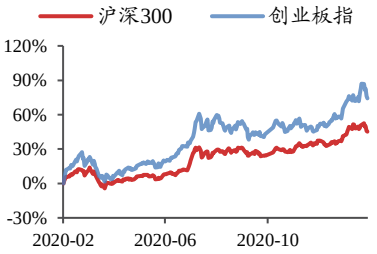
2021 年 02 月 01 日

开源晨会 0201

——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(%)
休闲服务	2.54
食品饮料	1.06
综合	0.88
银行	0.15
建筑材料	-0.12

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-3.21
电气设备	-2.87
采掘	-2.71
钢铁	-2.05
农林牧渔	-1.97

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】黎明前的黑暗
【策略】开源金股，2 月推荐
【宏观】流动性“变盘”，这次不一样
【宏观】拨开流动性紧张的“迷雾”
【金融工程】资产配置月报（2021 年 2 月）
【中小盘专题】次新股说：本批华康股份和菱电电控等值得关注
【固定收益】流动性的三两事：高企的套利盘和不可证伪的收紧

行业公司

【传媒】进一步聚焦春节娱乐和快手上市
【计算机】周观点：云计算高景气度持续
【石油化工】油价维持 55 美元上方，涤纶长丝去库持续
【通信】700M 布局加速 5G 应用和建设，5G 板块反转在即
【非银金融】流动性预期变化带来短期扰动，关注行业和公司 α
【新能源与电力设备】业绩预告反映行业高景气，未来电动车持续性好
【商贸零售】各大社区团购平台相继进军一线城市
【食品饮料】茅台稳价为先，名酒平稳运行
【房地产】住建部坚决遏制投机炒房，杭州政策调控升级
【化工】彤程新材可转债获批，斯迪克 2020 年业绩预增 55%-70%
【房地产】物管行业专题报告一：物管三重场景，远期估值在于业务边界延展性
【化工】把握化肥、氟化工、化纤、MDI 等细分行业复苏机遇
【煤炭开采】需求渐弱动力煤价迎来回调，焦炭快速落实第十五轮提涨
【新能源与电力设备】Tesla Q4 业绩点评：盈利低于预期，看好特斯拉供应链
【计算机：用友网络(600588.SH)】重点投入 YonBIP，彰显云转型坚定决心
【计算机：深信服(300454.SZ)】与腾讯云达成战略合作，共同护航企业云安全
【煤炭开采：中国神华(601088.SH)】业绩同比下滑，煤炭龙头长期投资价值凸显
【医药：东富龙(300171.SZ)】2020 年业绩继续超预期，股权激励计划彰显信心
【计算机：广联达(002410.SZ)】云合同略超预期，现金流健康增长
【医药：美年健康(002044.SZ)】Q4 正常经营利润超预期，延续业绩好转趋势
【通信：广和通(300638.SZ)】业绩持续高增长，共享万物互联红利
【计算机：福昕软件(688095.SH)】业绩符合预期，渠道拓展与云转型值得期待
【石油化工：卫星石化(002648.SZ)】业绩超预期，C2 投产有望带来高增长
【计算机：卫宁健康(300253.SZ)】Q4 业绩大幅增长，纳里健康同比大幅减亏
【新能源与电力设备：隆基股份(601012.SH)】业绩符合预期，龙头领军迎平价
【电子：三环集团(300408.SZ)】全年业绩符合预期，电子陶瓷步入快速成长期
【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】双轮驱动业绩快速扩张，发力自主品牌建设

研报摘要

总量研究

【策略】黎明前的黑暗——投资策略月报-20210131

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044| 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

持币过节，早春或已无躁动

近期 A 股和美股出现了共振式下跌，市场的波动明显抬升，我们提示的市场的核心矛盾与潜在风险开始浮出水面：机构投资者无分歧地高仓位运行，增量资金入场形成共识，全市场昂贵的资产价格已经为经济复苏与流动性宽松并存的美好世界做好了准备。复苏的经济与宽松的流动性之间本存在经验性矛盾，而全球通胀预期的上行正是这一矛盾的激化点；海外市场的个人投资者“逼空事件”从资产价格本身也对流动性宽松的必要性提出了更多疑问。我们或许无法预测在这一核心矛盾演化过程中市场的反复，但我们根据目前市场的风险收益比，建议在前期“旧共识”类资产中获益颇丰的绝对收益投资者兑现部分收益，持币过节。

还周期以成长：价值发现的基础正在具备

在基建投资、出口和房地产月度同比整体弱于 2017 年 4 季度时，2020 年 4 季度制造业产能利用率却达到了当时的高点（78.4VS78.5），也是过去 10 年的高点。这或许说明供给结构出现了更深远的变化，中国经济的结构性复苏也许不能只被疫情后的需求替代所解释。在信用走弱的当下，要理解货币-信用与基建-地产本就是 2009 年后被逐步接受和完善的认知框架，过去十年基建-地产在驱动经济发展时，一定程度也挤占了制造业的信贷资源。2017 年曾被认为新周期的起点，但当下制造业与地产的关系已经更加顺畅，全球产业链动荡下本轮产业的结构复苏方向更为明确，我们需要对被压抑了 10 年的制造业投资进行更多理解。很多先知先觉的投资者已经开始进入该类领域寻找市场未来“新共识”。但遗憾的是，当下由于前期极致的风格，此类资产的定价并未全面开始，部分股票甚至大幅下跌。这是真正的“价值投资者”的至暗时刻，特别是对其中相对收益的投资人而言。

更多“好的公司”，新的“好的股票”

开源策略团队并不认为此前的“核心资产”上涨是一种简单的抱团，我们对“泡沫”一词本身的使用更是较为审慎。我们更倾向于理解为这是过去 4-5 年经济结构转变与外资流入后，市场逐步形成的一种共识：投资理念和评价标准的不断趋同对经济基本面映射的结果。但是，随着趋势交易者的涌入，市场的结构开始呈现越来越多的不稳定，价值投资者正在逐步被挤出。我们从不怀疑上述公司的伟大，但是好的公司和好的投资机会之间本存在差异，而认知这一差异或将成为市场下一阶段的波动来源。同时，更多好的公司也有待市场去发现成为“好的股票”。

黎明以前，不要怕黑

四季度业绩预告指示景气度的回升开始朝更广维度发展，成长/价值，龙头/二线，大盘/小盘之间基本面的强弱关系正在出现明显转变。遗憾的是尽管当下投资者认为盈利复苏是市场韧性的理由，但却并非买入盈利弹性的来源，而是继续买入过去更具有确定性的板块。我们相信 2021 年某个时刻全球经济复苏本身将走向共振，中国中上游制造业的价值将被进一步定价。对于上述资产，我们已经看到了坚守的价值。而相对收益投资者我们推荐：银行、房地产、保险、公用事业。

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，2 月推荐——投资策略专题-20210130

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

策略：结束也是新的开始

持币过节，为更好的价值发现作准备。

金工：基于行业轮动模型的 2 月行业多头

基于行业轮动模型，2 月行业多头为：医药生物、建筑材料、电子、国防军工、轻工制造、机械设备、化工、电气设备、有色金属。

化工：金石资源（603505.SH）、万华化学（600309.SH）

金石资源充分受益行业景气上行及产品放量，收购扩大储量，将保持高速增长。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。

石油化工：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。

煤炭开采：淮北矿业（600985.SH）

未来产能扩张，双焦价格齐上涨，利好公司业绩增长，砂石骨料具备业绩潜力。

房地产：新城悦服务（1755.HK）

成长性佳，规模效应明显，优质物管品牌持续赋能，激励机制完善。

非银金融：中国太保（601601.SH）、东方财富（300059.SZ）

中国太保保费改善明显，估值较低。东方财富是互联网财富管理赛道稀缺龙头。

中小盘：盐津铺子（002847.SZ）、妙可蓝多（600882.SH）

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。妙可蓝多快速成长为了国产奶酪第一品牌，引入战投将助力公司实现奶酪龙头的崛起。

家电：石头科技（688169.SH）

当前时点继续看好外销渠道高增长、产品单价提升两大核心逻辑。

轻工制造：欧派家居（603833.SH）

受益于线下零售渠道修复的弹性较大，工程端整体保持较快增长，未来前景可期。

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。

传媒：姚记科技（002605.SZ）

核心游戏流水稳定增长，布局短视频流量变现，“游戏+营销”双擎驱动业绩增长。

农林牧渔：普莱柯（603566.SH）

生猪存栏回升叠加销售体系升级，猪用疫苗迎来恢复性增长。

电气设备与新能源：宁德时代（300750.SZ）、中科电气（300035.SZ）

宁德时代充分受益全球电动化进程加速，中科电气负极市占率提升较为确定。

商贸零售：吉宏股份（002803.SZ）

跨境电商深度受益东南亚市场红利，新市场开拓和新模式升级有望加深护城河。

食品饮料：五粮液（000858.SZ）

受益于消费复苏，通过经销与直营分开方式，即保证批价稳定，又保证销售增长。

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】流动性“变盘”，这次不一样——宏观经济专题-20210131

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

当前与 2020 年 4 月之后的流动性“变盘”，长短端利率表现迥异，缘于两次触发调整的微观机理、政策重心等不同，市场演绎路径也会有所不同。

与 2020 年 4 月之后类比，都是流动性回归常态过程，但长短端利率表现迥异

1 月中旬以来，资金成本出现阶段性快速抬升，与 2020 年 4 月之后经历类似，是应对意外冲击下，流动性环境从非常宽松到回归常态的结果。为缓解疫情和信用违约冲击，央行分别在 2020 年 2 月和 11 月开始引导资金成本下降，信用债融资成本下降、规模扩张。冲击缓解后，流动性环境逐步回归常态，利率均回升。

两次流动性“变盘”，资金市场的表现大相径庭，2020 年 4 月之后短端利率相对平稳、存单利率抬升显著，1 月中旬以来的市场利率表现则相反。2020 年 4 月之后，短端利率逐步回到利率走廊下限附近波动，而存单利率持续抬升、6 个月存单利率一度超过 MLF 利率 50BP；而 2021 年 1 月中旬以来，短端利率快速上涨，R001 跳升至 6.59%、创 2013 年“钱荒”以来新高，而存单利率变化相对较小。

两次流动性“变盘”的微观机理、政策重心等不同，市场影响自然会有所不同

机构当下不缺“长钱”、但“滚隔夜”杠杆交易拥堵，是导致近期短端利率更为敏感的原因。前一阶段，打击资金空转过程中，银行负债端压力上升、超储率一度降至 1%附近，银行发行存单补充负债，带动长端资金利率持续上涨。当前阶段，银行不缺“长钱”、超储率 12 月底预计或已回升至 2%以上，而机构“滚隔夜”杠杆交易较多、占比一度超过 90%，因此对短端资金利率表现的非常敏感。

两次“流动性”变盘面临的宏观环境、政策重心的不同，是导致市场反应不同的核心原因。前一阶段正经历经济修复、信用扩张的过程，政策对资金空转等问题容忍度较低，但打击结构性存款套利行为的同时，仍时常平抑短端资金波动。当前阶段，政策借助短端资金波动上升，来“警告”市场过度加杠杆行为；但在内需景气见顶、信用收缩的背景下，公开市场回笼资金时也没有释放明显收紧信号。

综合政策、经济等因素，重申：债市的中期确定性、股市的估值阶段性承压

伴随事件冲击的影响减弱，前期过度宽松的流动性环境短期难以再现；但“紧信用”的大背景下，货币流动性环境不具备趋势性收紧的基础。政策“退潮”下，信用收缩已然开始；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”；但资产泡沫、通胀预期等，使得短期也较难明显宽松。

综合来看，长端利率债的中期下行趋势较为确定，短期或仍受到资金面等因素干扰，而权益类资产需警惕估值压缩风险。经验显示，社融增速见顶领先长端利率债拐点 1-2 个季度左右，“紧信用”与“宽货币”下，长端利率债一般趋于下行。信用收缩阶段，权益类资产估值出现压缩、一般滞后 1 个季度左右；本轮信用收缩自 2020 年 11 月开始，参考历史规律，当下权益类资产需警惕估值压缩风险。

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

【宏观】拨开流动性紧张的“迷雾”——宏观经济专题-20210129

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

近期流动性的紧张，与公开市场回笼、短端交易拥堵等有关，银行不缺“长钱”。信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋于缓和、但难明显宽松。

近期流动性的突然紧张，与公开市场回笼、杠杆交易放大短端波动等因素有关

近期的流动性紧张，表现为短端利率的大幅跳升，而非银行缺“长钱”。1 月中旬以来，货币市场利率明显上涨，尤其是短端利率上升较快，DR001 接连突破 2%和 3%，远超过 7 天逆回购利率的 2.2%；R001 和 GC001 上涨更快，分别达到 4.2%和 6.4%。同时，存单利率有所上涨、但幅度相对较小，存单净融资也未明显放量，一定程度反映银行并不缺“长钱”，2020 年底超储率预计或已回升至 2.3%。

短端利率的大幅变化，与公开市场持续回笼、市场对货币收紧担忧等有关；机构杠杆行为带来的交易拥堵，放大了短端利率的波动。财政缴税因素消退后，央行连续回笼资金，加之近期关于货币与资产泡沫的部分观点，引发大家对货币政策收紧的担忧。而前期非常宽松下，机构“滚隔夜”加杠杆行为增多，银行隔夜质押回购成交占比接近 87%，使得隔夜交易非常拥堵、对短端利率变化更加敏感。

流动性变化背后的货币政策思路很明晰，短期避免资产泡沫，中期思路未变

流动性环境边际变紧，主要缘于信用风险影响逐步缓和下，央行回收流动性，避免过于宽松带来资产泡沫。前期流动性环境非常宽松，主要为了缓解信用违约的冲击；而央行通过 MLF、窗口指导等引导市场预期，并没有明显宽松加码操作。流动性宽松“呵护”下，1 月信用债净融资达 4000 亿元、创近 11 个月来新高；同时，机构杠杆行为增多、资金空转迹象显现等，使得流动性回笼的迫切性上升。

市场结构和货币传导机制变化下，应跳出传统框架理解货币政策；公开市场重要性凸显，“量”根据短期需要调整，“价”的中期信号意义更强。银行与非银同业往来的增多、非银影响增强，使得流动性分层加剧、资金波动容易被放大；而货币供应方式和传导机制变化下，公开市场操作重要性越来越凸显，短期“量”变是市场需求和政策调控平衡的结果，而“价”层面并没有释放货币收紧的信号。

信用收缩下，流动性不具备持续收紧基础，短期紧张或趋缓和、但难明显宽松

信用收缩下，货币流动性环境不具备持续收紧的基础，否则实体融资受到的冲击较大。伴随政策“退潮”，信用环境已进入收缩通道；如果流动性持续紧张，可能会加速实体融资收缩、债务风险暴露。同时，再贷款再贴现等工具，及贷款展期、信用债等集中到期，决定了货币政策不能“急转弯”。短期流动性波动，并没有改变全年“宽货币”和“紧信用”搭配，近期央行也明确强调要防止信用收缩。

随着月底财政资金投放等，流动性紧张局面或趋于缓和，但经济景气高位、通胀预期升温等，使得货币流动性环境短期难明显宽松。经验显示，1 月财政缴税后，财政资金投放增多，普惠金融定向降准考核一般在 1 季度、1 月底居多；随着春节临近，央行也会加大公开市场操作等稳定流动性，叠加春节就地过年增多、取现压力下降，预计流动性紧张局面或趋于缓和，但较难回到前期非常宽松的情况

风险提示：金融风险加速释放，及监管升级。

【金融工程】资产配置月报（2021 年 2 月）——金融工程定期-20210131

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：2 月份中配股票类资产

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 10.47%，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，1 月份组合月度收益率为 0.47%。展望 2 月份，建议配置沪深 300 股票类资产 20.2%权重，配置债券类资产 79.8%权重，整体上中配股票类资产。

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 9.13%，最大回撤 3.88%，收益波动比 1.59。回看股债组合月度收益情况，1 月份组合月度收益率为 0.05%。展望 2 月份，建议配置中证 500 股票类资产 17.8%权重，配置债券类资产 82.2%权重，整体上中配股票类资产。

行业轮动模型观点：2 月份看好有色金属、化工、电气设备等

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 1 月份多头行业组合：化工、轻工制造、电气设备、机械设备、食品饮料、医药生物、交通运输、钢铁、国防军工，组合平均收益率为 0.44%，基准组合收益率为-1.55%，超额收益率为 1.99%。

2021 年 2 月份行业配置推荐：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。板块上看多周期、制造板块。

股基 FOF 组合：1 月组合收益 2.82%，2 月份 FOF 组合详见表 2

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 1 月 FOF 组合收益率 2.82%，沪深 300 指数收益率为 2.70%，主动股基指数收益率为 5.02%（截至 2021-01-28），工银股混指数收益率为 4.50%（截至 2021-01-28）。2021 年 2 月份股基 FOF 组合信息详见表 2。

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】次新股说：本批华康股份和菱电电控等值得关注（2021 批次 03、04）——中小盘 IPO 专题-20210131

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（2021.01.25-2021.01.29，下同）核发新股 7 家，科创板和创业板注册 16 家

证监会本批核发新股 7 家（上批（2021.01.18-2021.01.22，下同）4 家），科创板和创业板注册 16 家（上批 10 家），核发速度与注册速度有所加快。主板和中小板：华康股份、李子园、中金珠宝、三和股份、嵘泰工业、王力安防、太和水。科创板：美迪凯、菱电电控、罗普特、纵横股份、海泰新光、华锐工具、金盘科技、爱科科技。创业板：创识科技、曼卡龙、春晖智控、易瑞生物、德固特、冠中生态、恒而达、德必文化。其中华康股份和菱电电控等值得关注：

华康股份是功能性糖醇龙头，其木糖醇产量约占国内的 48%（排名第一），占全球产量的 18.9%（排名第二）。据 Meticulous Research 数据，目前全球功能性糖醇市场规模近 33 亿美元，2017 至 2022 年复合增长率为 4.8%，其中全球木糖醇市场规模约 9 亿美元，预计 2018-2023 年复合增长率约 5.6%。功能性糖醇具有低热量、不致龋齿、有益健康的优点，可满足肥胖和糖尿病患者人群对无糖食品的需求，并有望在日常烘焙、糖果及保健食品等领域实现对食糖的进一步替代。

菱电电控是本土汽车动力电子控制系统领先企业，覆盖汽油机 EMS、纯电动汽车 VCU 和 MCU 等全产品线。汽车电控系统市场空间广阔，但国内市场长期被德国德世等跨国 EMS 厂商垄断。而公司凭借强大的技术研发团队，在国六排放 N1 类等汽车市场已处于优势地位，未来有望在纯电动和混合动力汽车电子控制系统方面实现进口替代。

本期（2021.01.25-2021.01.29，下同）科创板和创业板上会 20 家，主板和中小板上会 9 家，速达工业等被否

本期科创板和创业板上会 20 家，较上期 23 家有所减少，过会率为 94.44%，速达工业被否。主板和中小板上会 9 家，较上期（2021.01.18-2021.01.22，下同）8 家有所增加，过会率为 88.89%，九恒条码被否。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 8.60 亿元，高于上期的 5.91 亿元。本期主板和中小板平均募资约 19.20 亿元，高于上期的 15.22 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 99.6%，低于上期的 163.3%。本期创业板上市首日平均涨幅 173.4%，低于上期的 175.4%。主板和中小板本期开板新股 5 只，开板平均涨幅为 195.3%，高于上期的 159.5%。

开源中小盘次新股重点跟踪组合

恒玄科技（智能音频 SoC 芯片设计龙头，长期有望受益于可穿戴设备等的消费升级）、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。

【固定收益】流动性的三两事：高企的套利盘和不可证伪的收紧——固收专题-20210131

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

货币政策的收紧在短期可能是难以证伪的：

1. 经济的环比大概率是继续回落的，基本面至少在短期不会对货币政策产生太大压力；

2. 从之前银行代客结售汇顺差和央行外汇占款规模的裂口来看，不排除一月份迅速增加的结汇规模使得央行 OMO 投放适当收缩。

货币政策在有意加大资金利率的波动，这一变化的初衷可能是挤压套利盘：

可以相对确定的是：货币政策在有意加大资金利率的波动。一个明显的变化是，其不再对资金面的季节性压力提供过多的对冲操作。这一变化的初衷可能是对套利盘的挤压：

1. 一个不可忽视的背景是：至少在这一轮利率快速上升之前，被低估的资金利率造成了期限利差很大。在疫情之后，长端利率恢复的进度明显要比短端资金利率更快，这造成了广谱利率呈现出微幅发散的状态。

2. 套利资金可能因此而大幅增加，大量资金在寻找尽可能高的利差空间，而在此中并未顾虑流动性的问题；

3. 两个佐证的迹象是：负债端资金的负债期限明显缩短以及资产端新老券利差的明显收敛。

无论货币政策是否收紧，这一轮资金利率中枢的抬升都难以避免：

1. 在收益率回到偏高的水平之后，即使货币政策并不收紧，银行也会主动扭转之前资产端久期过短的状态，从而拉高资金利率；

2. 需要理性看待的是：套利资金和脱实入虚一向不是货币政策持续变化的主因，即使货币政策因此而收紧，这种收紧的持续性也应不强；

3. R007 的中枢可能会到 3.2%这一位置之上。

但这一系列变化对长端的利空可能不太明显：

1. 即使货币政策短时收紧，其回笼的也仅仅是在银行部门堆积的过多的短期资金，不会对机构负债端产生太大影响；

2. 如果货币政策未有收紧，银行拉长久期反而对长端形成一些利好；

3. 我们的观点维持不变：预计 10Y 国债收益率后续会逐步向 3.05%这一位置靠拢。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【传媒】进一步聚焦春节娱乐和快手上市——行业周报-20210131

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

关注业绩预告“靴子落地”后的机会

随着 2020 年业绩预告陆续披露完毕，受疫情、政策等影响普遍出现经营性亏损或者出现存货、商誉大幅减值的电影、剧集、体育等板块上市公司业绩“靴子落地”，建议积极关注其中基本面依然向好的公司“轻装上阵”后的业绩边际修复机会，如完美世界或在 2020 年 Q4 或充分计提了影视存货减值，其游戏业务延续良好势头的情况下，估值有望迎来修复；受疫情影响 2020 年普遍亏损的电影板块制作发行公司及院线公司，在春节档的拉动下 2021 年 Q1 及全年有望实现业绩大幅修复；体育板块当代文体、力盛赛车受疫情导致的赛事大面积取消或延期影响，2020 年业绩也预告大幅亏损，2021 年亦有望明显修复；主营境外会展的米奥会展及经营线下早教业务的美吉姆也有望随疫情的好转，业绩持续改善。

继续围绕“就地过年”加大游戏、在线视频、电影板块配置力度

随着春节临近，我们建议继续积极把握“就地过年”倡议带来的线上、线下娱乐机会。游戏方面，“就地过年”或带来时长增量，尤其对于国民级游戏（如《王者荣耀》、《和平精英》）、棋牌休闲游戏（如姚记科技研发、字节跳动代理并有望在春节前加大推广力度的《小美斗地主》、《齐齐来麻将》及昆仑万维运营的闲徕游戏平台）及新游戏（如 2 月 1 日将上线的吉比特自研游戏《一念逍遥》），或驱动相关研发、发行商 2021 年 Q1 业绩超预期：电影方面，“就地过年”或推动一、二线城市春节档票房和整体票房超预期，下沉市场票房由于返乡的减少有待观察，春节档头部电影或由《唐人街探案 3》（猫眼想看人数 425 万+）、《你好，李焕英》（猫眼想看人数 102 万+）、《侍神令》（猫眼想看人数 49 万+）、《刺杀小说家》（猫眼想看人数 45 万+）构成，在一、二线城市布局较多的影院、院线公司及头部电影出品方业绩有望持续修复；在线视频方面，芒果 TV 或充分受益于头部综艺《乘风破浪的姐姐第二季》及宅家过年带来的流量增量，广告和会员收入值得期待，Bilibili 亦有望迎来居家红利，用户规模或再超预期；基于春节娱乐视角，我们建议继续加大游戏、电影、在线视频板块配置力度；游戏板块重点推荐姚记科技、完美世界、心动公司、创梦天地，受益标的包括腾讯控股、吉比特、网易、三七互娱、昆仑万维；在线视频板块重点推荐芒果超媒，受益标的包括哔哩哔哩；电影板块受益标的包括万达电影、上海电影、中国电影、金逸影视。

快手上市叠加春晚营销或再驱动产业链投资机会

港交所披露快手将于 2 月 5 日上市，而在抖音成为 2021 年央视春晚独家红包互动合作伙伴后，快手亦宣布和山东卫视等十家省级卫视春晚达成合作。我们认为，春晚营销有望推动快手、抖音短视频用户规模和时长增长，而快手上市后或加快商业变现及短剧内容生态建设，或对广告、电商、短剧业务合作伙伴业绩带来拉动，并推升产业链整体估值。快手产业链受益公司包括中文在线、中国有赞等。

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。

【计算机】周观点：云计算高景气度持续——行业周报-20210131

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

一周市场回顾：本周（1 月 25-29 日，下同），沪深 300 指数下跌 3.91%，计算机指数下降 6.34%。

周观点：云计算高景气度持续

（1）云计算国内渗透率低，发展确定性高，市场空间大

对比全球，中国云计算市场规模仅为美国的十分之一，成长空间广阔。从行业增速看，根据 IDC 数据统计，2020 年上半年中国公有云市场规模达到 84 亿美元，同比增长 51%，连续 5 年实现超 50%的高速增长；从渗透率角度看，根据中研普华的数据，截至 2019 年，中国云计算渗透率仅 12%左右，渗透率较低。考虑本次疫情加深公众和企业对云的认知，从 IT 成本优化、办公效率提升等角度看，未来企业有望继续加速上云。

（2） 海外市场景气度高，行业发展趋势明确

正值财报季，海外云计算龙头公司业绩持续增长。微软 FY2021Q2 财报实现营收为 430.8 亿美元，同比增长 17%，首次突破四百亿大关，超 2020 年 10 月业绩指引。其中智能云业务在 FY2021Q2 贡献营收为 146 亿美元，同比增长 23%，主要来源于 Azure 收入同比增长 50%所致。Amazon 虽未公布最新财报，参考其之前的业绩指引 FY2020Q4 营收在 1120-1210 亿美元之间，增幅为 28%~38%，以及 AWS 在 FY2020Q3 中实现销售额同比增长 29%。我们认为当前云化趋势明确，全球云计算行业高景气有望持续。

（3） 国内云计算公司业绩持续增速

根据最新财报预告和快报数据，国内云计算公司业绩增长持续。金山办公 2020 年实现归母净利润 8.01-9.21 亿元，同比增长 100%-130%；广联达 2020 年度实现营收 40.05 亿元，其中数字造价云收入为 16.22 亿元，同比增长 76.11%；金蝶软件的 2020 年全年云服务收入同比增长 43-48%，云服务收入占比至 54%-59%；此外，用友网络计划 2021 年新增研发人员 1500 人，意在对 YonBIP 平台的持续研发，加快云服务业务发展。从年报预告可见国内整个云计算赛道保持高景气。

投资建议：

（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、朗新科技；其他受益标的包括中望软件（拟上市）、赛意信息等。

（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、北信源等。

（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：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【石油化工】油价维持 55 美元上方，涤纶长丝去库持续——行业周报-20210131

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价维持 55 美元上方，涤纶长丝去库持续

截至 1 月 29 日，Brent 原油价格 55.89 美元/桶，周环比上涨 0.68%；WTI 原油价格 52.14 美元/桶，周环比上涨 0.12%，两油月攀升均超 8%。OPEC 延续减产政策，朝着降低库存的目标稳步迈进；全球开展疫苗接种，加速油价需求复苏；美国民主党推动财政刺激政策，美联储维持宽松政策，多方利好维持油价强劲上涨趋势；聚酯方面，本周长丝下游织机开工率为 50.35%，环比下降 15.94%，长丝企业以促销去库为主；根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 1-5 天/7-11 天/14-20 天，已处于历史较低水平，行业低库存环境有利于年后迎来“金三银四”行情。天然气方面，上游气源放量、城燃需求回落，LNG 价格指数为 4782 元/吨，周环比下行 11.62%。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。

原油去库&需求回暖，多方利好支撑油价

供给维稳：根据 EIA 最新数据，1 月 22 日当周，美国原油产量为 1090 万桶/天，周环比减少 10 万桶/天。Baker Hughes 公布 1 月 29 日的当周数据，美国活跃钻机数量为 384 台，周环比增加 6 台；原油去库：1 月 22 日当周，美国油品总库存为 13.22 亿桶，周环比减少 1170.7 万桶。其中，商业原油库存为 4.77 亿桶，周环比减少 991 万桶。汽油库存为 2.47 亿桶，周环比增加 246.9 万桶；需求回暖：1 月 22 日当周，炼厂方面，维持上周原油加工能力 1839 万桶/天；开工率周环比下跌 0.80%至 81.70%；消费方面，本周美国油品总消费为 1968 万桶/天，周环比上涨 4 万桶/天，馏分油消费 430 万桶/天，周环比增加 48 万桶/天。OPEC 延续减产政策，且沙特将在 2、3 月履行减产 100 万桶/天的承诺、全球开展疫苗接种、美国民主党推动财政刺激政策，美联储维持宽松政策，多方利好支撑油价。

长丝优惠出货持续去库，节后有望迎来“金三银四”行情

成本方面，双原料 PTA、MEG 弱势震荡，涤纶长丝成本端支撑不足；需求方面，本周（1 月 25-29 日，下同）江浙地区化纤织造综合开机率为 50.35%，环比下降 15.94pct，其中盛泽地区喷水织机平均开机率 53.28%、常熟地区平均开机率为 38.83%、萧绍地区圆机开机率为 37.21%、长兴地区喷水织机平均开机率 54.60%，工人返乡致使企业运行负荷下降，节前上涨预期较弱，以促销去库为主；库存方面，根据 CCFEI，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 1-5 天/7-11 天/14-20 天，已处于历史较低水平，行业低库存环境有利于年后迎来“金三银四”行情。价格方面，本周 POY 报价 5850 元/吨，周环比减少 150 元/吨，FDY 报价 5950 元/吨，周环比下跌 150 元/吨，DTY 报价 7875 元/吨，周环比下跌 25 元/吨。价差方面，本周 PX-石脑油价差缩小 1.14%；PTA-PX 价差缩小 0.6%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差扩大 0.17%。

上游气源放量&城燃需求回落，LNG 价格震荡下跌

根据百川盈孚，本周 LNG 价格指数为 4782 元/吨，周环比下行 11.62%。供给端，原料气资源增量，液厂开工率提升；海气资源充裕，国内市场整体供应增加。需求端，春节临近，下游企业部分开工下降或停工，工业用气需求减少；同时最近北方气温提升，且学校放假，城燃需求减少；临近春节，长途汽运陆续停运，车辆用气量也出现减少趋势。此外，市场价差缩小套利空间减少，贸易商操作放缓。

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】700M 布局加速 5G 应用和建设，5G 板块反转在即——行业周报-20210131

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

700M 基站建设方案确定，维持对通信行业“看好”评级

本周（2021 年 1 月 25 日-2021 年 1 月 29 日，下同）上证综指下跌 3.43%，深证成指下跌 5.16%，创业板指下跌 6.83%。本周一级行业指数中通信板块跌幅为 6.30%。本周中兴通讯、华为中标中国电信、中国联通 2020 年 5G 消息平台（RCS）建设工程联合采购项目、烽火通信、深圳讯特中标西藏移动 5G 基站设备集采项目；中国移动及中国广电共建共享 700M 基站方案敲定、工信部 2021 年计划新建 5G 基站 60 万个、中国移动建成全球规模最大 5G 网络；江苏省 5G 基站开通数量全国第二、AutoX 在深圳设立国内首个全无人驾驶运营中心；诺基亚同谷歌合作开发 5G 核心网、华为聘请巴西前总统推进巴西 5G 业务。我国 5G 建设再添 700M，5G 从“可用”到“好用”的进展有望超预期，维持对通信行业的“看好”评级。

通信相关板块利好不断，5G 反转在即，看好 2021 年 Q1 通信行情

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，中国广电预计将于 2021 年和中国移动共建共享基于 700M 的 5G 基站 40 万个，基本可实现全国覆盖，700M 作为黄金频率完成 5G 覆盖后，5G 信号质量好于 4G 甚至强于 2G，而网络速率又是 4G 的 3 倍，700M 将带来 5G 可用到好用变革。在目前运营商公平竞争的大背景下，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，我们认为拜登团队上台时点，美中关系将回归理性谈判（2020 年 8 月 15 日特朗普单方面取消谈判后双方已有近五个月的时间未开启任何协商，贸易协议也停留在第一阶段），预计拜登政府上台后双方磋商及相关谈判将再度展开，目前中美经贸谈判相关已提上新闻热点之中。

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，结合工信部宣布的 2021 年 5G 基站数量将高于 2020 年，建设节奏加快带来供需关系的改善，从而迎来 5G 产业链的业绩边际改善。

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

我们看好 2021 年 Q1 通信估值预期及业绩的修复，5G 反转在即。推荐标的：主设备中兴通讯（000063），5G 终端放量小米集团（1810.HK），物/车联网移远通信（603236）、广和通（300638）、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）、运营商中国移动（0941.HK）。

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】流动性预期变化带来短期扰动，关注行业和公司 α——非银金融行业周报-20210131

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：流动性预期变化带来短期扰动，应关注行业和公司自身 α

本周（1 月 25-29 日，下同）受宏观流动性预期变化的扰动，非银板块整体跑输指数。我们认为，短期流动性变化具有不确定性，核心关注行业和公司自身的确定性改善和成长属性。一方面，顶层设计下，公募基金将成为居民资产增配的重要方向，基金业务线条为代表的财富管理将成为金融行业未来重要的投资主线，首选其中最优赛道稀缺标的东方财富。另一方面，目前保险行业基本面和估值均处于历史底部阶段，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：证监会表态加大权益基金产品供给，2021 年仍将是供给端加速年

（1）据 Wind 数据，截至 1 月 29 日，本月累计新发股票+混合型基金 105 只，发行份额 4503 亿份，同比+321%，1 月新发偏股基金规模再创历史新高，较 2020 年 7 月峰值高 38%。1 月净新增已审批待发行和待审批基金的偏股基金数量分别为 84/199 只。1 月日均股基成交额为 1.17 万亿，同比+58%。（2）政策面看，本周证监会在 2021 年工作

会议上强调，将加大权益类基金产品供给与服务创新力度，推动个人养老金投资公募基金政策尽快落地。预计 2021 年仍将是公募基金供给端扩张的加速年。（3）2021 年公募基金扩张有望超预期，继续推荐互联网财富管理龙头东方财富。同时，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：负债端逐步复苏可期，看好低估值保险股估值修复

（1）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，保费复苏趋势有望不断确认。（2）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，市场关注后续保费改善的催化动力。随着龙头险企价值增长改善、机构向高性价比价值股增配，龙头险企有望迎来估值修复，推荐中国太保，受益标的中国平安。

受益标的组合：

券商：东方财富，招商证券，兴业证券，国金证券，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。

【新能源与电力设备】业绩预告反映行业高景气，未来电动车持续性好——行业周报-20210131

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

周观点：业绩预告反映行业高景气，未来电动车持续性好

（1）新能源汽车：从龙头公司的业绩预告看，2020 年下半年已经确认行业的向上拐点，正极产业链的赣锋锂业、容百科技等公司体现出业绩的向上弹性；展望未来，由于电动车处于向上周期开始阶段，2021 年上半年仍是较好的业绩兑现期，将呈现业绩加速向上的趋势。具体到环节，正极产业链、二线公司仍是我们看好的弹性环节；储能环节未来三年也是从零到一的阶段。虽然短期面临春节因素带来景气度波动，但目前仍是整体景气度在提升的较好投资窗口期，具体的投资方向，我们坚持之前的判断：从终端车企到中上游原料（关注资源端的弹性），从一线环节到二线环节（优质供应链角度），从确定性板块到模糊性板块（氢能源、储能等）。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。（2）光伏：从业绩预告看，隆基股份、阳光电源的 2020 年业绩已经兑现了行业的高景气；行业短期景气度仍然较好，硅片、电池片价格超预期坚挺，硅料价格继续上涨；春节后，尤其是一季度之后，国内需求可能迎来相对的淡季，价格有可能松动。我们认为 2021 年将进入光伏供给端革命的阶段，将带来各环节竞争格局的优化，部分二线企业将有比较好的阶段性机会：异质结、大硅片、颗粒硅等。投资方面，中长期关注具有全球核心竞争力的公司，隆基股份、通威股份等龙头受益；短期继续关注逆变器、玻璃、胶膜等环节的弹性机会，阳光电源、福莱特、福斯特等受益。

Tesla 2020Q4 业绩点评：现金流强劲，持续看好特斯拉供应链

北京时间 2021 年 1 月 28 日，特斯拉发布 2020 年四季报，2020Q4 特斯拉实现营收 107.4 亿美元，同比+46%，环比+22%; GAAP 准则下归属普通股东净利润 2.7 亿美元，同比+157%，环比-18%。由于业绩和股价的增长，2020Q4 股权激励费用同比+125%至 6.3 亿美元，剔除股权激励费用影响后归属普通股东净利润 9.0 亿美元，同比+134%，环比+3%。2020Q4 特斯拉毛利率 19.2%，同比+0.4pct，环比-4.3pct；净利率 2.8%，同比+1.0%，环比-1.4pct。短期内盈利下行主要受 Model 3 降价影响。我们预计 2021/2022 年特斯拉全球销量分别 98/134 万辆，同比+96%/+37%。持续看好 CATL-特斯拉和 LG 化学-特斯拉供应链，受益标的：宁德时代、恩捷股份、天赐材料、三花智控、科达利、宏发股份、德方纳米。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：宁德时代预计于 2025 年推出 CTC 电池。

新能源汽车公司层面：赣锋锂业 2020 年预计实现归母净利润同比+154.14%至+198.82%。

光伏行业层面：2020 年全国新增光伏装机 48.2GW，64%新增在“三北”地区。

光伏公司层面：隆基股份 2020 年预计实现归母净利润同比+55.30%至+62.88%。

风电公司层面：明阳智能 2020 年预计实现归母净利润同比+65.60%至+93.67%。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【商贸零售】各大社区团购平台相继进军一线城市——商贸零售行业周报-20210131

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

各大社区团购平台相继进军一线城市，持续完善旗下零售业态

本周（1 月 25 日-1 月 29 日，下同），美团优选在北京开城，首批团长自提点覆盖朝阳区、通州区；而在此之前，多多买菜 1 月 12 日上海开城，橙心优选 1 月 18 日进入北京，十荟团也计划近期在北京上线。可以看到，此前主要布局下沉市场的社区团购平台，近期开始相继进军一线城市。相比下沉市场，一线城市零售业态发达、需求多样，因此社区团购平台进军一线后需在模式上做灵活创新。需求端看，社区团购在下沉市场主要通过次日达模式降低履约成本、提供便宜商品；但在一线城市，大卖场、超市、便利店和即时到家平台等零售业态渗透率高，且消费者对商品的获取即时性和质量也有更高要求（对价格敏感性则较低）。对平台方来说，一线城市的前端团长资源（便利店店主不易开拓、小区宝妈受物业保安出入限制）和后端配送（一线城市交通限行）等方面也存在一定挑战。我们认为，互联网平台在一线城市开展社区团购，更多将作为弥补业态，目的在于覆盖不同人群，形成大品牌下的零售业态矩阵，从而占领消费者心智、提高用户粘性。例如，阿里盒马目前已构建社区超市、便利店、菜市场、会员制超市、盒马优选等多个业态并持续迭代。长期看，多业态互补是未来零售市场方向，因此虽然短期社区团购平台在一线城市发展存在一定挑战，但该布局的长期战略价值不可忽视。

行业关键词：年货节、智慧零售、colorkey、号店一体、十荟团等

【年货节】拼多多“年货节”居家美容类产品销量同比增长逾四倍。

【智慧零售】微盟发布《2020 智慧零售行业研究报告》。

【colorkey】colorkey、superface 母公司美尚股份完成 4 亿元 B 轮融资。

【号店一体】抖音电商推出“号店一体”概念，支持达人账号绑定店铺。

【十荟团】十荟团日单量突破 1500 万件。

板块行情回顾

本周（1 月 25 日-1 月 29 日，下同）零售板块（商业贸易指数）报收 2976.01 点，下跌 5.11%，跑输上证综指（本周下跌 3.43%）1.68 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 17 位。各细分板块中，本周 8 个子行业均下跌，2021 年年初至今珠宝首饰板块表现最好。个股方面，本周供销大集（+10.0%）、远大控股（+8.0%）和 ST 厦华（+7.6%）等涨幅靠前。

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。

【食品饮料】茅台稳价为先，名酒平稳运行——行业周报-20210131

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：茅台严控市场稳价为先，名酒回款动销正常进行

前期贵州茅台要求经销商拆箱散卖茅台酒，通过抑制收藏需求来管控价格。近期市场监督管理部门严控白酒市场，对于高价销售茅台酒行为进行查处。管控市场核心是打击旺季期间恶意炒作价格的乱象，也侧面反应出公司希望稳价的态度。目前部分商贸公司、专卖店近期响应茅台公司号召，开启线上预约模式，消费者可限量平价预约茅台酒，有效的抑制了价格泡沫的积累，同时扩大茅台的消费需求，为公司长远健康发展提供了保障。我们估计市场监督行为可能成为常态化动作，公司渠道直营化改革可能加快落地，包括增设茅台体验店（自营店）、与更多合适的商超和电商平台进行合作、直接开发企业团购客户等，利于茅台酒价格平稳运行，也利于公司长久发展。

高端白酒市场节前仍按即定节奏在运行，回款、发货等均未受到疫情影响。居民就地过年对春节期间低线市场的地产白酒消费产生影响，但对一线名酒的动销影响有限，五粮液、剑南春等产品动销流速较好。我们判断疫情严重区域白酒销量可能下滑，多数区域实际动销情况去好于 2020 年春节。且随着节后疫情大概率控制好转，大规模宴席、走亲访友等场景可能出现补偿性消费，全年仍可保持乐观展望。根据酒业网报道五粮液团购价格已提至 999，微酒报道国窖也全面停货，预计白酒价格仍有提升趋势。

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，受拆箱散卖以及严控市场影响，近期散瓶飞天价格保持平稳。（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）中炬高新估计 2021 年目标压力较大。目前公司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：食品饮料跑赢大盘

1 月 25 日-1 月 29 日，食品饮料指数涨幅为-0.3%，一级子行业排名第 3，跑赢沪深 300 约 3.6pct，子行业中其他酒类（2.5%）、白酒（1.1%）、食品综合（-2.1%）相对领先。个股方面，安井食品、绝味食品、迎驾贡酒等涨幅领先；ST 加加、皇台酒业、汤臣倍健等跌幅居前。

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。

【房地产】住建部坚决遏制投机炒房，杭州政策调控升级——行业周报-20210131

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。

宏观政策基调不变，杭州房地产调控升级

（1）中央层面，货币政策仍将继续支持经济，住建部提出坚决遏制投机炒房。央行行长易纲表示，中国的货币政策将继续支持经济，不会过早退出支持政策；预估 2021 年 GDP 增速将恢复到正常区间内，符合预期。住建部前往上海、深圳等地调研督导房地产市场情况，表示将采取针对性措施，引导好预期，坚决遏制投机炒房，要以稳地价、稳房价、稳预期为目标，确保房地产市场平稳健康发展。（2）地方政策看，调控升级方面，上海法拍房纳入限购范围；杭州从住房限购、限售、税收和无房家庭认定标准及高层次人才优先购房政策等方面进一步加强调控。秩序规范方面，深圳出台政策严管购房资格，加强购房意向登记管理，严格审查购房人资格，包含婚姻关系、购房款来源、偿债收入比等。北京针对个别小区出现房价上涨苗头并被部分中介或自媒体恶意炒作成普涨预期的现象，近期市区住建部门多次约谈和持续检查房地产中介机构。租赁政策方面，中山鼓励房企出租库存商品住房，引导房企与住房租赁企业合作发展租赁地产。北京住建委加强对长租企业的严厉监管，禁止企业形成资金池和租金贷，严查资金违规进入房地产市场和中介炒房、投机炒作，并将此作为 2021 年重中之重的工作。宁波计划到 2022 年底，全市新增各类租赁住房不少于 13 万套。周内上海、杭州调控政策持续升级，同时地方政府持续鼓励、支持租赁市场的健康发展。

成交：单周一二手成交热度有所回升

新房：2021 年第 5 周，全国 32 城成交面积 477 万平米，2020 年同期受春节影响基数较低，环比增加 6%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 2598 万平米，累计同比增加 62%。（2）二手房：2021 年第 5 周，全国 9 城成交面积为 148 万平米，2020 年同期受春节影响基数为 0；年初至今累计成交面积 559 万平米，同比增速 20%，较前值提升 32 个百分点。

资金：单周发债规模同比增长，利率有所分化

2021 年第 5 周，信用债发行 119.28 亿元，环比减少 45%，平均加权利率 4.72%，环比增加 43BPs；海外债发行 28.1 亿美元，同比增加 462%，环比减少 68%，平均加权利率 9.73%，环比增加 618BPs。

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】彤程新材可转债获批，斯迪克 2020 年业绩预增 55%-70%——新材料行业周报-20210131

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

本周行情回顾

截至本周五（01 月 29 日，下同），上证综指收于 3483.07 点，较上周五（01 月 22 日）的 3606.75 点下跌 3.43%；创业板指报 3128.86 点，较上周五（01 月 22 日，下同）下跌 6.83%。新材料指数报 3743.41 点，较上周五下跌 7.97%，跑输创业板指 1.14%；半导体材料指数报 1628.89 点，较上周五下跌 7.91%，跑输创业板指 1.08%；液晶显示指数报 9363.47 点，较上周五下跌 7.36%，跑输创业板指 0.53%；OLED 指数报 2627.88 点，较上周五下跌 7.17%，跑输创业板指 0.34%；尾气治理指数报 2039.24 点，较上周五下跌 7.3%，跑输创业板指 0.47%。

本周（1 月 25-29 日，下同）新材料板块的 100 只个股中，有 13 只周度上涨（占比 13%），有 87 只周度下跌（占比 87%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：激智科技、金发科技、巨化股份、石大胜华、三孚股份；7 日跌幅前五名的个股分别是：道恩股份、三安光电、同益股份、维信诺、深南电路。

开源化工新材料周观察：MLCC 离型膜需求旺盛，国内企业加码布局

MLCC 离型膜是 MLCC 流延成型的关键材料，MLCC 流延成型过程中，将陶瓷浆均匀流延涂布于离型膜表面，经高温干燥、定型后剥离下来，形成陶瓷膜片。整个工艺过程中，离型膜是高消耗品，起到承载陶土层的作用，其厚度均匀，良好的剥离性和光滑型保证干燥后可轻易剥离，不损坏介电层，供后续 MLCC 层叠时使用。根据调研机构 Paumanok 与中国电子元件行业协会统计及预测，全球 MLCC 产量从 2011 年的 2.3 万亿颗增长至 2019 年的

4.49 万亿颗，年复合增长率达到 8.72%。目前国内厂商可提供 300-800 层的 MLCC，而日本公司已可实现 800-1,000 层的 MLCC。按单颗 MLCC 平均由 600 层陶瓷膜片堆叠而成，根据洁美科技招股书，MLCC 平均单层面积为 5mm2，即一颗 MLCC 消耗 3000mm2 单层膜片。MLCC 生产所消耗离型膜面积与单层膜片的面积相当，我们测算 2019 年全球 MLCC 用离型膜的需求为 135 亿平方米。目前日本企业三井化学、东丽、东洋纺、帝人、三菱化学占据全球 MLCC 离型膜主流市场，洁美科技、双星新材等国内企业发展迅猛，紧追国际趋势，加码布局 MLCC 离型膜产能。

重要公司公告及行业资讯

【斯迪克】公司预计 2020 年年度实现归母净利润为 1.72 亿元-1.89 亿元，同比增长 55%-70%；扣非归母净利润为 0.97 亿元-1.05 亿元，同比增长 15%-25%。

【彤程新材】公司公开发行可转债已获得证监会核准，本次发行 8.00 亿元可转债，每张面值为人民币 100 元，发行数量为 80.02 万手。

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、瑞联新材、万润股份、濮阳惠成、利安隆、彤程新材、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。

【房地产】物管行业专题报告一：物管三重场景，远期估值在于业务边界延展性——行业深度报告-20210131

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

市场空间大，进阶版物管对技术、能力需求更为迫切

物管公司核心要素在于人，其长期占据消费者心智的核心能力是品质和口碑，中短期成长驱动力在于地产平台给予的支持。随着形态进阶，服务对象不再束缚于小区住宅，物管公司开始切入非住宅领域。在业务平台化、场景社会化趋势下，对物管公司技术、能力的要求将持续提升。物管市场远期空间足够大，可延伸的业务类型足够多，业务对象的流量潜力大，优秀的物管公司将历久弥坚。重点推荐行业龙头标的碧桂园服务，成长性标的金科服务、新城悦服务、永升生活服务；受益标的包括宝龙商业、华润万象生活。

不同场景运营模式各异，内在驱动力有所不同

（1）住宅物管：目前仍处在跑马圈地阶段，呈现物管打通渠道，增值服务创利局面。在资本加持、行业整合提速阶段，企业对规模诉求强于口碑打造；同时增值服务仍在持续探索，目前呈现百花齐放态势。（2）商业物管：管理运营费与商场租金、零售额呈正相关性。商业整体呈现供大于求局面，优质商业运营能力较为稀缺，商业物管具备提价逻辑顺畅、进入门槛高、格局分散的优点，且其外部性更强，运营的好坏对物业价值的影响更为密切。经预测，商管公司最终实现的商管、运营收入可占纯租金收入的 70%以上（包含开业前一次性收费）。（3）公建物管：单项目规模大，项目订单式，项目获取较为依赖于运营能力及资源禀赋优势。

市场空间足够大，远期展望 2.3 万亿空间

（1）房屋物管空间测算（除公建）：当前物管服务渗透率仅 49%，仍处于较低水平，每年收入市场空间突破 1 万亿元；未来随着城镇化率、物管服务渗透率的提升，物管服务收入体量有望接近 2 万亿元。（2）公建类物管空间测算：全国公共财政支出中用于城乡社区事务的比例在持续提升，未来放管服背景下，随着社会资本参与度的提升，物管公司在公建类市场将大有所为。

物管估值探究：业务平台化、场景社会化

物管公司横向在业务上朝平台化延展，纵向在业态上朝社会化转型。（1）横向平台化探索：对于平台型公司，

业绩增长不再是估值驱动之锚。业主增值服务业务赋予了物业公司类消费的行业属性，小区“半封闭式管理场景”有利于物业公司增值服务的培育，对外部资源嫁接也有一定话语权。从远期看，我们判断社区经纪业务、美居业务、社区团购业务发展潜力较大。假定终极形态下，龙头物管公司市占率可达 10%，三项业务收入体量总和将突破百亿。（2）纵向社会化转型：物业公司开始获取更多社会性物业形态，通过收并购提升专业服务技能，这一点在 2020 年收并购中尤为明显。

风险提示：行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力。

【化工】把握化肥、氟化工、化纤、MDI 等细分行业复苏机遇——化工行业周报-20210130

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

本周（1 月 25-29 日，下同）行业观点：继续把握化肥、氟化工、化纤、MDI 等细分子行业复苏机遇

2020 年化学原料和化学制品制造业利润增长 20.9%，继续把握细分化工子行业的周期复苏机遇。对比欧美中小企业债务违约率或将大幅提升的背景下，2020 年下半年，中国经济率先实现了“V”形反转。我国化工行业积极进行产业转型升级，“十四五”期间，中国有望重构全球石化和化工产业链、供应链和价值链。1 月 27 日，国家统计局公布数据：2020 年全国规模以上工业企业实现利润总额 64516.1 亿元，比 2019 年增长 4.1%。其中，化学原料和化学制品制造业经受住了 NCP 疫情的冲击，运行整体平稳、稳中有进。特别是 2020 下半年以来，随着上下游产业链逐步畅通，在国内市场需求回暖以及国际大宗化工商品价格回升等因素共同作用下，2020 全年，化学原料和化学制品制造业实现利润 4257.6 亿元，占制造业总利润的 7.6%；同比增长 20.9%，领先制造业增速 13.3 个百分点。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。我们坚定认为短期波动不改化工板块 2021 年向好趋势，建议在调整中布局机会：把握产品需求持续回暖、行业集中度高且扩产有序（成长性突出）的细分化工子行业的周期复苏机遇，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、估值较低的化工龙头：聚氨酯、煤化工、大炼化、化肥、化纤（涤纶、氨纶、粘胶）、氟化工、农药、维生素行业等。

受益标的：【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。

【化肥行业】：进入春耕备肥料旺季，各大复混肥料生产企业及贸易商为避免疫情影响而再出现断货情况，积极进购囤积部分生产原料，单质肥、复合肥稳步上涨。受益标的：云图控股、三泰控股、云天化、兴发集团、华鲁恒升等。

【氟化工行业】：美国申请对华 R125 启动双反立案调查，短期内制冷剂 R125 出口或有增量，制冷剂 R125 价格也有望上调。制冷剂开工旺季来临，下游氢氟酸、制冷剂涨价有望提振萤石价格。受益标的：金石资源、巨化股份、三美股份、东岳集团等。

【MDI 行业】：1 月 29 日，万华化学发布公告：自 2021 年 2 月份开始，中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价为 20500 元/吨，直销市场挂牌价为 20500 元/吨；纯 MDI 挂牌价为 24000 元/吨，均同 1 月份持平。2021 上半年陶氏化学、亨斯迈、科思创等海外装置或存变量。受益标的：万华化学。

本周行业要闻：

【氨纶行业】华峰化学拟由控股子公司重庆氨纶投建 30 万吨/年差别化氨纶项目，筑牢全球氨纶行业巨头地位；【氟化工行业】三美股份与江苏华盛锂电材料进行《双氟磺酰亚胺锂（FSI）》项目合作签约仪式，拟投资 6.2 亿，落户武义新材料产业园；【聚碳酸酯行业】海南投资 175 亿引入华盛聚碳酸酯项目。

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】需求渐弱动力煤价迎来回调，焦炭快速落实第十五轮提涨——行业周报-20210130

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

需求渐弱动力煤价迎来回调，焦炭快速落实第十五轮提涨

本周（1 月 25-29 日，下同）动力煤市场价格出现大幅回调，CCTD 秦港 5500K 现货交易价环比大跌 10.3%至 845 元/吨，产地价格也呈现小幅回落，主因是气温回升带来的需求下降，春节前的强势行情或告一段落。本周基本面主要以需求端走弱为主：需求方面，全国范围气温逐渐回升，供暖需求对电厂负荷的支撑弱化，电厂日耗高位回落，可用天数回升，现货采购意愿下降，海运费出现断崖式下跌；供给方面，保供要求下，产地基本维持稳定生产，供给面较为稳定；港口库存方面，铁路发运仍受疫情影响，北港尚未出现明显累库迹象，秦港库存维持在 500 万吨水平已长达四个月。后期判断，未来全国气温持续回升，季节性强需求接近尾声，叠加春节假期临近工企停工，短期内电厂日耗或将持续下降；供给端在保供政策要求下，产地将在春节期间安排年产，开工率或高位稳定，相对渐弱的需求，供给端将逐渐宽松，预计春节期间极端的高位煤价或迎来进一步回调。但考虑到疫情环境下政策鼓励春节就地过年，节后下游复工较快，对动煤需求仍有支撑，价格回落幅度有限。进口方面，考虑到 2020 年内前后不均衡的进口规模对煤价波动有所加剧，我们预计 2021 年政策端将合理平控淡旺季进口规模，有效发挥进口煤保供稳价的调节作用。总体来看，短期供需矛盾缓解，中长期基本面平稳或是主基调，动力煤价格或将重新回归合理区间。当前各类煤价仍处于强势高位，煤企业绩将会有出色表现，持续看好煤炭股价值修复。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、阳泉煤业；国改深化受益标的：山西焦煤、潞安环能、大同煤业；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：本周港口煤价回落，气温回升供需矛盾逐渐缓和

本周（2021 年 1 月 25 日-1 月 29 日，下同）秦港 5500K 现货交易价环比大跌 10.3%至 845 元/吨，气温回升引起需求下降明显。需求方面，本周全国气温普遍回升，结合春节将至工企部分停工，电厂日耗高位回落，库存及可用天数回升，现货采购节奏放缓，或主要以长协煤拉运为主，海运费出现大跌。供给方面，保供政策要求下，产地稳定释放产量，开工率持续高位。总体来看，需求端已过峰值阶段，供给端稳定释放，供需矛盾持续缓解，但供给整体仍然偏紧，煤价仍处相对高位。

煤焦钢产业链：本周焦炭涨&焦煤稳，焦炭再次落实第十五轮提涨

焦炭方面，本周焦企落实第十五轮焦价提涨（+100 元/吨），且已连续 8 周实现提涨。1 月以来焦价提涨幅度之大、速度之快，明显反映了焦炭供给大幅收紧带来的供需矛盾。需求端，临近春节本周钢厂高炉开工率小幅回落，但库存仍处于两年内低位，对焦炭补库仍有刚需；供给端，2020 年各主产地发力去产能是当前供给偏紧主因，且增量及置换产能缓慢造成当前供给空档期，紧供给支撑焦价持续强势。考虑到下游钢企利润收缩明显，同时高利润驱使焦企高开工率运行，焦价进一步提涨或将放缓，但短期内不改强势焦价行情。焦煤方面，本周价格稳定，需求端焦/钢企开工率高位，供给端澳煤禁运&蒙煤发运受限仍然持续，国内供给趋向收紧，叠加高煤焦价差所带来的价格传导效应，焦煤补涨行情或持续。

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】Tesla 2020Q4 业绩点评：盈利低于预期，持续看好特斯拉供应链——行业点评报告-20210128

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 熊镐（联系人）证书编号：S0790120090002

特斯拉 2020Q4 归属普通股东净利润 2.7 亿美元，现金流强劲，持续看好 CATL-特斯拉和 LG 化学-特斯拉供应链

北京时间 2021 年 1 月 28 日，特斯拉发布 2020 年四季报，2020Q4 特斯拉实现营收 107.4 亿美元，同比+46%，

环比+22%; GAAP 准则下归属普通股东净利润 2.7 亿美元，同比+157%，环比-18%。由于业绩和股价的增长，2020Q4 股权激励费用同比+125%至 6.3 亿美元，剔除股权激励费用影响后归属普通股东净利润 9.0 亿美元，同比+134%，环比+3%。2020Q4 特斯拉毛利率 19.2%，同比+0.4pct，环比-4.3pct；净利率 2.8%，同比+1.0%，环比-1.4pct。短期内盈利下行主要受 Model 3 降价影响。我们预计 2021/2022 年特斯拉全球销量分别 98/134 万辆，同比+96%/+37%。持续看好 CATL-特斯拉和 LG 化学-特斯拉供应链，受益标的：宁德时代、恩捷股份、天赐材料、三花智控、科达利、宏发股份、德方纳米。

受降价、Model Y 配置改进、疫情等因素影响，汽车业务毛利率环比-3.1pct

2020Q4 特斯拉交付 18.1 万辆（Model 3/Y 16.2 万辆，Model S/X 1.9 万辆），环比+30%；汽车业务（不考虑积分和租赁）营收 86.3 亿美元，环比+24%；毛利率 19.8%，环比-3.1pct；单车收入（不考虑积分和租赁）4.78 万元，环比-4%，盈利下降主要受 Q4 中国 Model 3 降价、Model Y 改进（增设热泵系统等）、疫情影响供应链交付等影响；单车折旧&摊销下降 18.4%，主要系产能利用率提升、single-piece 等工艺推进带动生产效率提升。能源业务营收 7.9 亿美元，环比+30%；毛利率-4.7%，环比-8.3pct，2020 全年储能装机量超 3GWh，同比+83%。

有效年产能已达 105 万辆，预计柏林工厂有望于 2021 年投产

当前 Fremont 工厂有效产能合计 60 万辆/年，上海工厂 Model 3/Y 有效产能合计 45 万辆，柏林工厂有望于 2021 年投产，生产 Model Y。我们推断后续欧洲市场 Model 3 标续版或仍将主要由上海工厂提供，持续看好 CATL-特斯拉供应链。另外，特斯拉计划在 2022 年底自产电池产能达到 200GWh，但我们预计短期仍将加大对松下、LG 化学、宁德时代的电池采购量。

经营性现金流、自由现金流、在手现金均再创历史新高，助力后续扩产

2020Q4 特斯拉经营性现金流高达 30.2 亿美元，同比+112%，环比+26%，应付账款及票据环比+10.93 亿元；资本性支出 11.7 亿美元，同比+160%，环比+14%；自由现金流 18.7 亿美元，同比+84%，环比+34%；期末在手现金高达 193.8 亿美元，主要系期间内新增权益融资 49.9 亿美元（增发价 632 美元/股）。根据此前特斯拉向美国证券交易委员会提交的文件显示，2021/2022 财年资本支出预期分别为 45/60 亿美元，当前充足的现金将有效支撑后续产能扩张。

风险提示：新能源汽车市场竞争加剧、全球疫情发展具有不确定性、特斯拉扩产进度不及预期。

【计算机：用友网络(600588.SH)】研发增员 1500 人重点投入 YonBIP，彰显云转型坚定决心——公司信息更新报告-20210131

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

聚焦云转型战略持续加大投入，维持“买入”评级

公司 2021 年的人员规划充分彰显公司发展云业务的决心，我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 8.55、10.80、13.49 亿元，EPS 为 0.26、0.33、0.41 元/股，当前股价对应 PE 为 164.9、130.5、104.5 倍，维持“买入”评级。

研发计划增员 1500 人，重点投入拳头产品 YonBIP 研发

根据用友智能财务公众号披露，2021 年公司计划总体增员 2500 人，同比增长超过 10%；重点增加研发与云服务运营人员，其中研发人员增加 1500 人，占比 60%。新增的研发人员主要投入新一代产品用友商业创新平台 YonBIP 的持续研究与开发，充分彰显公司云转型的决心。同时，我们认为在公司的大力投入下，YonBIP 有望成为公司抢占国产化、数智化、国际化机遇的重要武器。

变革实施和客开模式，优化人员结构，提升服务水平

公司将变革实施和客户化开发业务发展模式：一方面，公司将更大规模开展与专业水平高、服务质量好的咨询

实施等专业服务伙伴的合作，加强对合作伙伴的赋能；另一方面，公司将持续提升自有实施和客户化开发人员的专业能力，优化人员结构，并发挥产品领先优势。我们认为公司人员结构的调整，实施和客开模式的变革，将促进客户服务质量的增强，推动经营效率的提升。

董事长王文京先生亲任总裁，有利于更好地调配资源抓住历史发展机遇

公司此前发布公告，决定聘任董事长王文京先生兼任公司总裁，王文京先生是公司创始人，对企业服务产业有着非常深刻的理解，对公司发展方向和关键策略有非常好的掌控能力。王文京先生兼任公司总裁，有利于公司更好地调配资源，以抓住国产化、数智化、国际化三浪叠加的历史性机遇，聚焦云转型战略，加大研发投入，实现产品力的提升。

风险提示：新冠疫情影响业务发展的风险；人才竞争加剧风险。

【计算机: 深信服(300454.SZ)】与腾讯云达成战略合作，共同护航企业云安全——公司信息更新报告-20210131

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

高度看好公司的长期成长，维持“买入”评级

考虑公司持续加大市场及研发投入，我们调整公司 2020-2022 年归母净利润预测为 7.96、10.84、14.60 亿（原预测为 9.03、11.77、14.83 亿元），EPS 为 1.95、2.65、3.57 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 111.5、81.9、60.8 倍，考虑公司良好成长属性，维持“买入”评级。

与腾讯云签订战略合作协议，共推云网融合建设

公司发布公告，与腾讯云签订战略合作协议，双方将在云网资源、产品技术、服务体系等方面进行优势互补和深度融合，携手推动云网融合建设的发展，全面提升用户网络体验和保障业务高效安全上云。双方合作内容包括：（1）基于 SD-WAN、云骨干网、SASE 等技术及市场合作；（2）基于云与安全业务整合的其他合作；（3）双方将在各自大型合作伙伴系列活动上相互支持。

强强联合，双方有望在安全与云领域形成良好协同效应

腾讯云作为全球领先的云计算厂商之一，为全球各行业、众多企业和机构提供高品质云产品、云服务以及全面的智慧行业解决方案。而公司拥有安全、基础机构、云计算产品及技术能力。我们认为双方有望在安全与云两个领域形成良好协同：（1）公司拥有领先的云安全解决方案，在 SD-WAN、SASE、零信任等新兴安全领域也有着前瞻布局，我们认为双方合作落地后，将共同护航用户安全上云。（2）公司在超融合的基础上构建了私有云、混合云、托管云等业务，双方将充分发挥各自优势，构建贴合用户场景与适应发展趋势的云网一体解决方案。

云计算业务有望实现加速发展

公司判断根据业务特性提供相应 IT 承载资源的混合云架构将是企业级用户 IT 基础架构的主流。2020 年以来，公司发布“信服云”品牌，实现“新战略”升级，从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化完成转变。面对企业加速上云的大趋势，公司有望依靠积极的市场策略及领先的技术实力，实现云业务的加速发展。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；行业竞争加剧；人才流失风险。

【石油化工：中国神华(601088.SH)】业绩同比下滑，煤炭龙头长期投资价值仍然凸显——公司业绩预告点评-20210131

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

业绩同比下滑，煤炭龙头长期投资价值仍然凸显。维持“买入”评级

公司发布 2020 年度业绩预告，2020 年归母净利润约 392 亿元，同比下降约 9%，扣非后归母净利润 382 亿元，

同比下降约 7%。公司业绩同比下降主要原因是煤炭平均销售价格同比下降，导致煤炭销售收入减少。经测算，公司 2020 年四季度单季实现归母净利润约 56.4 亿元（环比-56.3%），扣非净利润 62.7 亿元（环比-45.9%），考虑到四季度煤价环比上涨或改善业绩，单季业绩不及预期或主因大额资产减值计提等因素。由于 2021 年煤价中枢上移预期较强，结合公司绝对龙头地位及“煤电运化”一体的稳定基本面，预计业绩将持续改善，我们仅根据业绩预告对 2020 年业绩预测进行调整，维持未来盈利预测，预计 2020/2021/2022 年分别实现归母净利润 392/435/448 亿元（前值 413/435/448 亿元），同比变化-9.3%/ 10.8%/3%；EPS 分别为 1.97/2.19/2.25 元（前值 2.08/2.19/2.25 元），对应当前股价，PE 分别为 8.8/8.0/7.7 倍。维持“买入”评级。

煤炭产销量 Q4 单季增长&全年稳定，发电、运输表现整体平稳

煤炭方面，2020 年公司实现煤炭产/销量 2.92/4.46 亿吨（同比+3.1%/-0.2%）；Q4 单季产/销量 0.75/1.23 亿吨(同比+5.3%/4%)，主因 Q4 在冷冬降温超预期、工企高开工率、进口受限等因素影响下，国内煤炭需求旺盛。价格方面，2020 年年度长协均价 543 元/吨（同比-2.4%），Q4 单季 553 元/吨（环比+2.2%）。电力业务方面，2020 年发/售电量为 136/128 十亿千瓦时（可比口径测算同比-2.5%/-2.6%），Q4 单季环比-5.8%/-6%，主因 10 月受西部地区电力东送影响，广东发电量下降，以及部分电厂机组检修所致。运输业务方面，全年铁路周转量 285.7 十亿吨公里（同比+0.1%），Q4 单季同比+8.9%，主因环渤海等地区煤炭市场运输需求增加。

高分红&H 股回购凸显投资价值，预计 2020 年股息率 5.66%

公司历年来坚持稳定高分红政策，且承诺 2019-2021 年保底分红比例 50%。假设 2020 年分红率为 50%（2019 年为 58%），预计 2020 年分红总额为 196 亿元，每股派现（含税）为 0.99 元/股，根据最新收盘股价，预计股息率可达 5.66%，结合公司稳健业绩预期，凸显长期投资价值。同时公司对 H 股回购尚未结束，截至 2020 年 12 月累计回购 0.21 亿股，占总股本 0.1%（公告上限为 3.4 亿股、1.7%），由于回购股份将全部进行注销，未来仍有望进一步增厚 EPS，提高股息率。

风险提示：经济恢复不及预期；年度长协煤基准价下调

【医药：东富龙(300171.SZ)】2020 年业绩继续超预期，股权激励计划彰显信心——公司信息更新报告-20210131

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 王斌（分析师）证书编号：S0790520070005

2020 年业绩高速增长，再次上调业绩预期，维持“买入”评级

公司发布 2020 年业绩预告，归母净利润为 4.52-4.96 亿元，同比增长 210%-240%，扣非后净利润为 3.87-4.31 亿元，同比增长 349.43%-500.23%。我们上调公司 2020 年至 2022 年业绩预测，预计归母净利润分别为 4.77（+1.26）、5.67（+1.34）和 6.93（+1.71）亿元，EPS 分别为 0.76（+0.20）、0.90（+0.21）和 1.10（+0.27）元，当前股价对应 PE 分别为 21.9 倍/18.4 倍/15.1 倍，维持“买入”评级。

新产品逐步发力，仍处于业绩释放期

2020 年公司业绩高速增长主要是由于：(1)国内制药设备行业需求走出低谷步入稳健增长阶段，龙头企业市占率提升，盈利水平改善；(2)公司在生物药设备、疫苗设备、细胞药物制备设备等领域前瞻性布局，并拓展口服固体设备、消毒设备等新领域，成效开始体现；(3)公司加强成本管控，经营效率提升，各项费用率稳中有降低。2020 年 10 月公司公告计划投资 3.5 亿元建设食品机械制造项目，2020 年 12 月公司公告计划投资 5 亿元建设生物制药系统装备产业化项目，有望成为新的业绩增长点。截至 2020 年 3 季度末，公司合同负债为 16.17 亿元，处于历史最高水平，体现出公司在手订单充足。

发布股权激励计划，彰显成长信心

公司同时发布股权激励计划。限制性股票数量为 2000 万股，业绩考核条件为：2021-2023 年收入分别不低于 35/40/50 亿元，净利润不低于 5.5/6/6.5 亿元，每年收入和利润指标满足条件之一即可。由于公司采用执行订单采用预收款制度，收到预收款后交付设备并逐步确认收入，业绩可预测性较强。本次激励对象共计 383 人，除公司高管

外，预计还有销售、技术人员，截至 2019 年末公司员工数量为 2457 人，占比约为 16%，我们认为本次股权激励覆盖面广，能够有效调动员工积极性和创造性，设定的业绩目标也彰显出公司对于未来发展的信心。

风险提示：国外疫情持续蔓延导致海外业务拓展、收入确认/订单签订受到不利影响；国内医药制造业增速下滑，制药设备需求减少。

【计算机：广联达(002410.SZ)】云合同略超预期，现金流健康增长——公司信息更新报告-20210131

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

云转型进展顺利，施工业务前景可期，维持“买入”评级

公司云转型进展顺利，施工业务潜力大，同时创新业务进一步打开成长空间，我们高度看好公司成长潜力。考虑公司云转型深入，表观收入与利润逐渐恢复，我们调整公司 2020-2022 年归母净利润预测为 3.30、6.69、9.97 亿元（原预测为 4.03、6.14、8.13 亿元），EPS 为 0.28、0.56、0.84 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 298.0、147.1、98.7 倍，考虑公司为建筑信息化龙头，维持“买入”评级。

云转型逐渐深入，表观收入和利润指标逐步恢复

公司发布 2020 年业绩快报，预计实现营业总收入 40.05 亿元，同比增长 13.11%；实现归母净利润 3.30 亿元，同比增长 40.48%。若考虑数字造价业务云转型对公司表观业绩产生的影响，将云转型相关合同负债因素进行还原，则还原后的营业总收入约为 46.17 亿元，同口径同比增长 14.86%；还原后的归属于上市公司股东的净利润约为 8.82 亿元，同口径同比增长 32.30%。可以看出随着数字造价业务云转型逐渐深入，公司表观收入和利润指标逐步恢复。

全年签署云合同略超预期，云转型进展顺利

2020 年数字造价业务云转型继续深入推进，全年实现营业收入约 27.96 亿元，同比增长 14.03%；其中云收入 16.22 亿元，同比增长 76.11%；签署云合同 22.34 亿元，同比增长 59.55%；年末云合同负债 15.06 亿元，较年初增长 68.55%。新签云合同略超我们此前预期，也超出公司年初设定的 20 亿云合同的目标，充分彰显公司云转型进展顺利。

调整施工业务经营策略，实现现金流健康增长

2020 年公司数字施工业务稳步发展，实现营业收入约 9.44 亿元，同比增长 10.61%，其中 Q4 单季度同比增速约为 25.6%。在疫情影响下，公司为降低经营风险，保障业务健康发展，调整了数字施工业务的经营策略，重点加强应收账款回款，实现了经营性现金流的健康增长。

风险提示：新冠疫情影响业务发展的风险；人才竞争加剧风险。

【医药：美年健康(002044.SZ)】Q4 正常经营利润超预期，延续业绩好转趋势——公司信息更新报告-20210130

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 蔡明子（分析师）证书编号：S0790520070001

业绩延续前三季度逐季好转趋势

公司公告 2020 年业绩预告，预计全年取得营业收入 75.5-78.5 亿元，同比下降 7.92%-11.44%，其中第四季度 31.31-34.31 亿，同比增长 39.32%-52.66%；归母净利润 5.5-6.5 亿，同比增长 163.48%-175.02%，其中第四季度 10.67-11.67 亿，同比增长 184.84%-192.79%；扣非净利润亏损 4.75-6.09 亿，同比增长 29.92%-45.34%，其中第四季度亏损 0.80 亿至盈利 0.54 亿，同比增长 92.78%-104.86%。EPS0.14-0.17 元/股。根据公告，上调 2020 年收入为 76 亿（前值 73.4 亿），下调 2020 年归母净利润，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6 亿（前值为 7 亿）、9.51 亿元、11.77 亿元，EPS 分别为 0.15/0.24/0.30 元，当前股价对应 P/E 分别为 92.6/58.4/47.2 倍，维持“买入”评级。

Q4 收入加速提升，预计正常经营下的净利率 14-18%

Q4 收入 31.31-34.31 亿，同比增长 39.32%-52.66%。老店增速提升较快。2020 年的归母净利润中包含了不超过 3.5 亿商誉减值和不超过 1.8 亿坏账，3.5 亿商誉减值中有 3 亿来自慈铭体检，主要考虑 2020 年疫情对各地子公司日常经营产生影响；坏账准备则主要来自于存在回收风险的应收账款；此外公司在 2020 年 12 月底转让了美因基因 20.0607%的股份，考虑该事项对所得税费用的影响，预计增加净利润约 10.4 亿元。将上述因素剔除，则 2020 年全年正常经营下归母净利润约 0.4-1.4 亿。反推 2020Q4 正常经营下的归母净利润约 5-6 亿，对应净利率约为 14%-18%，超预期。参考爱尔眼科、通策医疗在 2020Q2-Q3 正常运营、产能饱和度较高的状态下，净利率在 22%-30%以上，且美年健康在 2018Q4 旺季的净利率为 17.94%，2020Q4 规模效应凸显。

2021 年有望回归正常增长，渠道价值凸显

公司继续稳健发展，巩固现有团检市场的优势，同时大力开拓个检市场和优质渠道，加大力度开发央企等大型优质客户的集团订单，进一步完善专业体检和健康管理服务，同时强化产品创新和研发工作，2021 年起有望回归正常增长轨道。

风险提示：体检中心扩张过程中的管理风险。

【通信：广和通(300638.SZ)】业绩持续高增长，共享万物互联红利——公司信息更新报告-20210130

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

业绩预告持续增长，内生外延增长支撑低估值有望修复，维持“买入”评级

公司公告 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润为 2.72-3.06 亿元，较 2019 年的 1.70 亿元同比增长 60%-80%；扣除非经常性损益净利润 2.52-2.86 亿元，较 2019 年的 1.57 亿元同比增长 61%-82%；基本每股收益 1.13 元/股-1.28 元/股，较 2019 年的 0.78 元/股同比增长 44.87%-64.10%。公司的无线通信模组业务处于全球领先地位，护城河优势明显；与多家大型车厂深度合作，收购 Sierra Wireless 后整合效果明显，并不断拓展海外业务，内生增长外延并购带来公司经营业绩有望保持快速增长，全年业绩有望超预期。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 2.95/4.37/5.94 亿元，同增 73.4%/48.1%/36.0%，EPS 为 1.22/1.81/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 46.2/31.2/22.9 倍，存在一定市场低估，维持“买入”评级。

物/车联网高景气持续，公司不断完善拓展市场空间，业绩有望边际改善

公司 2020 年前二季度和前三季度毛利率分别为 28.40%和 29.70%，同比增长 4.58 个百分点，预计 2020 年整体毛利率呈增长态势。PC 模组领域，公司处于行业龙头地位，护城河优势明显，PC 模组需求的回暖带动公司业绩持续高增长，同时，公司积极拓展笔电市场，与惠普、联想、戴尔等建立重点合作，随着疫情影响远程办公需求提升，笔电产品将进一步迎来需求热，笔电模组渗透率提升行业景气度，带动公司营业收入和净利润持续增长；收购 Sierra Wireless 车载前装业务，公司协同发展效应显著，不断完善自身，未来将进一步拓展海内外车载通信模块市场。万物互联时代，公司持续加大研发投入丰富产品线的同时加大市场投入，未来经营业绩高增长可期。

催化剂：公司收购 Sierra Wireless 车载前装业务不断突破

风险提示：中美贸易摩擦致产能不及预期；竞争加剧致盈利不及预期。

【计算机：福昕软件(688095.SH)】业绩符合预期，渠道拓展与云转型值得期待——公司信息更新报告-20210130

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

公司技术实力领先，品牌影响力不断提升，我们高度看好公司发展。维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.24、1.66、2.16 亿，EPS 为 2.58、3.45、4.50 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 92.6、69.2、53.1 倍，维持“买入”评级。

业绩符合预期，渠道建设及订阅销售模式加速推进

根据公司业绩预告，2020 年公司预计实现归母净利润为 1.12 亿元至 1.31 亿元，同比增长约 51%-77%，预计实现扣非归母净利润为 8100 万元至 9700 万元，同比增长 35%至 62%，公司非经常性损益同比增加是由于暂时闲置的募集资金现金管理收益增加。其中，Q4 单季度归母净利润基本与 2019 年持平，我们判断是由于公司在四季度加大了研发和市场投入所致。同时，公司渠道建设及订阅销售模式加速推进，预计代理收入及订阅收入在总收入中的占比进一步提升。

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。本次激励对象共计 209 人，占 2020 年底员工总数的 37.66%，激励对象分为两类，第一类激励对象 4 人，为董事和高管；第二类激励对象 205 人，为核心研发、销售及管理人员。本次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，彰显公司发展信心。

产品研发与营销渠道体系建设同时发力，持续高增长可期

一方面，公司不断加强云化产品的研发，及 PDF 行业应用解决方案的打造，产品竞争力有望逐渐提升；另一方面，公司也在持续加强营销体系建设，同时加速国内外渠道拓展。随着产品力和渠道体系的完善，公司持续高速增长可期。

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。

【石油化工：卫星石化(002648.SZ)】业绩超预期，C2 投产有望带来高增长——业绩预告点评报告-20210129

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

业绩超预期，C2 投产有望带来高增长。维持“买入”评级

公司发布业绩预告称，2020 年预计净利润为 15.27 亿元-17.18 亿元，同比增长 20%-35%，扣非净利润 14.33 亿元-16.24 亿元，同比增长 12.29%-27.25%，C3 景气有望持续，产能持续释放巩固优势；C2 项目投料在即，开拓低成本&高壁垒的优质赛道。我们上调盈利预测，2020-2022 年归母净利润分别为 16.1(+1.9)/30.9/36.9 亿元，同比增长 26.5%/92.0%/19.5%，EPS 分别为 1.31(+0.15)/2.52/3.01 元；当前股价对应 PE 为 24.3/12.7/10.6，维持“买入”评级。

丙烯酸酯景气有望持续，C3 产业链持续巩固

内需出口均放量&原料支撑丙烯酸酯涨价：内需方面，商品房销售面积累积同比已于 10 月回正，快递业务累计同比增速始终高于 15%；出口方面，Q4 丙烯酸净出口量 3047 吨，环比 Q3 增加 11707 吨，丙烯酸丁酯净出口量 69533 吨，环比 Q3 增加 61568 吨，沙特、韩国、中国台湾等地区的丙烯酸酯装置计划性和非计划性的停产或减产，提振出口需求；原料方面，由于正丁醇从 Q3 的 5301 元/吨上涨至 Q4 的 7141 元/吨（环比+35%），丙烯酸丁酯价格持续走强。从价差上看，Q4 丙烯酸丁酯价差为 1469 元/吨，季环比+129%，年同比+39%；Q4 丙烯酸价差为 4368 元/吨，季环比+74%，年同比 57%；供需格局向好，景气有望持续：未来三年已知丙烯酸新增产能只有卫星石化 18 万吨/年，渤海东方 4 万吨/年，供给端压力较小，在房地产行业竣工高峰期与快递行业持续高速发展下，丙烯酸及酯的需求有望维持 20%的增速水平，景气度有望持续。C3 产业链持续巩固：18 万吨/年的丙烯酸和 30 万吨的丙烯酸酯项目计划于 2021Q1 投产；30 万吨/年改性 PP、25 万吨/年双氧水项目计划于 2021 年底投产，C3 龙头地位不断强化。

股权激励鼓舞士气，C2 万事俱备投料在即

股权激励鼓舞士气：公司于 2021 年 1 月 23 日公告，拟授予限制性股票数量 337.7 万股，对应市值约 1.1 亿元，主要授予对象为连云港石化管理层、技术骨干及中层管理人员等，考核目标为以 2020 年收入为基数，2021-2023 年

营收增速不低于 50%/80%/120%。C2 万事俱备投料在即：公司于 2020 年 12 月 30 日公告，连云港石化年产 135 万吨 PE、219 万吨 EOE 和 26 万吨 ACN 联产装置项目一阶段已全面中交，全面打通从乙烷资源获取、管道港口建设、VLEC 船舶运输、乙烷裂解及下游装置建设、下游产品签署等各环节，计划于春节后进行投料；根据公司规划，二期计划于 2021 年底开工，于 2022 年中投产。

风险提示：项目进度不及预期、原料价格大幅波动、国际贸易政策变化

【计算机：卫宁健康(300253.SZ)】Q4 业绩大幅增长，纳里健康同比大幅减亏——公司信息更新报告-20210129

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

医疗 IT 行业龙头，传统+创新业务“双轮驱动”业绩持续增长

公司作为国内医疗 IT 行业龙头，面对国家医疗 IT 升级的市场机遇和线上医疗服务运营需求释放的行业变化，公司业务有望快速增长。因此，维持业绩预测不变，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 5.10、6.84、9.41 亿元，EPS 为 0.24、0.32、0.44 元/股，当前股价对应的 2020-2022 年 PE 为 58.6、43.7、31.8 倍，低于其他涉云业务的可比公司 PE 均值，维持“买入”评级。

事件：全年业绩增速符合预期，Q4 业绩大幅增长

公司 2021 年 1 月 28 日公布 2020 年度业绩预告点评，实现归母净利润 4.86-5.21 亿元，同比增长 22.06%-30.64%；实现扣非后净利润 3.59-3.93 亿元，同比增长 5.00-15.00%；Q4 实现归母利润 2.83-3.18 亿元，同比 126%-154%。

全年业绩增速符合预期，纳里健康同比大幅减亏

（1）传统业务：软件业务增速持续，订单总额同比略有下滑。根据预告显示，公司 2020 年全年总营收同比增长约 15-30%，其中软件销售和技术服务每季度同比均在 20%以上。受上半年疫情，公司传统业务订单延迟签署，导致总额同比略有下降。但根据采招网公开数据，公司 2020 年 11-12 月的公开中标订单总额已有明显超 20%的同比增长，友商订单增速也相对乐观，预计 2021 年公司订单总额同比有望增长；

（2）创新业务：整体业务加速发展。疫情推动互联网医疗业务快速发展，纳里健康平台已累计接入国内医疗机构 6,000 余家，签约共建与互联网医院共 280 余家（约占行业 50%），实现业绩同比大幅减亏；其余子公司因业务投入加大影响，亏损额同比均有所增加。

现金流持续转好，非经影响较 2020 年有所增加

公司继续加强收款管理，实现经营性现金流量净额约 4.2 亿元，在上年度同比大幅增长 88%的基础上继续同比大幅增长约 81%。2020 年预计非经收益约 1.27 亿元，主要受钥匙圈并表带来投资收益 1.26 亿元。

风险提示：新签订单增速不及预期、疫情反复导致业务开展延迟

【新能源与电力设备：隆基股份(601012.SH)】业绩符合预期，一体化龙头领军迎平价——公司信息更新报告-20210129

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

整体业绩符合预期，减值影响四季度盈利

公司发布 2020 年业绩预告，实现归母净利润 82~86 亿元，同增 55.3%~62.88%；2020Q4，公司实现归母净利润 18.43~22.43 亿元，同增 3%~25%，整体看业绩符合预期。2020Q4，估计公司因老旧电池组件产能处置产生固定资产减值及汇兑损失，若将上述减值加回，估测 2020 年公司经营性归母净利润达到近 100 亿，超出市场预期。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020~2022 年 EPS 为 2.33、3.01、3.56 元，归母净利润为 87.8、113.6、134.3 亿元，对应当前股价的 PE 为 48.6、37.6、31.8 倍，维持“买入”评级。

硅片价格稳定，2021 年硅片竞争或好于预期

根据公司官网，1 月 25 日，隆基公布硅片报价，相比 12 月报价持平，硅片仍处于供需紧张状态，供给端受到热场等辅料供应不足导致产能投放较为缓慢。2021 年硅片行业产能规划较多，但因热场等辅材影响导致产能投放缓慢，价格压力或将好于预期，叠加公司在硅片端成本优化，硅片盈利不必过于悲观；长期来看，公司一体化竞争优势以及硅片成本优势持续加固公司硅片端的竞争力，继续引领硅片行业长期降本增效。

2020 年组件出货超预期，份额提升加快市场优化

根据光伏资讯，2020 年公司组件出货 22.7GW，市占率约 15%，2021Q1 公司组件订单饱满，2021 全年出货或将超过 45GW，市占率有望达到 25%的水平。公司美国市场出货量大概率持续提升，公司有望受益于美国市场的优秀盈利；另外，公司双玻组件出货占比超过行业水平，组件端盈利或超预期。长期来看，公司在组件端积累的品牌及渠道的优势将持续带来公司市占率的提升，并加强组件端盈利性。

风险提示：光伏装机量不及预期，原材料价格波动超预期，技术推进不及预期。

【电子：三环集团(300408.SZ)】全年业绩符合预期，电子陶瓷专家步入快速成长期——公司信息更新报告-20210128

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007

2020 业绩符合预期，电子陶瓷专家步入快速成长期，维持“买入”评级。

公司发布 2020 年业绩预告，2020 年公司实现归母净利润 13.07-15.25 亿元，同比增长 50%-75%，实现扣非净利润 11.92-14.31 亿元，同比增长 50%-80%，业绩符合我们预期。进口替代加速背景下，MLCC 业务的加速扩张，是公司未来三年成长的主要来源；5G 时代，公司光纤陶瓷插芯和 PKG 业务都受益匪浅；围绕陶瓷材料持续拓展品类，劈刀、浆料等新品的多点开花，进一步增强了公司成长动能。我们维持之前的盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 14.6、20.3、27.8 亿元，EPS 为 0.80、1.12 和 1.53 元，当前股价对应 PE 为 49.3、35.4、25.8 倍，维持“买入”评级。

MLCC 大幅扩产，收入占比稳步提高，是公司未来三年成长的主要来源。

受台资 MLCC 企业 2018 年的涨价事件、近年的中美贸易摩擦和新冠疫情影响，国内终端厂商对供应链自主可控诉求强烈，MLCC 进口替代迎来历史机遇。公司积极响应终端厂商诉求，全面发力 MLCC 业务，募投扩产项目进展顺利，2020 年公司 MLCC 产能较 2019 年大幅增长，收入占比也稳步提高。除产能规模大幅提高外，公司对产品和客户结构也进行了优化，小尺寸占比逐步提升，客户也从传统家电照明市场向消费电子、汽车（非安全系统）等领域开拓。随着产能的逐步投放，MLCC 将成为公司未来三年成长的主要动力来源。

陶瓷插芯和 PKG 受益 5G，劈刀、浆料等新品放量增厚全年业绩。

受益国内 5G 技术加速普及和海外需求复苏，陶瓷插芯业务恢复明显；竞争对手上海京瓷的退出为公司提升市场份额提供了有利环境，公司在 PKG 市场份额稳步提高，全年收入预计保持快速成长；劈刀、浆料、陶瓷基板等新品快速放量也增厚了公司全年业绩，同时也逐步打开了公司成长天花板。

风险提示：5G 推进不及预期；MLCC 价格下跌风险；公司产能释放受限等。

【中小盘：佩蒂股份(300673.SZ)】双轮驱动业绩快速扩张，加快发力自主品牌建设——中小盘信息更新-20210130

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

2020 年归母净利润同比增长 125.97%-149.97%，业绩基本符合预期

佩蒂股份披露 2020 年度业绩预告，预计 2020 年全年实现归母净利润 11300-12500 万元，同比增长 125.97%-149.97%。其中 2020Q4 预计实现归母净利润 3000.43-4200.43 万元，同比增长 58.80%-122.31%。在“双轮驱动”的发展战略下，佩蒂海外市场业绩持续增长，国内宠物食品业务加速扩张。受 2020Q4 人民币持续升值等短期因素影响，我们下调公司 2020 年归母净利润至 1.19 亿元（-0.06 亿元），同时维持 2021-2022 年归母净利润预测 1.76/2.40 亿元，对应 2020/2021/2022 年 EPS 为 0.70/1.03/1.41 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 48.5/32.7/24.0 倍，维持“买入”评级。

利润率受汇率等短期因素扰动，不改中长期盈利能力改善趋势

2020 年以来，公司盈利能力逐季提升，2020Q1/Q2/Q3 的毛利率分别为 20.24%/29.01%/30.01%，净利率分别为 5.27%/9.48%/10.23%。虽然受人民币持续升值（我们预计 2020Q4 公司汇兑损失达 1000-2000 万元）以及鸡肉价格持续强势（2020Q4 白羽鸡市场均价环比 Q3 上涨 1.8%）的影响，2020Q4 公司利润率提升节奏放缓，但我们认为短期扰动不改盈利能力改善的长期趋势。主要原因在于：（1）生猪产能持续恢复，长期将带动鸡肉价格下行；（2）柬埔寨产能逐渐投产，中美贸易关税影响减弱；（3）产品结构改善，毛利率更高的植物咬胶等产品占比提升；（4）国内业务持续放量，规模效应逐渐显现。

国外业务有望维持高增长，产能释放支撑国内市场进一步发力

宠物食品的刚性消费属性使得海外宠物食品需求受新冠疫情影响较小，佩蒂凭借产能的广泛布局和稳定的供应链优势，有望在海外市场获取更多份额，从而维持海外业务的高增长。国内宠物市场方面，行业成长空间广阔且竞争格局远未稳定。公司凭借强大的产品研发和先发布局优势，在国内宠物市场快速崛起，2019 年实现营收 1.4 亿，过去五年复合增速达 92.5%。展望未来，公司将加大力度发力自主品牌建设，在新西兰工厂等新产能的支撑下，公司国内业务有望加速扩张。

风险提示：海外产能扩张低于预期；自主品牌建设不及预期；汇率大幅波动等。

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