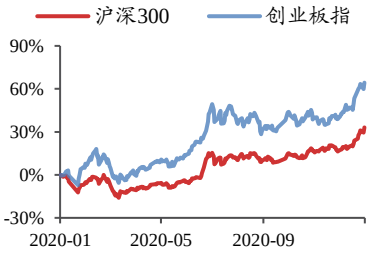
2021 年 01 月 13 日

开源晨会 0113

——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(%)
非银金融	5.81
休闲服务	4.7
国防军工	3.96
机械设备	3.53
家用电器	3.29

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-0.32
房地产	0.06
商业贸易	0.08
公用事业	0.09
纺织服装	0.15

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】调整布局，迎接市场“新共识”——投资策略点评-20210112

1 月 11 日市场出现了明显的调整，我们周报《跨年行情行至尾声》曾讨论了抱团资产的困境：趋势投资者增多，风险收益比下降；同时即将到来的全球复苏、通胀上行和国内信用环境边际走弱均对估值扩张不利。今日调整并非因为标的资产基本面因素，投资者不用过分悲观。从当前的基本面信号来看国内的经济复苏仍在途中，通胀预期继续升温，这对 12 月以来伴随利率下行的市场风格较为不利。另一个可能的宏观场景是海外上行的通胀水平以及趋于正常化的货币环境，投资者应该做好准备，积极挖掘全球经济复苏下隐藏在我国出口与制造业产业链的机遇。

【宏观】输入型通胀风险，不足为虑——宏观经济点评-20210112

通胀预期的抬头，或阶段性引起宏观调控的关注；但政策“退潮”、信用收缩背景下，货币环境不具备收紧的基础。政策“退潮”下，国内信用“收缩”影响正逐步显现，仍需要货币政策适时适度对冲。2021 年，信用“收缩”之年，经济结构分化可能会非常明显

行业公司

【农林牧渔】头部猪企达成出栏目标，春节前景气有望延续——行业点评报告-20210111

12 月猪价超预期上涨，春节前景气有望延续；头部猪企达成全年出栏目标；量价齐升下 12 月销售收入环比增长。

【可选消费：稳健医疗(300888.SZ)】全年业绩符合市场预期，疫情反复带动防疫物资需求提升——公司信息更新报告-20210112

公司发布 2020 年业绩预告，营业收入约同比增加 151%-195%至 115-135 亿元，归母净利润约同比增加 568%-623%至 36.5-39.5 亿元。维持此前盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 37.01/17.47/21.26 亿元，对应 EPS 分别为 8.68/4.10/4.99 元，当前股价对应 PE 为 20.4/43.2/35.5 倍，继续看好公司长期增长逻辑，维持“买入”评级。

【钢铁：明泰铝业(601677.SH)】Q4 业绩高速增长，持续看好铝材加工龙头修复机会——公司信息更新报告-20210112

1 月 11 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 10.50 亿元-11.00 亿元，同比增长 14.50%-19.96%，实现扣非归母净利润 8.00 亿元-8.50 亿元，同比增长 29.99%-38.11%。我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.87 亿元、13.47 亿元、15.98 亿元，EPS 分别为 1.64 元、2.04 元、2.42 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 9.0 倍、7.3 倍、6.1 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【策略】调整布局，迎接市场“新共识”——投资策略点评-20210112

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

调整可能继续，不用过度悲观

1 月 11 日市场出现了明显的调整，上证指数、创业板指与沪深 300 等主要股指均午后跳水，我们 1 月 10 日周报《跨年行情行至尾声》中曾讨论了抱团资产的困境：趋势投资者增多，风险收益比下降；同时即将到来的全球复苏、通胀上行和国内信用环境边际走弱均对估值扩张不利。1 月 11 日的调整并非因为标的资产基本面因素，相关资产基本面仍然优秀，甚至仍在边际向好，投资者不用过分悲观。但需要重视的是：由于我们此前报告中论证了当下趋势投资者是重要边际定价力量，而趋势交易者的“拥挤”将会使得市场对于资产价格本身较为敏感，交易层面的负向循环可能出现。当下静态来看市场的流动性并未发生明显收缩，全球通胀尚未上行，国内货币政策仍然友好，还有大量新发基金有待建仓，都是市场“坚强”的理由。当然上述因素不能成为“春季躁动”的原因，天量基金的发行从来不是市场的领先指标，大多数时候是市场的同步甚至是滞后指标。未来，投资者应该关注全球再通胀和流动性收紧这一场景到来的时间和可能性的变化。

国内通胀预期继续升温

从当前的基本面信号来看国内的经济复苏仍在途中，通胀预期继续升温：1 月 11 日公布的 12 月 PPI 同比增速相较于 11 月而言降幅继续收窄，主要贡献来自于与原油相关的工业品价格回暖，全球需求的回暖开始向国内通胀传导；12 月 CPI 同比虽大幅转正，但主要原因在于猪肉价格的大幅波动。上述信号意味着未来国内的流动性存在重新边际收紧的可能性，利率也有可能因此而重回上升趋势，这对 12 月以来伴随利率下行的市场风格较为不利。

海外再通胀+流动性收紧的场景正在逐步到来

另一个可能的宏观场景是海外上行的通胀水平以及趋于正常化的货币环境，其发生的概率均在不断提高，这也将贴现到当下资产价格中：近期原油大涨同时伴随着美债大幅上行与黄金、白银的下跌，预示着全球经济复苏的乐观预期与流动性收紧预期；美联储的 12 月货币政策会议也在涉及 QE 政策的逐步退出意向。上述宏观场景的到来无疑也不利于市场当下的风格，以北上资金为代表的海外投资者近期也出现了明显的向非重仓股扩散的迹象。这一情形并非只是坏消息，复苏与流动性本来就是硬币的两面：投资者应该做好准备，积极挖掘全球经济复苏下隐藏在我国出口与制造业产业链的机遇，准备拥抱未来的机会。

正确认识抱团，迎接市场“新共识”

抱团行情背后的深层逻辑是主流投资者投资框架与评判标准在过去 2 年逐步形成共识，资产选择的趋同只是一个结果，抱团并不是超额收益的根本原因。投资者应该平和看待抱团，更应该理解这个共识下并不应只有当前的核心资产一种答案，未来宏观环境正在发生改变，疫情后世界理应进行更多价值发现，寻找未来市场“新共识”：我们认为答案就在全球复苏的供需错配和中国制造业中。

风险提示：经济复苏不及预期；流动性超预期宽松；疫苗接种进度不及预期

【宏观】输入型通胀风险，不足为虑——宏观经济点评-20210112

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

油价等推动 PPI 加速上行，但上游涨价向中下游传导不畅、核心 CPI 创新低

PPI 加速上行、生产资料环比涨幅扩大，其中上游石油开采、黑色采矿等涨幅居前。12 月，PPI 同比下降 0.4%、降幅大幅收窄 1.1 个百分点，环比上涨 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。分大类来看，生产资料环比涨幅扩大 0.7 个百分点，生活资料环比与上月持平。行业环比中，石油开采、黑色矿采等上游涨幅扩大；环比涨幅回落多集中在下游行业，食品制造、纺织等涨幅回落均超过 0.3 个百分点。

供需“错位”下，上游涨价向中下游传导不畅，核心 CPI 创有数据以来新低。上游价格上涨，与原油等大宗商品供给、海外需求修复有关，而疫情错位下，国内经济修复最快的阶段已过，中下游需求偏弱、部分甚至出现放缓迹象，使得国际大宗商品涨价影响主要集中在上游，而上游价格向中下游传导不畅。体现在价格层面，PPI 生活资料持续通缩，核心 CPI 连续走弱、12 月创历史新低的 0.3%。

内外需“错位”背景下，国内或出现温和通胀，输入型通胀的影响非常有限

伴随海外需求修复，国际大宗商品涨价，或带来一定输入型通胀压力；但内需偏弱，决定了国内通胀压力可控。疫苗接种加快推进下，全球经济火车头美国经济加快修复、库存周期已然启动，或继续拉动国际大宗商品价格；但 PPI 主要由国内需求决定，“稳增长”相关支持减弱、中下游需求修复偏慢，使得国际大宗商品上涨对国内影响有限。中性情景下，PPI 或在年中前后见顶、下半年加速回落。

重申观点：通胀预期的抬头，或阶段性引起宏观调控的关注；但政策“退潮”、信用收缩背景下，货币环境不具备收紧的基础。原油等大宗商品涨价，推动国内通胀预期逐步升温，或阶段性引发宏观调控政策的关注，但政策重心已转向调结构、防风险。政策“退潮”下，国内信用“收缩”影响正逐步显现，仍需要货币政策适时适度对冲。2021 年，信用“收缩”之年，经济结构分化可能会非常明显。

常规跟踪：CPI 同比回正、核心 CPI 创有数据以来新低，PPI 同比降幅收窄

CPI 同比回正、核心 CPI 创新低。12 月，CPI 同比回正至 0.2%、高于市场预期；核心 CPI 同比 0.4%，创有数据以来新低。CPI 环比 0.7%、上月为-0.6%。其中，食品环比转正至 2.8%；非食品环比由下降 0.1%转正至 0.1%。分项环比中，猪肉、鲜菜、鲜果涨幅较大，与猪肉短期供需错配、低温下鲜菜、鲜果运输成本上升等有关；CPI 非食品环比由将转涨，交通通信项拉动明显，或与油价上涨有关。

PPI 同比降幅收窄、环比涨幅扩大，金属链、石油链多数上涨。12 月，PPI 同比-0.4%、降幅收窄 1.1 个百分点，环比 1.1%、涨幅扩大 0.6 个百分点。大类环比来看，生产资料涨幅扩大 0.7 个百分点至 1.4%，生活资料环比变化相对较小。分行业环比中，石油开采、石油加工分别环比涨幅分别扩大 7 和 3.6 个百分点至 7.9%和 5.3%；黑色矿采环比 3.3%，涨幅分别扩大 3.3 百分点；有色冶炼涨幅扩大。

风险提示：生猪供给不及预期、海外疫情超预期反弹。

行业公司

【农林牧渔】头部猪企达成出栏目标，春节前景气有望延续——行业点评报告-20210111

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

12 月猪价超预期上涨，春节前景气有望延续

12 月猪企肥猪均价超预期反弹。

牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份 12 月肥猪均价分别为 30.2/32.6/31.0/31.6/30.3 元/公斤，环比+14.6%/+11.7%/+9.9%/+10.3%/+7.6%，同比-1.2%/-5.3%/-3.0%/-4.9%/-3.7%，虽然不及 2019 年同期水平，但较 11 月涨幅明显。

需求旺季已过，春节前或小幅回调。

根据涌益咨询数据，全国生猪均价自 2020 年 11 月 15 日起持续上涨，于 2021 年 1 月 5 日达到高点 36.72 元/公

斤后随着南方消费端走弱略有回调，截至 1 月 8 日全国生猪均价为 36.10 元/公斤。当前南方腌腊高峰已过随之大猪需求减弱，养殖端压栏恐节前猪价回落倾向出栏者趋增，猪价短期或将承压，但预计春节前仍处高位。

头部猪企达成全年出栏目标

2020 年 12 月主要 9 家上市公司出栏量 761.4 万头，同比增长 117.9%，环比增长 18.1%，其中牧原股份、正邦科技、新希望、温氏股份、天康生物、傲农生物、唐人神、金新农环比实现增长，出栏量及环比分别为 264.1 万头/+27.2%、134.2 万头/+27.2%、165.8 万头/+19.7%、89.0 万头/+6.2%、24.4 万头/+35.4%、22.2 万头/+11.5%、16.1 万头/+8.4%、18.9 万头/+50.6%，天邦股份环比大幅下滑，出栏及环比为 26.7 万头/-39.3%；除温氏股份外其余猪企同比均实现大幅增长。

冲刺出栏目标，出栏均重下滑。

2020 全年出栏量方面，头部猪企凭借防疫、管理、资金优势较好的达成了年初管理层指引量，同时临近年底也普遍下调了肥猪出栏均重，反应出冬季猪病扰动及冲刺出栏目标的行为，当前头部养殖集团产能恢复尚且受到阻挠，对于传统而又落后的生猪养殖行业而言，未来产能恢复仍然难言乐观。

上市公司补栏势头加快。

牧原股份 2020 年 12 月底能繁母猪存栏 221.6 万头，Q4 净增量 40.8 万头，新希望 12 月中旬能繁母猪存栏超 120 万头，其中父母代能繁超 100 万头，正邦科技 10 月底能繁母猪存栏 110.8 万头，补栏势头加快，奠定 2021 年高出栏增长；傲农生物 12 月底生猪存栏 96.4 万头，环比增长 4.3%，生猪存栏持续扩张。

量价齐升下 12 月销售收入环比增长

猪价、出栏量环比齐升，主要猪企收入端实现增长，牧原股份、温氏股份、新希望、正邦科技、天邦股份 11 月生猪销售收入分别环比+31.7%/+4.7%/+8.1%/-1.4%/-16.5%，同比+137.4%/-34.0%/+156.9%/+109.4%/+12.0%。

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。

【纺织服装：稳健医疗(300888.SZ)】全年业绩符合市场预期，疫情反复带动防疫物资需求提升——公司信息更新报告-20210112

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

全年业绩预告符合预期，防疫物资需求持续带动销售增长，维持“买入”评级

公司发布 2020 年业绩预告，营业收入约同比增加 151%-195%至 115-135 亿元，归母净利润约同比增加 568%-623%至 36.5-39.5 亿元。业绩大幅提升主要受益于疫情期间防护用品需求提升带动销售收入增长，及公司规模化生产带来的成本下降。维持此前盈利预测，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 37.01/17.47/21.26 亿元，对应 EPS 分别为 8.68/4.10/4.99 元，当前股价对应 PE 为 20.4/43.2/35.5 倍，继续看好公司长期增长逻辑，维持“买入”评级。

医用敷料：入冬以来疫情多点散发，防护用品需求持续增加，带动业绩提升

公司 2020 全年业绩提升主要系：（1）疫情影响下公司医用防护用品销售大幅增加，尤其四季度以来全国各地浮现多起局部聚集性疫情，防护用品需求高于预期；（2）公司自主研发的全棉水刺无纺布原材料广泛应用后，其产品优越性受到了国内外客户高度认可，公司实行了快速扩产以满足市场需求，已达到了规模化生产，从而使产品成本下降，进而有效带动全年业绩大幅增加。由于公司知名度进一步提升、成本端显著压缩，且海内外疫情尚未完全得到控制，叠加行业集中度提升趋势，我们预计，全年来看公司业绩将大幅提升，医用板块维持高增长。

日用消费：全棉时代品牌优势突出，业绩加速恢复，预计仍将保持快速增长

公司依靠全棉水刺无纺布核心技术独创的纯棉柔巾、纯棉湿巾等核心单品在医疗级质控下安全性突出，且品牌

具备先发优势，率先完成消费者心智夺取，安全天然品牌形象深入人心。其渠道目前主要以线上、购物中心及精品商超为主，与生活用纸企业差异化竞争。据我们估计，全棉时代零售业务 2020 年仍将实现高双位数逆势增长。未来随着其品牌认知度的持续提升、副牌销售规模提升、渠道下沉及行业规模提升，我们预计消费品板块业务仍将保持长期快速增长。

风险提示：渠道拓展不及预期；海外疫情影响出口销售。

【钢铁：明泰铝业(601677.SH)】Q4 业绩高速增长，持续看好铝材加工龙头修复机会——公司信息更新报告-20210112

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

2020 年业绩预增再次彰显公司持续成长属性

1 月 11 日，公司发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年实现归母净利润 10.50 亿元-11.00 亿元，同比增长 14.50%-19.96%，实现扣非归母净利润 8.00 亿元-8.50 亿元，同比增长 29.99%-38.11%。根据公司 2020 年业绩预告，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.87 亿元、13.47 亿元、15.98 亿元，EPS 分别为 1.64 元、2.04 元、2.42 元（原归母净利润为 10.43 亿元、12.46 亿元、14.57 亿元，原 EPS 为 1.69 元、2.02 元、2.36 元），当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 9.0 倍、7.3 倍、6.1 倍。伴随产销量和吨毛利的快速提升，公司业绩未来仍有望保持快速增长，且当前公司估值较低，其持续的高成长性有望带来公司价值的重估，维持“买入”评级。

吨毛利提升叠加产销量扩张，助力公司业绩高速增长

2020 年 Q1-Q4，公司分别实现扣非归母净利润 0.86 亿元、2.18 亿元、2.88 亿元、2.08 亿元-2.58 亿元。其中，2020Q4 公司扣非归母净利润同比增长 35.12%-67.64%，这得益于公司不断推出锂电池软包铝箔、汽车用铝等高附加值产品，持续优化产品结构，提升吨毛利水平，同时新能源汽车、交通运输等下游领域的需求也在不断增长，全年铝板带箔累计销量 98 万吨。环比方面，2020Q4 公司扣非归母净利润环比有所下滑，这可能是因为年末费用计提以及海外销售带来的汇兑损益所致，若扣除费用损益影响，公司四季度业绩环比或仍有增长。

展望未来：铝材加工龙头增长空间广阔

公司未来的业绩增长空间来自以下两方面：（1）销量持续释放：随着各类新建及技改项目陆续投产，公司各类产品将持续放量，我们预计公司销量将由 2019 年的 86 万吨增加至 2022 年的 128 万吨。（2）吨毛利稳步提升：公司吨毛利得以提升主要来自于以下两方面，一是产品结构逐步升级带来吨盈利提升（交通运输和新能源是主要方向）；二是行业出清之后原有部分产品加工费用存在提升空间，预计 2019-2022 年公司各类产品的总体吨毛利将由 1700 元逐步提升至 2280 元。公司作为铝加工行业龙头，未来产品量价齐升，将助力业绩持续高速增长。

风险提示：产能投放不及预期、下游需求大幅下滑、原材料价格大幅波动。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

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