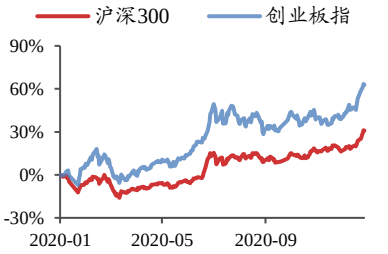
2021 年 01 月 11 日

开源晨会 0111

——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(%)
传媒	3.1
通信	2.1
计算机	1.82
汽车	1.28
商业贸易	1.26

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
休闲服务	-4.66
国防军工	-3.11
食品饮料	-2.64
农林牧渔	-2.05
电气设备	-1.66

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】跨年行情行至尾声——投资策略周报-20210110

【宏观】疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑——宏观经济专题-20210108

【固定收益】行业利差的定价法则：兼论利差的向心力—自上而下看信用（三）

【固定收益】社融的见顶：市场风格的微妙变化——兼论转债市场相关受益标的-20210109

行业公司

【钢铁】淡季需求平稳，重点关注明泰铝业投资机会——行业周报-20210110

【房地产】一二手成交有所分化，物管行业迎政策东风——行业周报-20210110

【新能源与电气设备】新产品加速渗透率提升，固态电池提升长远预期——行业周报-20210110

【可选消费】看好 2021 可选消费板块--布局龙头，精选新消费——年度投资策略 2-20210110

【计算机】周观点：逐渐布局“春季躁动”行情——行业周报-20210110

【食品饮料】市场抱团核心资产，白酒、乳品表现突出——行业周报-20210110

【石油化工】油价创 11 个月新高，涤纶长丝延续涨势&LNG 价格反弹——行业周报-20210110

【化工】华懋科技进军光刻胶领域，瑞华泰跨入 PI 膜全球竞争行列——新材料行业周报-20210110

【农林牧渔】庖丁解猪系列二：预期 ROE 水平抬升底部 PB 中枢，头部猪企市值已具备较强安全边际——行业周报-20210110

【商业贸易】12 月化妆品线上销售相对平淡，看好皮肤学级护肤品赛道——商贸零售行业周报-20210110

【化工】原油强势反弹提振化纤、煤化工产业链景气度——化工行业周报-20210110

【商业贸易】化妆品专题：从贝泰妮看“医研赋能”助力敏感肌护肤国货崛起——行业深度报告-20210109

【煤炭开采】多地极寒促煤价继续上行，国常会督促增产保供——行业周报-20210109

【新能源与电气设备】美版标续版 Model Y 推出，预计未来国产 Model Y 或将降至 28 万元——行业点评报告-20210108

【化工：新凤鸣(603225.SH)】2020Q4 业绩大超预期，继续看好涤纶长丝向上弹性——公司信息更新报告-20210110

【房地产：永升生活服务(01995.HK)】双品牌收购，强强联合，资源融合优势明显——港股公司信息更新报告-20210108

【传媒：新东方在线(01797.HK)】另辟蹊径抢占下沉市场，K12 业务高成长可期

研报摘要

总量研究

【策略】跨年行情行至尾声——投资策略周报-20210110

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

本轮抱团的“跨年行情”已行至尾声

本周（2021.01.04-2021.01.08）市场迎来跨年行情，尽管指数表现良好，大小盘风格却分化严重，少量权重股的大幅上涨是指数在大量股票下跌之时依然能够录得正向收益的主要原因。我们认为由于下周公布的金融数据大概率会进一步确认信用收缩，对于信用收缩预期的交易也将结束。从历史上看信用收缩前期抱团大盘股似乎是一个胜率不错的策略，但市场需要面对的是信用收缩后期大盘股同样面对回撤的风险，其中本轮大盘成长股（以消费和科技龙头为主）是抱团的集中区域。继续抱团的风险收益比在迅速下降。我们此前报告讨论的“跨年行情”已行至尾声，投资者切不可把莫须有的“春季躁动”作为继续做多的理由。

找不到继续“抱团”的理由

从估值上看，在本轮抱团前大盘股其实已经“不便宜”，其中大盘成长股成为估值抬升的主要构成。交易结构出发：我们发现北上交易型资金、两融与主动偏股基金是本轮大盘指数上行的主要推动力，部分价值投资者或已被“挤出”，市场的不稳定性逐渐抬升；值得关注的是在周五 206 亿北上资金流入中，重点的方向也开始变为非重仓领域，海外投资者也在基于风险收益调整布局。最后，即便市场是基于行业的高景气判定龙头行情持续，然而我们研究发现在强需求带动行业整体景气上行的阶段，中尾部企业往往业绩弹性更大，进攻属性其实也更为明显。

市场的下一站：国内信用走弱 VS 全球经济复苏下的再通胀和流动性正常化

海外市场资产价格变化背后的指示意义值得关注：近期原油的大涨同时伴随着美债大幅上行反映了市场对于全球经济复苏的乐观预期；同时黄金、白银的暴跌意味着全球流动性收紧收缩的预期也开始逐步显现。2008-2009 年的经验指示下一个宏观场景的到来具有方向确定性：上行的通胀水平、国内走弱的信用环境甚至正常化的海外货币环境都不利于市场当下的风格。投资者应该尽快做好准备，挖掘新的机遇：一方面，部分跳出过去 10 年形成的“基建地产+货币信用”框架，认知过去 10 年供给格局的变化，理解疫情对于我国出口和相关制造业的“加速器”作用，在全球经济恢复（海外低库存+需求恢复为锚）与产业链动荡中探寻更多机遇；另一方面，积极布局原材料和中间品为代表的再通胀主线。

“躁动”不是逻辑起点，为更好的周期行情做好准备

跨年行情临近结束，春季躁动短期缺乏基本面基础。继续抱团的性价比正在不断降低，市场短期的波动可能会因此而上升。着眼于未来，更为广泛的机遇将存在于海外复苏与国内出口和制造业的产业链中，疫苗接种与疫情控制节奏的不同将继续让部分供给格局更好且需求更快的周期行业将先受益。我们建议投资者为更好的周期行情做好准备，布局三条主线：（1）全球再通胀与海外复苏共振：油服、炼化、化纤、氟化工、铜、铝、焦煤；（2）出口与制造业复苏：钛白粉、照明、机械设备和家居；（3）随经济修复，资产端质量改善的银行以及在经济复苏中资产负债端均改善的保险，同样的，房地产的长期价值正在出现。

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】疫苗接种“竞赛”，一场与病毒的赛跑——宏观经济专题-20210108

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

主要经济体的疫苗接种速度，谁快、谁慢？以色列最快，美国量最多

截至 1 月 6 日，以色列疫苗接种对民众覆盖的速度最快，美国疫苗接种量最多。 2020 年 12 月以来，以色列、美国、欧盟等先后批准新冠疫苗入市，开启疫苗接种。最新接种数据显示，截至 1 月 6 日，以色列每万人疫苗接种量高达 1714 剂，远远领先美国（160 剂）等；同时，美国疫苗总接种量达到 531 万剂，领跑全球。

以色列接种速度较快，得益于政府及医疗系统工作高效；美国受圣诞长假期等干扰，接种速度未达预期。以色列接种速度领跑“秘诀”是，政府积极抢购疫苗及医疗系统高效运转。美国疫苗接种量最多，但因遭遇圣诞假期、恶劣天气等，接种速度未达预设目标。由于已获疫苗较少，大部分新兴经济体尚未开启疫苗接种。

疫苗接种，存在哪些制约因素？美国问题较小，欧洲看疫苗研发，新兴看产能

美国获得的疫苗产能充足，政府及医疗系统的工作效率是疫苗接种的核心影响因素。美国仅 3.3 亿人口，但已预定 26.1 亿剂（含增购）疫苗。圣诞假期结束后，可能受新旧政府工作交接等干扰，美国疫苗接种速度依然“不够快”。回顾 2009 年甲流疫情，政府与医疗系统高效合作下，美国曾在 4 个月内接种 1.5 亿剂疫苗。

欧洲疫苗接种速度主要受疫苗研发影响；新兴市场，则看能获得多少疫苗产能。由于大部分疫苗订单分布在研发相对落后的厂商，欧盟疫苗接种进程主要受疫苗研发等影响。新兴市场目前面临的最大困难是，能获得的疫苗产能有限。不过，除中、俄外，印度因为预定了且能生产多家欧美疫苗产商的疫苗，可能较快接种。

疫苗推广，对全球格局及金融市场的影响？政策退潮、估值承压

综合来看，美国疫苗接种速度有望快于欧洲，新兴市场疫苗接种速度预计最慢。随着疫苗供应充足及拜登上任后将全力推进疫苗接种等，美国有望在年中前后接近全民免疫目标。欧盟受疫苗研发影响，接种进度可能晚于美国 1~2 个季度。新兴市场（除中、俄、印等外）方面，受制于疫苗供应等，疫苗接种速度预计最慢。

美国经济活动将率先回归常态，不支持美元指数持续大幅贬值；政策退潮预期将逐渐升温，美欧等长端利率上行通道已打开，对高估值资产不利。更快的疫苗接种下，美国经济的修复预计快于欧洲，不支持美元持续大幅走弱。美欧经济复苏过程中，油价等的上涨可能使全球通胀预期在 2 季度前后大幅升温，抬升美联储等政策退潮预期、带动长端美债利率上行。受此影响，高估值资产波动或将加大。

风险提示：疫苗效果不及预期。

【固定收益】行业利差的定价法则：兼论利差的向心力—自上而下看信用（三）——固收专题-20210109

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

行业利差的定价一般与市场的两个信仰有关：“大而不倒”和“国企信仰”

（1）所谓大而不倒，即企业平均体量大的行业会拥有偏低的利差水平。粗略来看，行业利差与行业内企业的平均总资产规模是负相关的；

（2）所谓国企信仰，即国企成分高的行业的利差偏低，而民企成分高的行业的利差偏高。

上述两个信仰尽管随着违约的加剧而受到了不小的挑战，但信仰尚远未到崩塌的程度

虽然违约的企业体量越来越大，且国企亦开始陆续违约，但相关系数向上收敛的幅度依然尚浅，说明国企及大企业的估值优势仍然在行业利差的定价上是有效的。

依照这一定价模型，我们可以大体把各个行业分做阿尔法行业及贝塔行业

（1）低利差行业往往具备较强的贝塔属性，高利差行业则存在明显的阿尔法属性；

（2）在行业利差出现周期波动时，高利差行业的利差波动往往更加剧烈，且其运行方向随时可能与总利差周期的运行方向背道而驰。因此，用周期思维其实是难以解释阿尔法行业的（如轻工、农林牧渔、纺织服装），而对于贝塔属性偏强的行业（如食品饮料、汽车、建装、商贸、交运）来说，我们可以在利差周期高位时下潜评级，但在利差周期低位时上调配置评级。;

（3）对于高贝塔行业来说，行业利差的波动幅度还由“向心力”所决定。按照平均规模及国企成分这两个变量，我们可以计算出各个行业的合理利差水平。基于此的一个显著规律是：在利差上升的趋势中，利差上升较快的行业是在趋势开始时利差被明显低估的行业，而在利差下降的趋势中，利差下降较快的行业是趋势开始时利差被明显高估的行业。

信用利差可能会即将开启一轮上行趋势

行业利差被显著低估的行业至少在边际上可能会存在着更高的不稳定性，并且，如果这些行业本身具有理论上的高利差，那我们在配置之初，理应尤为谨慎。目前，应该引起警惕的行业为汽车、房地产及食品饮料。

风险提示：存在一定的信用下潜空间，但要尤为关注信用利差被低估的幅度偏大且利差本高的行业。

【固定收益】社融的见顶：市场风格的微妙变化——兼论转债市场相关受益标的-20210109

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

社融见顶回落，股市估值收缩，消费&成长板块相对更优

（1）社融增速若见顶，则对权益市场会产生微妙的负面影响。社融是权益市场最大的资金面，一旦社融见顶下滑，则大概率权益市场的估值会随之收缩。其中，唯一的例外是 2014-2015 年是那一轮股票市场的逆势冲顶，但当时的原因并不具备普遍性：大量配资和伞型信托成为了一个特殊的通道，在银行的信用投放加速之前，资金就已经从该特殊通道被直接从银行引入股票市场。回到当前，如果后续的社融扩张受限，则权益市场行情的结构性可能会体现得更加鲜明。

（2）社融向下并不是决定市场风格的充分条件，至少社融下降的初期，企业业绩往往还会增长，这导致在一个相对稳定的基本面上，资金池却变得更加局限。在这一状态之下，由于资金的风险偏好并没有立即下降，有限的资金往往腾挪到更长但偏稳的预期之内，造成成长和消费板块的进一步上涨，而在这种虹吸作用的压力之下，周期和稳定板块通常会涨幅收敛，甚至开始下跌。

社融向下拐点确认后，各行业表现分化明显

（1）在每次社融下降但盈利上升的状态中，有色金属、家用电器、轻工、交运、公用事业、医药生物总是表现偏优的行业。在流动性收敛之后，一部分资金会博弈滞涨，带动有色金属走出超额行情，另一部分资金则会博弈后周期，带动家用电器、轻工及交运行业上涨，此外，有部分资金出于避险的考虑，流入现金流偏稳的公用事业行业。

（2）同时，在各个行业处于该环境的历史表现中，农林牧渔、计算机、电子、休闲服务、采掘、化工、纺织服装则表现偏弱。一则往往社融下降代表着经济周期已经走过了上行阶段，此时对于采掘、化工这类早周期及中周期行业，往往开始表现出疲势；二则对于计算机、电子这类处于成熟期的成长性行业以及纺织服装这类衰退型行业来说，想象空间的不足可能是资金对其略有挤兑的初衷。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【钢铁】淡季需求平稳，重点关注明泰铝业投资机会——行业周报-20210110

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

需求表现平稳，钢价高位波动

近期虽然天气逐渐转冷，但钢铁需求并未出现明显下移，本周（2021.01.04-2021.01.08，下同）螺纹表观需求316.4 万吨，环比上升 2 万吨，需求表现平稳。近段时间钢铁大省河北疫情有所恶化，地方政府管控措施显著加强，但从钢铁生产与运输角度而言，目前影响较小，后期我们将持续跟踪。当前钢铁需求强度从同比角度来看依然处于历年较高水平，但由于季节性效应无法避免，后期钢铁成交将逐渐步入清淡状态，钢价波动取决于市场对来年春季需求强度预期和累库速度的综合博弈。对于行业累库速率，我们建议重点关注供给释放所带来的影响，由于 2020 年底行业产能置换规模较大，这对 2021 年一季度行业供给形成增量，届时产业链库存可能出现超预期累积，这是未来一个多月跟踪的重点。关于行业具体产能置换规模以及投放时点，请参考我们年度策略报告《黎明远航，聚焦成长类周期股投资机会》。

个股机会关注具备持续成长能力的明泰铝业

目前强周期板块的博弈难度加大，我们建议重点关注前期推荐的具备穿越周期属性的成长标的明泰铝业，公司是我国铝材加工行业的龙头企业，其核心竞争力是优秀的成本管控能力。2019 年明泰铝业单吨成本为 13879 元，其中铝板带吨成本 13851 元，铝箔吨成本 14068 元，位于行业底部成本区间。其成本优势来源于：（1）规模优势带来的吨成本下移；（2）优秀的生产管理体系推动公司不断降本增效；（3）折旧、燃气、电力带来成本优势（降本 220 元/吨）。明泰铝业未来增长空间来自于两方面，一是销量的持续释放，从 2019 年的 86 万吨有望增长至 2022 年的 128 万吨，二是受益于产品结构升级和行业供需格局好转，2019-2022 年公司各类产品的总体吨毛利将由 1700 元逐步提升至 2100 元。具体逻辑及盈利预测参考我们前期深度报告《显著低估的高成长铝材加工龙头》。

板块重点数据跟踪

需求韧性较强：本周全国建筑钢材成交量均值 17.8 万吨，周环比上升 0.37 万吨。根据 Mysteel 数据测算显示，螺纹钢表观消费 316.4 万吨，周环比上升 0.62%；热轧板卷表观消费 320.3 万吨，周环比下降 0.07%；

供应整体平稳：全国高炉开工率（163 家）66.85%，周环比下降 0.69pct；唐山钢厂产能利用率 80.56%，周环比上升 0.32pct。五大品种全国周产量共 1052.1 万吨，环比上升 6.65 万吨，增幅 0.64%；

盈利表现回落：本周螺纹钢吨毛利 99 元，环比下降 80 元；热轧板吨毛利 89 元，环比下降 107 元；冷轧板吨毛利 268 元，环比下降 230 元；中厚板吨毛利-118 元，环比下降 120 元；

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

【房地产】一二手成交有所分化，物管行业迎政策东风——行业周报-20210110

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。

长效机制持续完善，物管行业迎政策东风

（1）中央层面，央行在 2021 年工作会议指出，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，预计货币政策会持续保持灵活且偏中性，表述与中央货币政策委员会四季度例会相一致。央行、住建部召集重点房企举行座谈会，启动第二批“三道红线”试点，对多家房企设置达线目标，房企降负债、稳增长有望持续推进。住建部部长王蒙徽再提房住不炒，全面落实房地产长效机制。物业行业再迎利好，住建部、发改委、银保监会等十部委发布通知，鼓励有条件的物业服务企业向养老、托幼、家政、健康、房屋经纪、快递收发等领域延伸，同时鼓励物业服务企业运用人

工智能等技术提升服务水平，政策核心在于鼓励物业公司拓宽经营边界，城市服务空间较为可观，为行业增值服务打开新方向。同时政策提倡完善物业服务价格形成机制，提倡酬金制计费方式，利于物业费更为市场化定价。（2）周内地方政策覆盖面广，整体调控以稳为主。长效机制方面，天津房地产政策实施精准服务，对新市民实施租购并举方式，强调租购同权。户籍政策方面，山东全面放开城镇落户限制，在城镇居住或就业的居民，取消落户限制。秩序规范方面，海南对违法违规房企、中介机构和个人，分别给予取消备案资格、暂停网签资格和取消购房资格等处罚。广州住建局将进一步整顿和规范房地产市场秩序，严打哄抬房价等违法违规行为。土地市场方面，深圳明确棚改地价与城市更新项目地价标准保持一致，降低棚改地价成本。租赁市场方面，云南出台租房新规，个人将云南省范围住房出租或转租，其个人所得税（租金收入）可减按 10%税率征收。

成交：单周一二手成交有所分化

（1）新房：根据房管局数据，2021 年第 2 周，全国 32 城成交面积 480 万平米，同比增长 11%，环比下降 21%。从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 1084 万平米，累计同比增加 20%。（2）二手房：2020 年第 2 周，全国 9 城成交面积为 116 万平米，同比增速-20%，前值 0%；年初至今累计成交面积 225 万平米，同比增速-11%，较前值下降 12 个百分点。

资金：信用债、海外债单周发债规模同比均有回落

2021 年第 2 周，信用债发行 93 亿元，同比减少 37%，环比增加 111%，平均加权利率 5.22%，环比减少 34BPs；海外债发行 4 亿美元，同比减少 60%，平均加权利率 6.63%，上周未有海外债发行。

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。

【新能源与电气设备】新产品加速渗透率提升，固态电池提升长远预期——行业周报-20210110

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

周观点：新产品加速渗透率提升，固态电池提升长远预期

（1）新能源汽车：行业产品力在 2021 年将进一步充分发挥向上推动力，近期特斯拉美版 Model Y 标续版、蔚来 ET7 的推出就是明证。这些动态代表了两个大方向：第一个方向是高端产品不断向中低端渗透，从而加速替代燃油车，2021 年是新能源汽车销售渗透率加速向上的一年；第二个方向是新技术的不断迭代升级，对于硬件来说，动力电池系统向固态电池方向发展是最有魅力的一个发展方向，总体看，技术变革会带来竞争格局、投资机会的变化，但不变的是会带来行业加速向上发展，更加利好上游资源端。从近期行业景气度看，下游需求和排产仍然在超预期，导致中上游很多环节供需紧张，比如碳酸锂、铁锂材料出现供不应求的情况，尤其是上游资源端，出现了超预期的价格上涨，这一趋势短期会持续。具体的投资方向，我们坚持之前的判断，其中第一点正处于较好的阶段：从终端车企到中上游材料和零部件（订单将以乘数效应向上游传导，关注资源端的弹性），从一线环节到二线环节（一线龙头产品的供不应求向二线传导），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：短期光伏景气度仍然较好，尤其是供需比较紧张的环节，比如硅料环节；同时，跟踪的一线公司的市场份额在超预期提升。我们认为 2021 年总体是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。

蔚来 ET7 或于 2022Q4 搭载半固态电池，行业技术加速变革

1 月 9 日，蔚来在 Nio Day 2020 上亮相首款量产轿车 ET7，同时推出 150kWh 半固态电池包，计划在 2022Q4 开始交付。该电池包使用了三大技术：（1）纳米级包覆超高镍正极；（2）无机预锂化硅碳负极；（3）原位固化固液电解质。目前固态电池仍有许多问题待解决，短期（2-3 年内）仍需要使用隔膜的半固态电池或将在动力领域达到量产状态，而全固态电池用作动力仍需较长时间来突破。中短期看，高镍正极、硅基负极产业化加速，当升科技、

容百科技、贝特瑞、璞泰来等公司受益，长期看，全固态电池或使用锂金属做负极，赣锋锂业等公司受益。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：2020 年全国新能源车保有量达 492 万辆，同比+29.18%。

新能源汽车公司层面：比亚迪 12 月新能源汽车销量 2.88 万辆，同比增长 120.18%。

光伏行业层面：2020 年光伏新增并网 45.29GW，12 月单月新增装机超 18GW。

光伏公司层面：晶澳科技拟向亚玛顿采购 21 亿元光伏镀膜玻璃。

风电行业层面：2020 年风电新增并网 48.9GW，12 月单月新增装机超 20GW。

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。

【可选消费】看好 2021 可选消费板块--布局龙头，精选新消费——年度投资策略 2-20210110

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

低基数、地产后周期、出口向好、低估值溢价共建可选消费 2021 年核心逻辑

自上而下的角度看：（1）疫情影响逐步减弱，国内社零总额累计同比增速逐步回升，分品类来看家电、纺服、家具等可选消费品类累计同比增速恢复滞后。我们认为疫情导致 2020H1 企业收入处于低基数，消费需求将会递延至 2021 年，而非消失。（2）家电（白电、厨电）、家居等板块具备较强的地产后周期属性，我们认为 2021 年竣工数据回暖有望对地产后周期板块形成有力支撑。具体表现为：地产销售展现出较强的韧性，竣工缺口回补的刚性需求已接近临界点；2019 年交房前瞻指标持续改善，疫情后恢复速度较快。（3）根据 2020 前三季度海关数据，家具、纺服、家电出口依赖度较高，当前美国地产销售景气度较高，同时库存周期重启有望带动 2021 年全球经济复苏，出口向好确定性较强。（4）从估值角度来看，家电、家居、服装龙头企业对比其他可选消费行业龙头估值溢价较低。

布局可选龙头：围绕核心逻辑自下而上优选白电、厨电、服装优质龙头标的

自下而上的角度：（1）白电：（a）美的集团：渠道变革、品类扩张行业领先，工业互联网 2.0 强化竞争优势，份额有望持续提升，龙头优势强化，估值中枢有望上移。（b）格力电器：借力直播加速渠道变革，渠道改革完成后有望释放更多利润空间，提升产品竞争力。2021 年新能效机型有望持续放量，实现量价双升；（2）厨电：老板电器：国内高端厨电龙头，扩产品、拓渠道、品牌年轻化拉动业绩增长；受益标的：浙江美大。（3）家居：（a）索菲亚：经销改善，工程放量，米兰纳和整装起步；（b）欧派家居：全渠道、全品类龙头优势显著，紧握整装新风口；（c）顾家家居：品类拓展和渠道优化红利持续释放。其他受益标的：敏华控股、志邦家居、金牌橱柜；（4）纺服：（a）安踏体育：迪桑特逆市高增长，多品牌逻辑不断印证；（b）李宁：品牌渠道势能持续，净利率提升有望超预期；（c）海澜之家：拓品牌、拓线上迎来业绩拐点，龙头地位稳固看好估值修复；（d）森马服饰：K 公司剥离叠加主业边际改善，童装业务享估值溢价；（e）南极电商：2020 年 12 月 GMV 已改善，预计 2021 年拼多多渠道高增长且货币化率提升；（f）开润股份：预计 2021Q1 迎业绩拐点，2B、2C 众多增量带动业绩回归。

精选新消费：关注工程师红利、电商流量新规则、Z 世代新消费龙头

我们认为 2021 年可选消费板块仍存在其他投资机会：（1）工程师红利带来科技创新型企业优势凸显，推荐标的：石头科技、科沃斯，受益标的：九号公司；（2）可选消费代工板块有望受益于 2021 年递延需求释放，推荐标的：申洲国际、思摩尔国际，受益标的：华利股份（3）淘系平台流量规则变化主动转向内容营销，积极顺应平台规则变化、擅长内容营销龙头企业有望充分受益，推荐标的：南极电商、新宝股份；（4）Z 世代消费群体变迁带来新消费崛起，推荐标的：泡泡玛特、晨光文具；（5）日常消费龙头企业渠道壁垒提升，推荐标的：晨光文具、中顺洁柔；（6）造纸涨价弹性有望延续，长期竞争格局改善，推荐标的：太阳纸业。

风险提示：疫情影响终端销售，行业竞争加剧

【计算机】周观点：逐渐布局“春季躁动”行情——行业周报-20210110

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

一周市场回顾：本周（2021.1.4-2021.1.8，下同），沪深 300 指数上涨 5.45%，计算机指数下跌 1.30%。

周观点：逐渐布局“春季躁动”行情

“春季躁动”行情大概率不会缺席

计算机板块 1-2 月份的行情普遍不错，2020 年 1-2 月计算机板块涨跌幅为 19.57%，同期沪深 300 涨跌幅为-4.95%；2019 年 1-2 月计算机板块涨跌幅为 28.30%，同期沪深 300 涨跌幅为 18.68%。结合板块历史表现，同时 2021 年一季度板块基本面预期迎来较大复苏，我们认为“春季躁动”行情大概率不会缺席。

跨年行情下，紧扣主线布局

一是优选市场空间足够大，竞争格局清晰、业绩确定性高的龙头。对于金山办公、国联股份、用友网络、广联达、明源云等龙头标的，更应该追求长期价值与确定性。

二是布局调整较为充分的信创板块。国产化仍是大势所趋，信创板块在历经近半年的调整，中国长城、中孚信息等业绩确定性较高的标的已经表现出较高性价比。

三是布局景气度加速的网络安全。合规性政策与新兴技术持续驱动，Solarwinds 事件更加凸显网络安全的重要性，未来几年网络安全市场有望保持高景气。

四是布局前瞻工业软件和智能汽车等新兴赛道。

五是布局具有较强 β 属性的金融 IT 板块。

投资建议：

云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、泛微网络、致远互联，其他受益标的包括浪潮信息、新开普、福昕软件、石基信息。

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。

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；其他受益标的包括天融信、拓尔思、中新赛克。

产业互联网：推荐国联股份、中控技术、鼎捷软件、宝信软件；其他受益标的包括中望软件（拟上市）、赛意信息等。

智能网联汽车：受益标的包括中科创达、德赛西威、千方科技、道通科技等。

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。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。

军工信息化：推荐淳中科技、航天宏图，其他受益标的包括中科星图。

风险提示：政府及企业？IT 支出缩减；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【食品饮料】市场抱团核心资产，白酒、乳品表现突出——行业周报-20210110

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 叶松霖（联系人）证书编号：S0790120030038 | 逄晓娟（联系人）证书编号：S0790120040011

核心观点：白酒新年乐观展望，新乳业外延布局饮品店市场

2021 年开局，市场出现资金抱团行为，核心资产再次被市场青睐。白酒板块持续上涨，一方面 2020 年完美收官，从贵州茅台、山西汾酒与五粮液公布的业绩预告可以看出，2020 年疫情对于龙头企业影响较小，公司基本完成年初既定目标；另一方面 2021 年白酒仍可做乐观展望，一是源于消费升级主驱动力仍然持续，可以预期年内多数白酒仍会有提价升级动作（根据微酒报道，国窖 1573 团购价已经上调）；二是外部冲击推动行业集中度提升，品牌酒企仍将持续享受行业红利。近期疫情反复，多地出台建议倡导民众不返乡，引发市场对于春节白酒需求的担忧。我们认为影响相对有限，一是在疫情整体可控的背景下，民众春节消费需求仍然迫切；二是商务市场影响较小，民间消费中，婚丧等集体宴请可能会有影响，家庭消费需求仍然持续。在低基数背景下，2021 年需求同比增长仍可期待。近期茅台酒批价回升，也体现出春节日益增长的高端白酒消费需求。

本周新乳业公告签署投资“一只酸奶牛”合作协议（收购其 60%股权），进军饮品店市场。饮品店行业为千亿规模市场，且增速较快。传统乳企产品单价较低，饮品店产品单价较高，可重新为传统乳企赋能。我们认为双方可产生协同效应： 一是新乳业可为“一只酸奶牛”嫁接平台资源，在产品研发、品牌管理、供应链等方面为其赋能，助推其实现区域突破，走向全国化；二是“一只酸奶牛”可进一步拓展新乳业的终端渠道布局，拓宽私域流量入口；三是新乳业可更好地和消费者互动、交流，实现用户的精准运营和服务。

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，批价持续走高。直销体系中多个渠道可能增量，叠加其他直销出口逐渐理顺，直销渠道占比将进一步提升，业绩大概率平稳增长。（2）五粮液持续推进营销改革，加大渠道管控，销量提升源于空白市场覆盖以及团购渠道开拓，预计 2021 年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新估计 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 4 日-1 月 8 日，食品饮料指数涨幅为 6.6%，一级子行业排名第 5，跑赢沪深 300 约 1.1pct，应是源于本周市场的资金抱团行为。子行业中乳品（10.5%）、肉制品（7.3%）、白酒（6.7%）相对领先。个股方面，庄园牧场、酒鬼酒、熊猫乳品等涨幅领先；莫高股份、皇台酒业、ST 科迪等跌幅居前。

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。

【石油化工】油价创 11 个月新高，涤纶长丝延续涨势&LNG 价格反弹——行业周报-20210110

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价创 11 个月新高，涤纶长丝延续涨势&LNG 价格反弹

截止本周五（1 月 8 日），Brent 原油价格为 56.36 美元/桶，周环比上涨 4.64 美元/桶；WTI 原油价格为 52.73 美元/桶，周环比上涨 4.25 美元/桶，沙特阿拉伯超同意 2、3 月份大幅减产 100 万桶/日，原油库存持续下滑，两市油价均创 2020 年 2 月中旬以来新高。聚酯方面，油价上涨对成本端形成明显支撑，短期看市场将维持高位整理势态；下游纺织企业受疫情影响部分工人放假计划提前，可能出现日后开工率下滑情况，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 5-9 天/10-14 天/19-23 天，均处于较低水平，行业低库存环境有利于提前迎来“金三银四”行情。天然气方面，第二波寒流来袭加之河北疫情防控限制车辆运输，局部 LNG 供应紧张，需求回暖提振市场投交，LNG 价格反弹。受益标的：(1)民营大炼化：桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化、东方盛虹；(2)轻烃裂解：卫星石化、东华能源；(3)油服龙头：中海油服；(4)煤制烯烃龙头：宝丰能源；(5)民营加油站：和顺石油；(6)受益资产注入管网公司：中国石油、中国石化、中油工程、新奥股份、深圳燃气。

供给维稳&原油去库，OPEC+减产协议持续

供给维稳：根据 EIA 最新数据，1 月 1 日当周，美国原油产量为 1100 万桶/天，维持上周的产量。Baker Hughes 公布 1 月 8 日的当周数据，美国活跃钻机数量为 360 台，周环比增加 9 台；原油去库：1 月 1 日当周，美国商业原油和油品总库存为 13.44 亿桶，周环比增加 165.5 万桶。其中，商业原油库存为 4.85 亿桶，周环比减少 801 万桶，为 2020 年 8 月以来最大降幅。汽油库存为 2.41 亿桶，周环比增加 451.9 万桶；需求承压：1 月 1 日当周，炼厂方面，维持上周原油加工能力 1839 万桶/天；开工率周环比上涨 1.40%至 80.70%；消费方面，本周美国油品总消费为 1705 万桶/天，周环比减少 226 万桶/天，汽油消费 744 万桶/天，周环比减少 226 万桶/天。OPEC+减产协议持续：多数产油国将在 2 月和 3 月保持产量不变，俄罗斯和哈萨克斯坦小幅增产，沙特阿拉伯将自愿额外减产 100 万桶/日。根据 OPEC 的数据，包括沙特自愿减产在内的协议，将把 2 月份的减产幅度扩大至 812.5 万桶/天，3 月份将收窄至 805 万桶/天，对油价形成强支撑。

原料端支撑明显&低库存持续，长丝价格继续上涨。

本周（2021.1.4-2021.1.8，下同）涤纶长丝延续上涨走势，油价强势上涨对成本端形成明显支撑，提振长丝市场信心，下游受疫情影响部分工人放假计划提前可能出现日后开工率下滑情况，本周长丝江浙主流大厂产销率为 60-80%，交投氛围有所回落，当前 POY/FDY/DTY 库存分别为 5-9 天/10-14 天/19-23 天，均处于较低水平，行业低库存环境有利于提前迎来“金三银四”行情。价格方面，本周 POY 报价 5820 元/吨，周环比增加 50 元/吨，FDY 报价 6800 元/吨，与上周持平，DTY 报价 7550 元/吨，与上周持平。价差方面，本周 PX-石脑油价差扩大 20.34%；PTA-PX 价差扩大 1.80%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 17.26%。

需求回暖提振市场交投，LNG 价格反弹

根据百川盈孚，本周 LNG 价格指数为 7487 元/吨，周环比上行 14.6%。供给端，土库曼 B 区东部二期达什拉巴特气田投产成功，中亚气源源不断的输入国内，同时其他进口管道也增加输气量，管道气市场资源供应有所增加。需求端，国内第二波寒流来袭，城燃需求明显增加；沈阳、河北地区疫情防控升级，车辆运输暂停，区内 LNG 资源供应紧张。

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。

【化工】华懋科技进军光刻胶领域，瑞华泰跨入 PI 膜全球竞争行列——新材料行业周报-20210110

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003| 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

本周（2021.1.4-2021.1.8，下同）行情回顾

截至本周五（1 月 8 日，下同），上证综指收于 3570.11 点，较上周五（1 月 1 日，下同）的 3473.07 点上涨 2.79%；创业板指报 3150.78 点，较上周五上涨 6.22%。新材料指数报 3878.55 点，较上周五上涨 3.39%，跑输创业板指 2.83%；半导体材料指数报 1711.88 点，较上周五下跌 1.74%，跑输创业板指 7.96%；液晶显示指数报 9686.07 点，较上周五下跌 1.95%，跑输创业板指 8.17%；OLED 指数报 2696.42 点，较上周五下跌 2.96%，跑输创业板指 9.18%；尾气治理指数报 2149.49 点，较上周五下跌 3.39%，跑输创业板指 9.61%。

本周新材料板块的 100 只个股中，有 28 只周度上涨（占比 28%），有 71 只周度下跌（占比 71%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：普利特、深南电路、中环股份、金发科技、三安光电；7 日跌幅前五名的个股分别是：新纶科技、乐凯新材、三孚股份、同益股份、南大光电。

开源化工新材料周观察：瑞华泰跨入高性能 PI 薄膜全球竞争行列

高性能 PI 薄膜是影响我国高新技术产业快速发展的“卡脖子”材料，被广泛应用于柔性线路板、消费电子、高速轨道交通、风力发电、5G 通信、柔性显示、航天航空等领域。在 PI 薄膜最主要的应用领域 FPC 制造，根据 GGII 数据，2018 年全球 FCCL 用 PI 膜的需求量达到 13,750 吨，中国的 FCCL 用 PI 膜需求量达到 4,500 吨，占比为 33%，中国大陆地区高性能 PI 薄膜的市场需求不断增加。全球高性能 PI 薄膜的研发和制造技术主要由美国、日

本和韩国企业掌握，美国杜邦、日本宇部兴产、日本钟渊化学和韩国 SKPI 等厂商占据全球 80%以上的市场份额。瑞华泰作为国内高性能 PI 薄膜行业的先行者，通过 15 年持续自主研发，掌握了配方、工艺及装备等完整的高性能 PI 薄膜制备核心技术，已成为全球高性能 PI 薄膜产品种类最丰富的供应商之一，产品销量的全球占比约为 6%，跨入全球竞争的行列。

重要公司公告及行业资讯

【裕兴股份】业绩预告：公司预计 2020 年年度实现归属于上市公司股东的净利润达到 1.51 亿元到 1.70 亿元，同比增加 60%到 80%。

【半导体材料】华懋科技旗下产业基金东阳凯阳于 2020 年 12 月 30 日，与傅志伟、上海博康、徐州博康签署了《投资协议》及其附属文件。华懋科技通过东阳凯阳对徐州博康进行投资，将切入半导体关键材料光刻胶领域。

受益标的

我们看好 OLED 材料、军工材料近三年的高确定性成长，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、瑞联新材、万润股份、濮阳惠成、斯迪克、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。

【农林牧渔】庖丁解猪系列二：预期 ROE 水平抬升底部 PB 中枢，头部猪企市值已具备较强安全边际——行业周报-20210110

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

庖丁解猪系列二：预期 ROE 水平抬升底部 PB 中枢，头部猪企市值已具备较强安全边际

考虑到猪周期造成养殖企业的盈利波动，PE 估值存在一定程度失真，我们采用 PB-ROE 模型探讨猪价下行期养殖企业底部市值。复盘上轮周期，2014-2019 年牧原股份、正邦科技 ROE 均值分别为 21.4%、10.0%，对应 PB 均值水平 7.0x、3.6x，其中最高及最低值分别为 18.4x/3.5x、8.1x/1.3x。我们预计头部猪企预期 ROE 水平较上轮周期显著提升。销售净利率来看，当前受非瘟扰动补栏缓慢叠加原种场受损导致三元母猪占比较高，猪价景气延长，同时未来 3 年行业成本中枢预计较非瘟前提升 3-4 元/公斤，猪价底部中枢上移，头部猪企销售净利率远超过往；资产周转率预计随着猪价下行及资产扩张而下降；权益乘数预计小幅下滑，保守假设下牧原股份、正邦科技 2020-2022 年 ROE 均值达 44%、36%，而 2016-2018 年猪价下行期仅为 27%、12%。未来底部 PB 中枢有望上行，头部猪企市值已处于底部区间。本轮周期牧原股份、正邦科技 PB 最高值分别为 18.6x、9.0x，猪价上行期 PB 均值分别为 13.0x、5.7x，较上轮周期有所提升；展望后市，预期 ROE 水平大幅提升下，保守假设牧原股份、正邦科技底部 PB 中枢提升至 4-5x、2-3x，以 2020 年预期净资产计算，未来 3 年猪价下行期其底部市值中枢分别为 2500-3200、380-590 亿元。我们认为头部猪企当前市值具备较强安全边际，2020 年 9 月至今的深度调整已充分反应市场悲观预期，未来随着猪价表现超预期及猪企出栏释放催化，市值有望快速成长，重点推荐牧原股份、正邦科技。

周观点：猪肉价格继续回暖，动保产品需求加速释放

春节前猪价景气度持续向上，关注头部猪企投资机会。2020 年 11 月中下旬至今猪价快速反弹，2021 年初起生猪养殖板块涨幅明显，我们认为当前头部猪企市值仍处低估，重点推荐牧原股份、正邦科技。生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放。据农业农村部数据，2020 年 11 月能繁母猪和生猪存栏继续回升，存栏量同比分别增长 31.2%及 29.8%。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐普莱柯、科前生物。2021 年种植链利好因素较多，建议关注种植链机会。2020 年中央经济工作会议强调解决好种子和耕地问题，国内主粮转基因或进入商业化阶段。整体而言种植链利好因素较多，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。

本周重点新闻（1.4-1.9）:坚决打赢种业翻身仗，为保障国家粮食安全提供基础支撑

【坚决打赢种业翻身仗，为保障国家粮食安全提供基础支撑】

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。

【商业贸易】12 月化妆品线上销售相对平淡，看好皮肤学级护肤品赛道——商贸零售行业周报-20210110

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

12 月化妆品线上销售相对平淡，2020 年全年增速超过 30%

根据我们对线上化妆品数据的跟踪，2020 年 12 月“美容护肤/美体/精油”和“彩妆/香水/美妆工具”品类淘系全网分别实现销售额 152 亿和 74 亿元，我们测算同比增速分别为 9%和 12%。经历了 11 月电商购物节带来的高增长后，12 月化妆品线上销售表现相对平淡。2020 年全年来看，“美容护肤/美体/精油”和“彩妆/香水/美妆工具”品类淘系全网同比增速分别达到 31%/32%。分品牌看，珀莱雅 2020 年全年同比增长 27%、润百颜同比增长 191%、御泥坊同比翻倍、玉泽同比增长超 260%、薇诺娜同比增长 96%（剔除一月）；彩妆方面，花西子表现较好。总体来看，“颜值经济”持续高景气，2021 年我们重点看好化妆品三个细分赛道：（1）皮肤学级和功效性护肤品赛道；（2）彩妆：受益“国潮风+快迭代”趋势，国货品牌在大众市场有望弯道超车；（3）产业链上游：ODM 龙头有望充分享受行业整体增长红利。其中，主攻敏感肌修护的皮肤学级护肤品赛道具有大空间、低渗透、高增长、强黏性等特点，过去五年复合增速达到 23%。目前行业参与者包括薇诺娜、玉泽、雅漾、理肤泉等，其中薇诺娜 2019 年市占率已跃居行业第一（20.5%），玉泽市占率也持续上升。我们认为，短期疫情催化抗敏舒缓需求，理性护肤成为消费趋势，同时监管趋严也将助力行业出清；长期看，国货品牌在产品和渠道上已构建差异化竞争优势，持续成长潜力突出。

行业关键词：元旦消费、苏皮士、京喜拼拼、天猫小黑盒、丸美等

【元旦消费】大润发发布《2021 元旦消费报告》。

【苏皮士】苏宁易购旗下高端零售品牌苏皮士开启线下快闪店。

【京喜拼拼】京东旗下“京喜拼拼”已拓展至 13 个城市。

【天猫小黑盒】天猫小黑盒计划打造 1 万款千万级新品。

【丸美】丸美发布“晶致赋颜奢宠系列”，定位高端抗衰。

板块行情回顾

本周（1 月 4 日-1 月 8 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3196.23 点，下跌 1.16%，跑输上证综指（本周上涨 2.79%）3.95 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 23 位。各细分板块中，本周专业市场表现较好。个股方面，本周豫园股份（+61.1%）、爱施德（+17.3%）和百联股份（+16.2%）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。

【化工】原油强势反弹提振化纤、煤化工产业链景气度——化工行业周报-20210110

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003| 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

本周（2021.1.4-2021.1.8，下同）行业观点：原油反弹提振化工景气度，继续关注化纤、煤化工、氟化工

随着国际油价强势反弹，化工景气指数继续提升。本周，OPEC+就 2 月和 3 月份产量政策达成一致；同时，美国民主党或推出更多刺激法案以提振经济，欧洲的新一轮预算与刺激计划即将生效等，提升原油需求预期。本周国际油价四日连涨，截止本周五（2020.1.8，下同）收盘，纽约 2 月原油期货、布伦特 3 月原油分别收涨 1.41、1.61 美元报 52.24、55.99 美元/桶。随着国内经济复苏、化工龙头业绩持续改善、国际油价反弹等提振，本周化工景气指数继提升：截至本周五，化工行业指数报 3854.73 点，较上周五（2020.12.31，下同）上涨 5.63%；CCPI 报 4168 点，较上周五上涨 0.77%。从原油需求方面来看，中国国有和民营企业炼油厂继续扩张，2020 年中国独立炼油厂的原油和沥青混合物进口量同比增长 42.2%，创下历史新高。近日，我国商务部已将 2021 年民营炼油厂和国有公司小型子公司的原油进口配额上限上调 20%，达到 2.43 亿吨（488 万桶/日）。我们看好 2021 年我国原油进口将保持强势，国内原油开工率和加工量有望继续增加。在当前时点上，我们建议继续关注海内外需求边际继续改善、全球产能向中国集中、行业向龙头集中、现金流量健康、估值较低的化工子行业龙头：聚氨酯、煤化工、大炼化、化纤（涤纶、氨纶、粘胶）、氟化工、农药、维生素行业等，继续“买入复苏”。受益标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、扬农化工、华峰氨纶、新和成、荣盛石化；【低估值龙头】三友化工、金石资源、黑猫股份、海利得、巨化股份、三美股份、利民股份；【弹性标的】鲁西化工、新凤鸣、滨化股份。

【化纤产业链】本周各化纤品种库存仍处于历史低位，我们看好海外需求复苏继续带动化纤行业景气上行。临近年关，我们建议紧密跟踪春节前化纤品种的开工及库存状况。受益标的：华峰氨纶、恒力石化、新凤鸣、荣盛石化、三友化工。

【煤化工产业链】国内动力煤、无烟煤市场价格持续强势，叠加国际油价上涨影响煤化工比较优势，本周尿素、乙二醇等煤化工产品价格大幅上涨后高位震荡。下游聚酯、织机开工率高位，我们预计下周乙二醇将高位震荡。受益标的：华鲁恒升、鲁西化工等。

【氟化工产业链】目前在需求复苏、成本面支撑作用下，萤石、含氟制冷剂产品已出现提价迹象。2021 年我们看好终端需求将复苏，建议重点关注氟化工产业链上中下游公司。受益标的：金石资源、三美股份、昊华科技、巨化股份、东岳集团。

本周行业要闻：万华化学（四川）天然气制乙炔项目环境影响评价公示

个体防护装备配备标准将于 2022 年 1 月 1 日全面实施，泰和新材为标准总则起草单位之一；韩国晓星 36 万吨氨纶及原料配套项目将落户宁夏；恒力石化（惠州）500 万吨 PTA 项目正式开工；多家轮胎企业齐发涨价通知；万华化学（四川）有限公司天然气制乙炔产业链及园区配套公辅工程项目环境影响评价（征求意见稿）公示；新疆探明一超大型萤石矿床，矿物量达 5000 万吨。

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。

【商业贸易】化妆品专题：从贝泰妮看“医研赋能”助力敏感肌护肤国货崛起——行业深度报告-20210109

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001

皮肤学级护肤品黄金赛道：大空间、低渗透，高增长、强黏性

我国约有 36%女性存在敏感肌烦恼，敏感肌的高发也为皮肤学级护肤品创造了发展机会。我们采用自上而下（护肤品市场规模*渗透率）和自下而上（人均敏感肌产品消费*敏感肌人数）方法，测算得到我国皮肤学级护肤品

潜在市场规模在千亿级别，但目前渗透率仅 5.5%，相较海外仍处于较低水平。从 Euromonitor 数据我们也看到，行业 2014 年-2019 年复合增速达 23%，已持续呈现高景气。再看消费人群，敏感肌人群普遍具有较高抗敏支出，用户高粘性也带来了高复购；而在强研发构筑的行业高壁垒下，皮肤学级护肤品行业集中度和头部公司毛利率水平也更高。整体看，敏感肌修护是一条优质黄金赛道。

他山之石：复盘敏感肌海外巨头成长路径，强研发高渗透是成熟市场特点

我们复盘海外敏感肌修护市场巨头的成长路径，可分为三类：（1）从药企/药房切入，深耕皮肤学级护肤品领域，代表为雅漾母公司皮尔法伯集团；（2）从药企/药房切入，通过自建+收购品牌发展，代表为拜尔斯道夫集团；（3）通过收并购和内部孵化布局，代表为欧莱雅和花王集团。从海外巨头经验看，专业背景和科学研发显著帮助了品牌成长；在充分的消费者教育下，欧美成熟市场的皮肤学级护肤品渗透率已达到较高水平（法国 43%、美国 15%），行业格局集中、稳定。

国货崛起：供需共振，“医研赋能”正向循环打造中国品牌

目前我国皮肤学级护肤品参与者包括薇诺娜、玉泽、雅漾、理肤泉、修丽可等，其中薇诺娜 2019 年市占率已跃居行业第一（20.5%），玉泽市占率也持续上升。我们认为，短期疫情催化抗敏舒缓需求，长期看，理性护肤是重要消费趋势，而监管趋严也将进一步助力行业出清。目前，国货品牌已在产品和渠道端构筑差异化竞争优势：产品方面，与医院联合打造，更适合国人的肤质特点，所添加修护成分的消费者认知度也更高；渠道方面，医院等专业渠道背书助力口碑打造，专业化营销获客引流。供需共振之下，国货品牌凭借“医研赋能”，有望通过“研发/产品——渠道/营销——品牌力”的正向链路循环，实现全方位成长。

贝泰妮：深耕敏感肌修护赛道的国货化妆品龙头

贝泰妮（薇诺娜）是深耕敏感肌修护赛道的国货龙头品牌。研发/产品方面，公司研发团队与昆明医科大学联合组建，产品功效性和安全性得到医学机构临床观察验证背书，核心大单品舒敏保湿特护霜长盛不衰，强功效+吸睛设计深受欢迎，好口碑高粘性下，用户复购率接近 30%。渠道/营销方面，早期以线下医院渠道切入打造口碑，而后紧抓电商红利发力线上，结合社交种草、专业化直播等新兴营销方式，实现了连续多年快速增长和敏感肌修护品牌打造，竞争力突出。

风险提示：经济下滑影响消费需求；疫情影响线下渠道恢复；行业竞争加剧。

【煤炭开采】多地极寒促煤价继续上行，国常会督促增产保供——行业周报-20210109

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

多地极寒促煤价继续上行，国常会督促增产保供

本周（2021.1.4-2021.1.8，下同）动力煤仍持续上涨，环渤海动力煤指数 593 元/吨，环比小涨 1.4%，产地价格持续大涨，港口主要现货报价均已暂停发布，动力煤供给仍然保持紧张。本周需求方面，受寒潮入侵影响，全国大范围出现罕见降温，多地低温突破本世纪以来低点，电厂日耗在居民供暖用电强力推动下进一步增长，加之电厂库存持续低位，采购力度加大，进一步加剧了动力煤的紧张格局；供给方面，煤企联合倡议增产推动供给加快释放，元旦节后部分前期停产煤矿恢复生产，但发运受到极寒天气及河北疫情影响，对保供形成扰动，秦港库存再次下降，供给面整体仍然偏紧。后期判断，1 月内低温或将持续，短期需求仍将保持强势，同时供给端增产及发运短期内增加有效供给有限，月内或不改紧供给格局，煤价或持续坚挺；向后展望，春节假期来临工企开工率下降以及冬末气温回升，需求将有所回落，同时保供政策强力推动下，供给端产能释放加速推进，同时进口新配额重新获得或将快速有效补充供给缺口，紧供给格局或将得到缓解。总体来看，保供稳价仍是当前政策主基调，在产地及进口两方面支持下供给端弹性将有所释放，动力煤价格在短暂的偏强运行后或将回落，重新回归合理区间。中长期来看，煤炭需求将受经济复苏下基建/地产/制造业修复支撑，同时“十四五”深化供改，供给稳定性增强，保供能力提升，供需或在双强下实现平衡，煤价有望稳于合理区间。政策方面，本周国常会对能源保供工作进行了进一步的部署，督促产地及煤企挖潜增产，保持煤炭供需平衡。当前煤价全面上涨环境下，煤企业绩或将有亮眼表现，持续看好煤炭

股修复。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：本周产地煤价大涨，大范围降温推升需求增长

本周环渤海动力煤指数环比微涨，产地价格大涨，供给仍持续紧张。需求方面，本周全国多地大幅降温进一步推升耗煤需求，电厂持续高负荷、低库存，加大购煤力度，高增的需求对保供形成一定压力。供给方面，产地部分停产煤矿已恢复生产，产能加速释放，保供持续推进，但极寒天气及河北疫情对发运有所影响，北港库存再度下降。总体来看，需求保持高位，供给端则仍偏紧，产地及港口动力煤价强势运行。

煤焦钢产业链：本周双焦皆涨，第十二轮焦价提涨快速落实

焦炭方面，本周焦价快速落实第十二轮提涨，涨幅 100 元/吨，焦价持续强势反映了当前旺盛需求下供给偏紧格局：需求端，钢厂高炉开工率高位稳定，库存降至两年低位，补库需求增强；供给端，12 月各主产地严格落实去产能目标，且增量及置换产能释放缓慢，紧供给支撑焦价持续强势。焦煤方面，本周焦煤产地价大幅上涨，需求端环保压力下焦钢企开工率仍有韧性，供给端澳煤禁运仍持续，蒙煤发运受限无法有效替代缺口，年终产地开工率下降，国内供给仍趋向收紧，叠加焦价强势下的高煤焦价差所带来的价格传导效应，焦煤补涨行情持续。

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

【新能源与电气设备】美版标续版 Model Y 推出，预计未来国产 Model Y 或将降至 28 万元——行业点评报告-20210108

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

美版标续版 Model Y 推出，预计未来国产 Model Y 或将降至 28 万元

1 月 8 日，单电机后轮驱动标准续航 Model Y 已于 Tesla 美国官网上线，售价 4.2 万美元（折合人民币约 27.2 万元），EPA 续航里程 393km，零百加速时间 5.3 秒，此外，用户还可支付 3000 美元选装七座版车型。考虑到美版 Model Y 标续版推出进度超预期，我们预计国产 Model Y 标续版或将于 2021 年中推出，售价 28 万元左右，并上调 2021 年/2022 年特斯拉全球销量预期至 98 万辆/134 万辆，同比+96%/+37%；国内销量分别为 35 万辆（Model Y 销量 18 万辆，Model 3 销量 17 万辆）/44 万辆，同比+165%/+26%。推荐标的：宁德时代（现配套 LFP 版 Model 3，预计后续有望配套标续版 Model Y）、恩捷股份（宁德时代、LG 化学核心供应商）、宏发股份（Tesla 高压直流继电器供应商），受益标的：科达利、三花智控、拓普集团、旭升股份。

此次推出的标续版 Model Y 反映了 Tesla 企图降价进一步抢占市场的动机

此次推出的标续版 Model Y 续航里程偏低（EPA 续航里程 393km，美版标续版 Model 3 EPA 续航里程 423km），或仍将采用三元电池。此前 Musk 曾表示由于标续版 Model Y 续航低于 250 英里影响用户体验暂不推出，我们认为此次标续版 Model Y 的上线在反映了 Tesla 在此轮全球新能源车上行周期通过降价进一步抢占市场份额的强烈动机。

若国产标续版 Model Y 推出后，售价或将降至 28 万元左右

目前美版 Model Y 标续版/长续航版/高性能版售价分别为 4.2/5/6 万美元，美版 Model 3 标续版/长续航版/高性能版售价分别为 3.8/4.9/5.5 万美元。同一版本美版 Model Y 售价较 Model 3 高不到 10%。参考美版 Model Y 的定价策略，若后续国产标续版 Model Y 推出，我们预计其补贴后售价约 28 万元。另外，结合 Model 3 的降本方案，国产标续版 Model Y 或将搭载由 CATL 提供的 LFP 电池，得益于 LFP 电池成本优势，续航里程或将与标续版 Model 3 持平。

长期看 Model Y 国内销量有望突破 30 万辆/年

据测算，目前国内 25-50 万元 SUV 市场空间近 160 万辆，占 25-50 万元乘用车销量的近一半份额。而目前国内纯电动豪华 SUV 市场尚处于“供给不充分”的阶段，25-50 万元纯电动 SUV 销量占该价位段纯电动乘用车的份额仅 30%，主要被蔚来 ES6、蔚来 ES8、传祺 AION LX 占据。Model Y 的推出有望充分激活国内豪华纯电动 SUV 市场。长期看，我们预计 Model Y 国内销量有望突破 30 万辆/年。

风险提示：降价幅度不及预期、疫情等因素影响需求。

【化工：新凤鸣(603225.SH)】2020Q4 业绩大超预期，继续看好涤纶长丝向上弹性——公司信息更新报告-20210110

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

公司 2020Q4 业绩超预期，预计 Q4 归母净利润同比增长 28.55%到 56.65%

1 月 8 日，公司发布 2020 年度业绩预告，预计 2020 年归母净利润为 5.8-6.5 亿元，同比减少 52.02%-57.19%；预计 2020 年实现归母扣非净利润 3.8-4.3 亿元，可推算出 Q4 扣非归母净利润为 3.02-3.52 亿元，同比+25%-46%，环比扭亏为盈。结合业绩预告，我们上调盈利预测，调整前预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 5.44、17.70、23.33 亿元，调整后预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.33、19.60、29.98 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、1.40、2.15 元/股，当前股价对应 PE 分别为 33.9、11.0、7.2 倍。我们继续看好涤纶长丝具有较强的修复韧性和向上弹性，公司作为行业龙头预计将充分受益，维持“买入”评级。

2020Q4 迎来淡季不淡、产销两旺的火热行情，涤纶长丝价差得以持续修复

Q4 涤纶长丝淡季不淡、产销两旺，价差持续修复。据 Wind 数据，Q4 涤纶长丝 POY 均价为 5326 元/吨，较 Q3 均价 5079 元/吨上涨 4.9%，Q4 涤纶长丝主要原材料 PTA 均价为 3347 元/吨，较 Q3 均价 3504 元/吨降低 4.5%，这使得 POY 平均价差由 Q3 的 814 元/吨扩大至 Q4 的 1151 元/吨，带动公司业绩大幅环比改善。同时，公司已于 Q4 陆续投产第二套 250 万吨 PTA 装置和 60 万吨涤纶长丝产能，PTA 和涤纶长丝产能均达到 500 万吨，PTA 亦可实现自给自足，后发优势和规模效应预计使得公司 PTA 平均加工成本进一步降低，为公司盈利能力保驾护航。

产能稳步扩张进行时，涤纶长丝和涤纶短纤助力公司迎来新一轮腾飞

公司产能扩张和行业需求复苏同步进行，预计公司作为行业龙头将充分受益。据我们测算，2021 年涤纶长丝需求增速将重回 8%以上的同比增长。预计 2021 年公司将投放 100 万吨长丝产能，届时公司涤纶长丝产能将达 600 万吨，在巩固行业龙头地位的同时，将充分享受需求向上的行业复苏红利。据公司公告，公司规划建设 200 万吨涤纶短纤产能，预计将于 2021 下半年投放 60 万吨。公司产业链纵向延伸和产品结构横向发展相结合，将助力长丝龙头再度腾飞。

风险提示：油价大幅降低；下游需求疲软；春节期间下游开工率下降。

【房地产：永升生活服务(01995.HK)】双品牌收购，强强联合，资源融合优势明显——港股公司信息更新报告-20210108

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

规模跻身第一梯队，定位智慧城市服务，维持“买入”评级

永升生活服务深耕行业近 20 年，背靠旭辉集团资源优势强大，具备优秀的第三方外拓能力，多业态均衡发展，成长迅速。社区增值服务依靠高客户粘性持续发力，非业主增值服务营收提速明显且毛利率稳步提高。旭辉集团并表后形成联合品牌，协同效应将显著提升。公司基本面持续向好，我们维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80、5.73、8.48 亿元，同比增长 70%、51%、48%；EPS 分别为 0.23、0.34、0.51 元/股，当前股价对应 PE 估值为 74、49、33 倍。维持“买入”评级。

战略并购，价低质优，围绕区域聚焦战略积极推动

1 月 7 日，公司全资附属上海永升与泰兴控股等订立框架协议，上海永升有条件地同意收购目标公司彰泰服务 65%已发行股本，彰泰服务承诺 2020 年净利润不低于 6000 万元，现金代价 4.34 亿元人民币。此次收购性价比凸显，估值对应彰泰服务 2020 年业绩仅 11 倍。彰泰服务是全国百强物业公司，是广西本土的中高端物业服务公司，区域深耕能力强，未来增值服务订单有保障，与公司深耕战略不谋而合；除住宅物业外，彰泰服务也开始持续拓展非住宅业态。此次并购后，永升生活服务可以充分享受彰泰服务在广西区域的地域资源优势，增加项目分布密度；同时公司在增值服务、产品品牌、智慧物业上优势显著，未来可以赋能给彰泰服务，将有效提升其经营业绩。

旭辉集团并表，“地产+物业”双品牌拓展，资源融合优势明显

旭辉集团此前就采用双品牌战略成功收购山东银盛泰，本次并购是双品牌拓展的再一次成功案例。2020 年 5 月旭辉集团对永升生活服务实现并表，“旭辉+永升”联合品牌是公司对外市场化拓展的独特优势。根据 CRIC 百强房企排行榜，2020 年彰泰集团实现销售额 224.5 亿元，销售面积 291.4 万平米，有效保障彰泰服务的内生增长规模。

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。

【传媒：新东方在线(01797.HK)】另辟蹊径抢占下沉市场，K12 业务高成长可期——港股公司首次覆盖报告-20210108

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004

中国领先的在线教育服务商，首次覆盖给予公司“买入”评级

公司为中国领先的综合在线教育服务商。我们认为，在线教育行业景气上行，K12 在线教育市场受疫情催化持续扩容，下沉市场或成为未来主要增量贡献者。公司大力发展东方优播业务，在下沉市场表现亮眼，叠加品牌和教研两方面优势，具备后发制人潜力。我们预测公司 FY2021-FY2023 年归母净利润分别为-13.88/-12.29/-8.99 亿元，对应当前股本 EPS 分别为-1.39/-1.23/-0.90 元，对应当前股价 PE 分别为-17/-19/-26 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

在线教育赛道百舸争流，攻占下沉市场或成突围良机

互联网技术赋能教育，带来更灵活、便捷的学习方式，且家长对于教育的重视程度提升，四千亿在线教育大市场应运而生。疫情期间的“网课潮”助推在线教育渗透率显著提升，其中 K12 领域受益最为明显，超 1.7 亿的目标用户待挖掘价值大，行业天花板高。目前在线教育行业竞争格局仍高度分散，群雄逐鹿，线下老牌机构涉猎线上，纯线上新兴机构逐步崛起，互联网巨头亦加大布局力度。其中，多数机构主要通过广告营销、发放低价课等方式引流获客，但可能面临长期发展瓶颈。未来，下沉市场或将贡献主要增量，低线城市用户已成为在线教育主要潜在用户，仍为蓝海市场的低线城市有望成为各大在线教育机构突围的战场。

差异化定位抢占 K12 下沉市场，“品牌+教研”优势双轮驱动

公司另辟蹊径推出东方优播业务，通过差异化的 OMO 小班教学模式主攻下沉市场，成功满足低线城市高收入人群对优质教育资源的需求。根据东方优播官网的数据，截至 2021 年 1 月 6 日，东方优播已拥有个 282 个校区，学员人数快速增长至超过 600 万。此外，依托于母公司积淀多年的新东方品牌，同时积极通过地推、校企合作等线下推广活动，公司的获客成本低于同业竞争对手，有效解决了多数在线教育平台获客成本高企的痛点。长远来看，公司深耕教研、专注磨课，有望利用优质的教学质量和口碑，在长期的激烈竞争中脱颖而出。

风险提示：行业竞争加剧、K12 业务拓展不及预期、获客成本持续上升等。

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