈下降趋势，影响逐渐减小；公司资本开支已连续 2 年下降，随着 8 寸产线产能爬坡接近尾声、营收体量不断增加，公司折旧成本占营收比重也有望转而下行，折旧压力有望减

小。长远来看，随着公司在功率半导体上加大投入，业务将会更为聚焦；引入大基金为公司股东，彰显国家意志，看好公司长期发展。

功率半导体国产替代空间广阔，公司布局完善、脚步坚实，有望深度受益

功率半导体市场空间广阔，据 IHS 数据，2019 年全球功率半导体市场规模达到 403 亿美元，新能源汽车、变频家电、AIOT 等多类应用还将带动行业天花板不断提升。目前占据全球功率半导体 60%市场份额的前十大厂商均为海外厂商，国产化替代空间广阔。华为、中兴等地缘政治事件影响下，半导体自主可控已成为刚需，国内企业纷纷放开对国产器件认证窗口。此外，在全球疫情反复之时，我国疫情控制良好，国内供应链安全保障优势也有望助推功率半导体国产化进程加速，公司有望凭借模式优势、产能优势和完善的产品布局充分受益。

风险提示：发行股份购买资产并募集配套资金事项尚存不确定性；产线建设和产能爬坡不及预期；需求不及预期；行业竞争加剧，毛利率下降。

【非银：中国平安(601318.SH)】新业务价值符合预期，复苏基本盘有所显现——中国平安 2020 年年报点评-20210204

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011

新业务价值符合预期，复苏迹象有所显现，维持“买入”评级

公司披露 2020 年度报告，2020 年实现新业务价值 495.75 亿元，同比-34.7%，符合此前预期，寿险及健康险业务内含价值 8245.74 亿元，同比+8.9%，略低于我们预期，主要由于营运经验差异出现不利偏差导致。公司月均人力 105 万人，期末人力 102.38 万人，降幅优于此前预期，且考虑到寿险改革进入到推广阶段，疫情影响逐渐减弱，人均产能有望逐步恢复，我们预计 2021-2023 年 NBV 同比增速分别为+14.60%、+17.02%、+19.47%；集团 EV 同比分别为+13.56%、+14.08%、+14.16%，高于此前预期；产能逐步修复同步带动已赚保费的提升，我们上调 2021-2023 年集团归母净利润分别为 1307.96/1599.73/1885.20 亿元（2021-2022 年调前为 1278.15/1553.65 亿元），对应 EPS 分别为 7.16/8.75/10.31 元。公司为保险行业龙头，改革效果逐渐显现，叠加五大生态圈战略，进一步打开估值空间，当前股价对应 2021-2023 年 PEV 分别为 0.9、0.8、0.7 倍，维持“买入”评级。

队伍规模企稳、人均产能有望提升，寿险或重回领跑位

寿险队伍期末人力规模为 102.38 万人，较年初减少 12.26%，优于我们此前预期，月均人均产能受疫情影响有所下降，2020 年为 7594 元，同比-12.25%，略低于预期，但随着疫情影响逐渐减弱，寿险改革逐步推广，队伍质态向好，我们预计产能将逐步回升。随着产能逐年回升，预计用来计算新业务价值的首年保费 2021-2023 年同比增长分别为+9.00%、+10.69%、+7.81%，同时新业务价值率逐步提升，分别为 35%、37%、41%，带动新业务价值增长+14.60%、+17.02%、+19.47%，保持两位数增长，重回寿险领跑位置。

综合金融客户持续提升，生态建设反哺金融主业

2020 年综合金融体系持续发展，银行业务营运利润同比增长+2.59%、资管业务同比增长+16.45%，集团客户数较年初提升 9.0%至 2.18 亿人，互联网用户转化持续提升，较年初新转化 0.20 亿人至 1.94 亿人，同时持有多家子公司合同客户数达 8308 万人，占比 38.0%。生态建设实现反哺金融主业，平安智慧城市已在 151 个城市提供服务，平安好医生线下生态网络不断拓展，合作医院较年初增加近 400 家至 3700 余家，通过加强获客、提供健康管理及诊后服务助力金融主业。

风险提示：长端利率超预期下行；寿险改革未能按期推进；债权型投资信用风险增加。

【医药：爱朋医疗(300753.SZ)】“疼痛管理+鼻腔护理”小龙头颇具特色——公司首次覆盖报告-20210204

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 李蕾（联系人）证书编号：S0790120070046

疼痛管理意识加强，公司产品微电脑（自动）注药泵助力急性疼痛给药

患者自控镇痛（PCA）是一种经医护人员根据患者疼痛程度和身体情况，预先设置镇痛药物的剂量、输注速度等，再交由患者于设定范围内自我控制药物剂量的一种镇痛给药模式。由于受传统观念的影响和知识的局限，国人在疼痛治疗领域还存在一些误区，导致术后镇痛普及率低。近年疼痛管理意识被唤醒，政府和医院对不同群体进行有针对性的疼痛健康教育，使大家认识到，解除疼痛是人类的基本权益，疼痛治疗能促进患者康复。考虑手术量的增长，术后渗透率和无痛分娩率的提升，以及自动泵代替机械泵，微电脑（自动）注药泵行业成长空间大。

基于两个细分业务的行业景气度和公司的相对竞争优势，我们预计公司 2020/2021/2022 年分别实现营业收入 4.44/5.79/7.41 亿元，实现归母净利润 0.94/1.15/1.42 亿元，EPS0.90/1.10/1.36 元/股，截至 2021 年 2 月 3 日收盘，当前股价对应 PE 分别为 27.7/22.6/18.3 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

鼻炎发病率提升，公司产品鼻腔喷雾器走入大众视野

鼻炎是鼻腔黏膜的炎症和肿胀性疾病，以流涕、鼻塞为主。使用鼻喷雾的患者主要集中于过敏性鼻炎和慢性鼻炎，复购率极高。一项在 2004 年 9 月到 2005 年 5 月间对中国 11 个中心城市超过 38000 名成年人进行的电话问卷调查显示，中国居民的过敏性鼻炎患病率在 8.7%~24.1%之间，总体的患病率为 11.1%。到了 2011 年，这项研究扩展到了 18 个城市，而过敏性鼻炎的总体患病率已经上升到了 17.6%。而我国 2018 年 16-59 岁（含不满 60 周岁）总人口为 8.97 亿人，粗略估计过敏性鼻炎患者高达 1.58 亿。与此同时，2018 年全国医院耳鼻咽喉科急诊 9817.5 万人次。理论上，过敏性鼻炎患者都可以使用诺斯请鼻喷雾。

风险提示：肺炎疫情持续风险；公司竞争力下滑；产能风险；医疗安全事故风险；降价风险。

【轻工制造：志邦家居(603801.SH)】2020Q4 业绩超出市场预期，盈利能力显著提升——公司信息更新报告-20210204

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

2020 年业绩超出预期，盈利能力大幅提升，维持“买入”评级。

根据业绩快报，2020 年公司收入 38.40 亿元，同比增长 29.7%。归母净利润 3.95 亿元，同比增长 20.0%，扣非后归母净利润 3.62 亿元，同比增长 26.8%。其中，2020Q4 公司收入 14.68 亿元，同比增长 46.2%，归母净利润 1.97 亿元，同比增长 104.7%，扣非后归母净利润 1.76 亿元，同比增长 113.7%。而在剔除限制性股票费用摊销影响后，2020 年公司净利润为 4.23 亿元，同比增加 28.02%，扣除非经常性损益的净利润为 3.90 亿元，同比增加 36.09%。业绩超出预期，根据业绩快报调整盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润 3.95/4.97/6.22 亿元（原为 3.32/4.46/5.20 亿元），对应 EPS 为 1.77/2.22/2.78 元，当前股价对应 PE 为 25.7/20.5/16.3 倍。公司盈利能力显著提升，增长逻辑清晰，维持“买入”评级。

衣柜、大宗业务快速增长，降本增效、规模效应带动利润率提升

分品类看，2020 年衣柜门店继续快速扩张，净开店位于行业前列。同时依靠店面升级、信息化提升以及经销商赋能等方式，公司单店效率也有了明显提升。分渠道来看，2020 年公司大宗业务继续高速且高质量增长，使公司在收入端快速增长的同时依然保持着优秀的能力。在上半年疫情开始后对经销商积极进行补贴的情况下，公司全年仍保持稳定的盈利能力。2020 年公司扣非后净利率为 9.4%，其中 2020Q4 单季度公司扣非后净利率为 11.99%，同比提高 3.79pcts，毛利率方面，2020Q3 单季度公司毛利率为 38.79%，同比提高 1.99pcts。利润率的提升主要由于（1）衣柜收入规模大幅提升，规模效应显现；（2）降本增效措施成果显著；（3）大宗业务客户结构优质，较高毛利率的工程代理运营模式占比提升。

2021 年公司扩品类、扩渠道红利有望继续释放，驱动业绩快速提升

2021 年，公司有望继续处于快速成长期。一方面，预计公司经销端将继续发力，衣柜等品类预计继续维持较快的开店速度，并且公司将在华东等优势市场的基础上积极开拓华南等潜力市场。另一方面，大宗业务仍处在快速

发展的红利期，并且公司大宗客户质量明显优于行业平均水平。

风险提示：竣工数据和终端需求回暖不及预期；整装拓展速度放缓。

【中小盘：华阳集团(002906.SZ)】智能座舱电子领跑者，迎智能汽车大时代——中小盘首次覆盖报告-20210204

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001

智能汽车电子领跑者，苦尽甘来喜迎收获期

公司是国内汽车座舱电子的领跑者，在智能座舱不断升级、智能驾驶加速渗透的背景下将充分受益。近年来公司不断优化客户结构，深化与长城、长安等领先自主品牌的深度合作，同时通过智能化新产品逐步切入合资和外资的全球化供应链体系。新产品叠加大客户的放量，驱动公司进入加速发展期。我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 1.80/2.77/4.11 亿元，对应 EPS 分别为 0.38/0.58/0.87 元/股，当前股价对应 PE 分别为 93.8/61.0/41.1 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

汽车智能化升级加速，自主品牌快速跟进崛起

智能座舱由于不涉及安全性且技术难度相对较低，是汽车智能化升级率先落地的场景。存量中控屏、液晶仪表盘“大屏化”、“一芯多屏”化升级趋势明显。增量 HUD、无线充电、流媒体后视镜、DMS 等快速渗透。存量升级叠加增量加速渗透，驱动智能座舱的单车价值量快速提升。目前主流整车厂商均在加速落地 L2 级的 ADAS 功能。在特斯拉的引领创新下，集中式的域控制架构将推动未来汽车自动驾驶升级的边际成本递减，驱动自动驾驶智能化升级的加速。优质自主品牌均将智能化作为差异化竞争核心，造车新势力和传统整车厂均快速跟进，带动本土智能化配套 Tier1 崛起。

新产品叠加大客户放量，驱动景气快速回升

新产品中公司 W-HUD 产品已量产供货长城、东风日产启辰星等多款车型，升级版的 AR-HUD 已经获得广汽定点，未来 HUD 业务将迎来量价齐升。无线充电方面，公司已率先完成 OPPO 手机快充协议的适配，已在长城 WEY 坦克 300、现代、长安等多款车型上量产，同时还切入了现代、福特、PSA 等的全球供应链体系。智能驾驶方面，公司携手海思芯片推出了 360° 环视系统，并在此基础上，基于“煜眼”技术的自主泊车系统将在威马最新一代车型上落地。此外，公司深度配套大客户长城重回景气周期，新产品叠加大客户的放量，驱动公司加速发展。

风险提示：下游智能汽车销量不及预期、座舱电子渗透提升缓慢。

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（underperform）	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（underperform）	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