信义山证 汇通天下

山证策略·A股行业比较周报

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）
李杰 CPA，执业登记编码（S0760520090001）

研究助理：
翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券研究所

2021.1.4

- 本周行业配置：
- 超配：计算机、电子、有色、机械、大金融、汽车、航运、电力新能源、传媒、农业
- 标配：轻工、医药、化工、电力、通信、公用、家电、建筑、食品饮料、煤炭、建材
- 低配：地产、石油、钢铁

- 行业配置上周表现：上周组合绝对回报0.38%，相对沪深300下跌2.98%，主要原因在于A股波动区间超出预期范围。

- 估值：沪深300IAPE持续反弹逼近80分位，上证IAPE在60分位附近持续震荡，上证50IAPE快速上升至80分位附近，创业板IAPE仍在下行趋势，但下行速度有所放缓，中小板处于75分位，月内估值仍在下行。A股内部估值存在较大差异。

- 货币&利率：期限利差继续扩大支撑A股继续向上，注意信用利差对市场后续影响

- 上游：
- 原油价格中枢仍将底部抬升，但短期有调整可能。七大煤炭集团倡议保供稳价，21年坚决压减粗钢产量。
- 板块高景气持续，锂钴产品价格预计继续上涨。

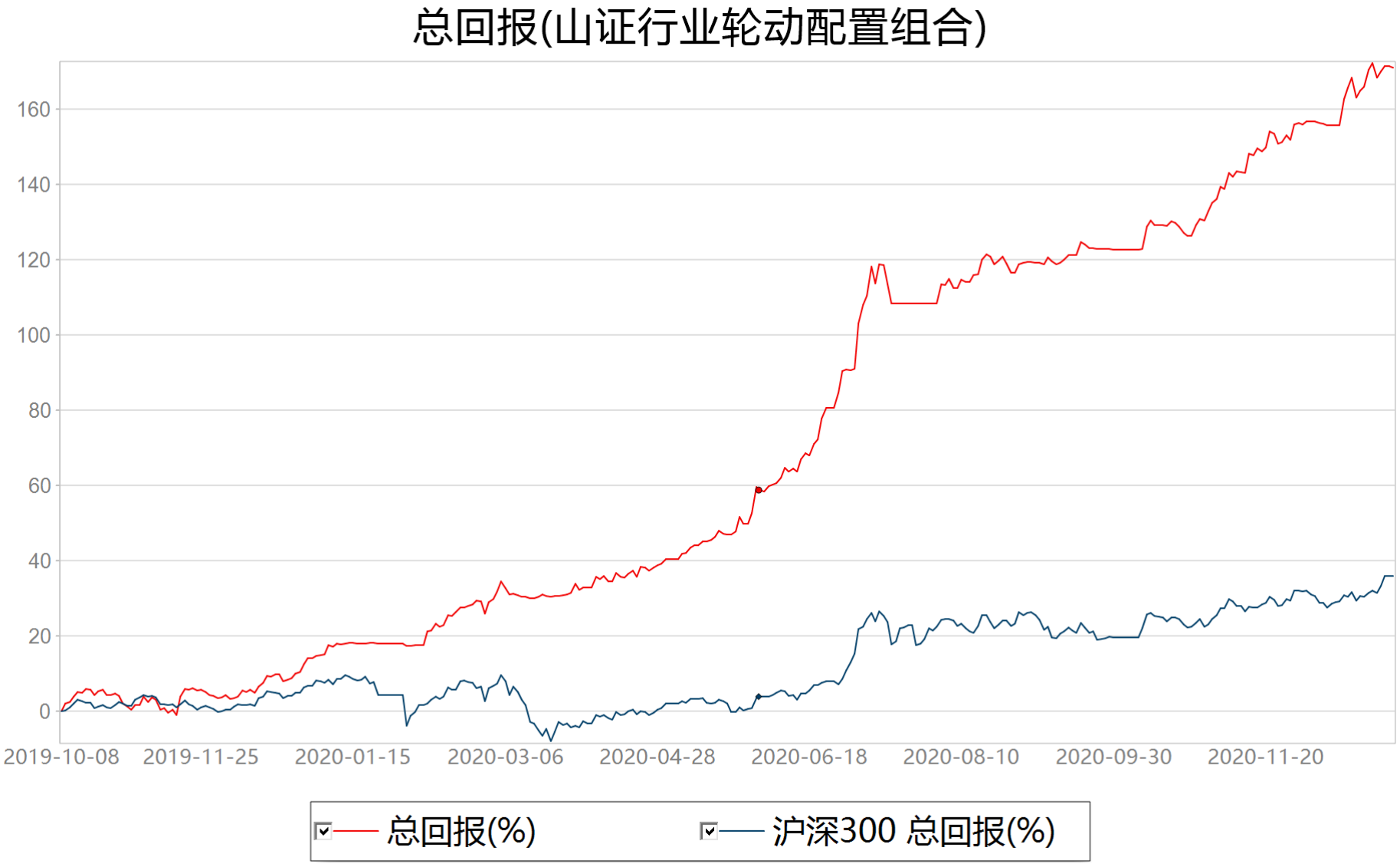
- 中游：
- 供需改善力度减弱致钢价高位回落。建材需求有所下降。
- 美线大幅跳涨，或为1月高运价奠定基础。继续看多锂电+光伏设备。

- 下游：
- 房地产贷款管理制度颁布，居民部门控杠杆进一步深化。11月社零额同比增长5%，升级类消费品表现更优。
- 特斯拉降价订单火爆，新能源补贴退坡约20%。家电内外销延续较高景气，龙头集中度提升。
- 猪价反弹。种植业政策催化有望持续。关注食品饮料中高端细分板块消费升级下的机会。

- TMT：
- 传媒：元旦档期观影人次大幅提升，App Store版号审核力度加强。
- 电子：晶圆价格持续上涨，关注去年Q1低基数效应，半导体、面板持续上行。
- 计算机：AI场景化落地加速，智能驾驶爆发式发展。

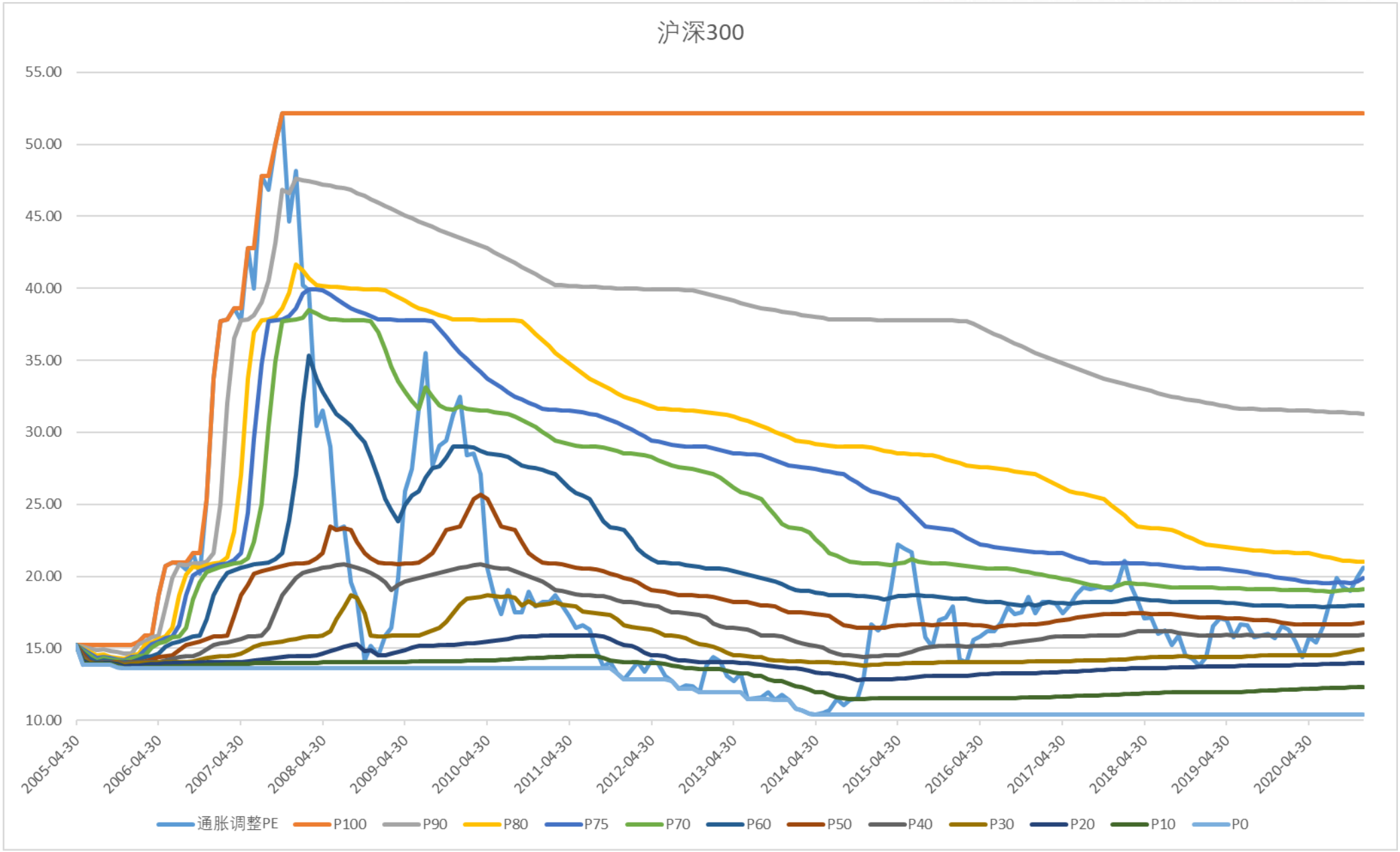
- 风险提示：宏观经济不达预期风险、货币政策不达预期风险、监管政策超预期风险，行业景气度不达预期风险

行业配置（考虑择时）上周组合绝对回报0.38%，相对沪深300下跌2.98%，主要原因在于A股波动区间超出预期范围。



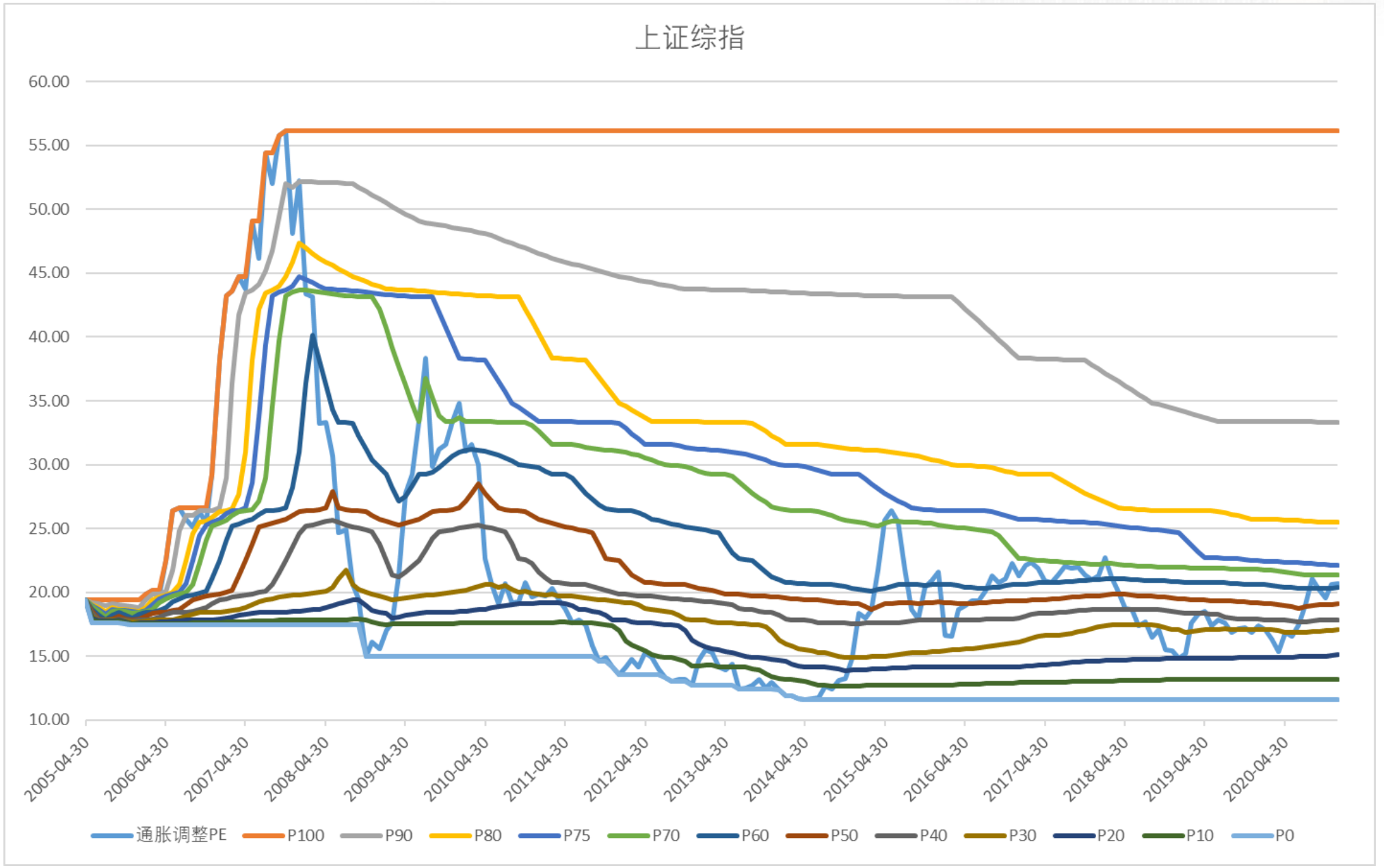
数据来源：Wind、山西证券研究所

沪深300IAPE持续反弹逼近80分位



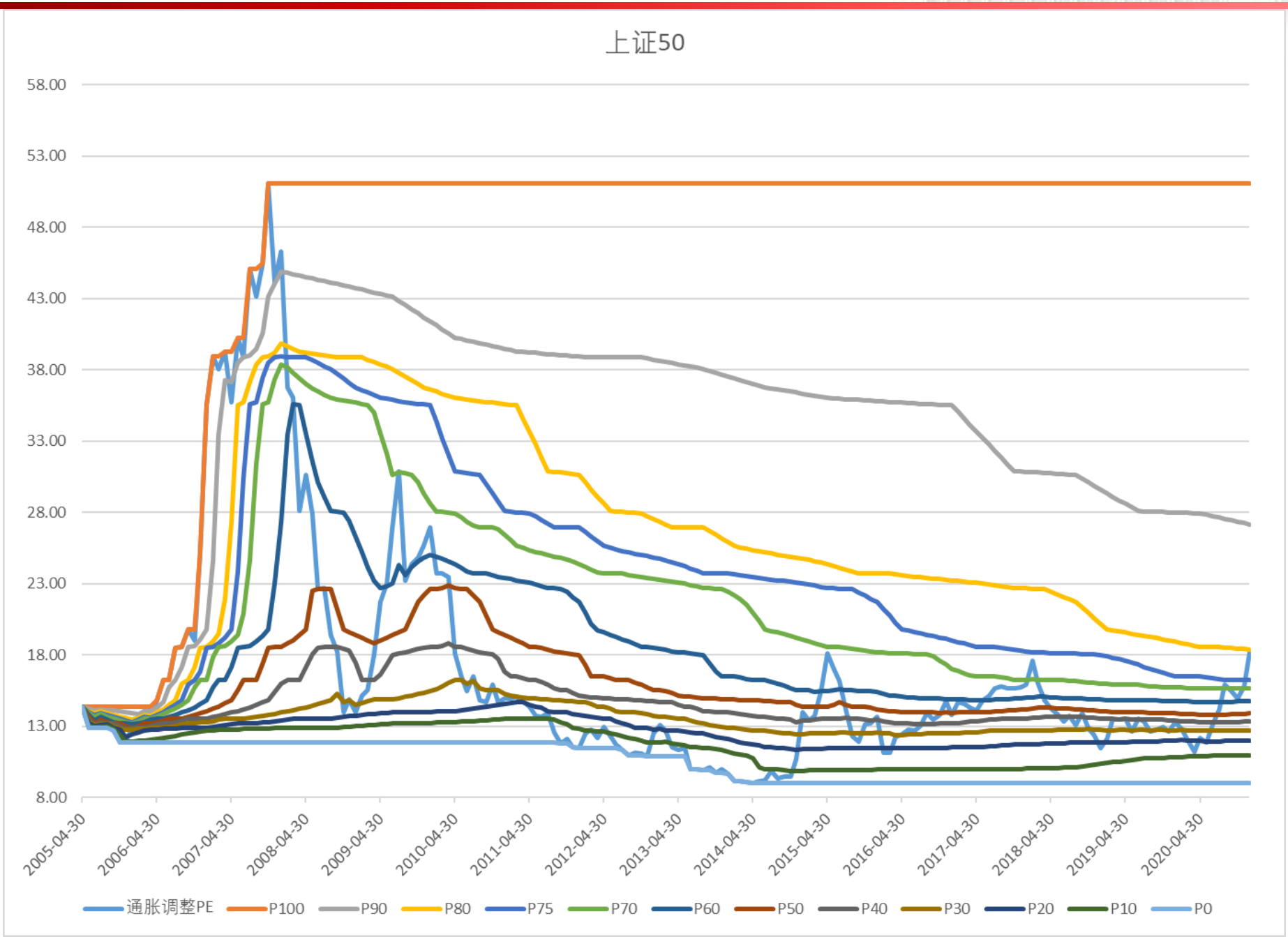
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证IAPE在60分位附近持续震荡



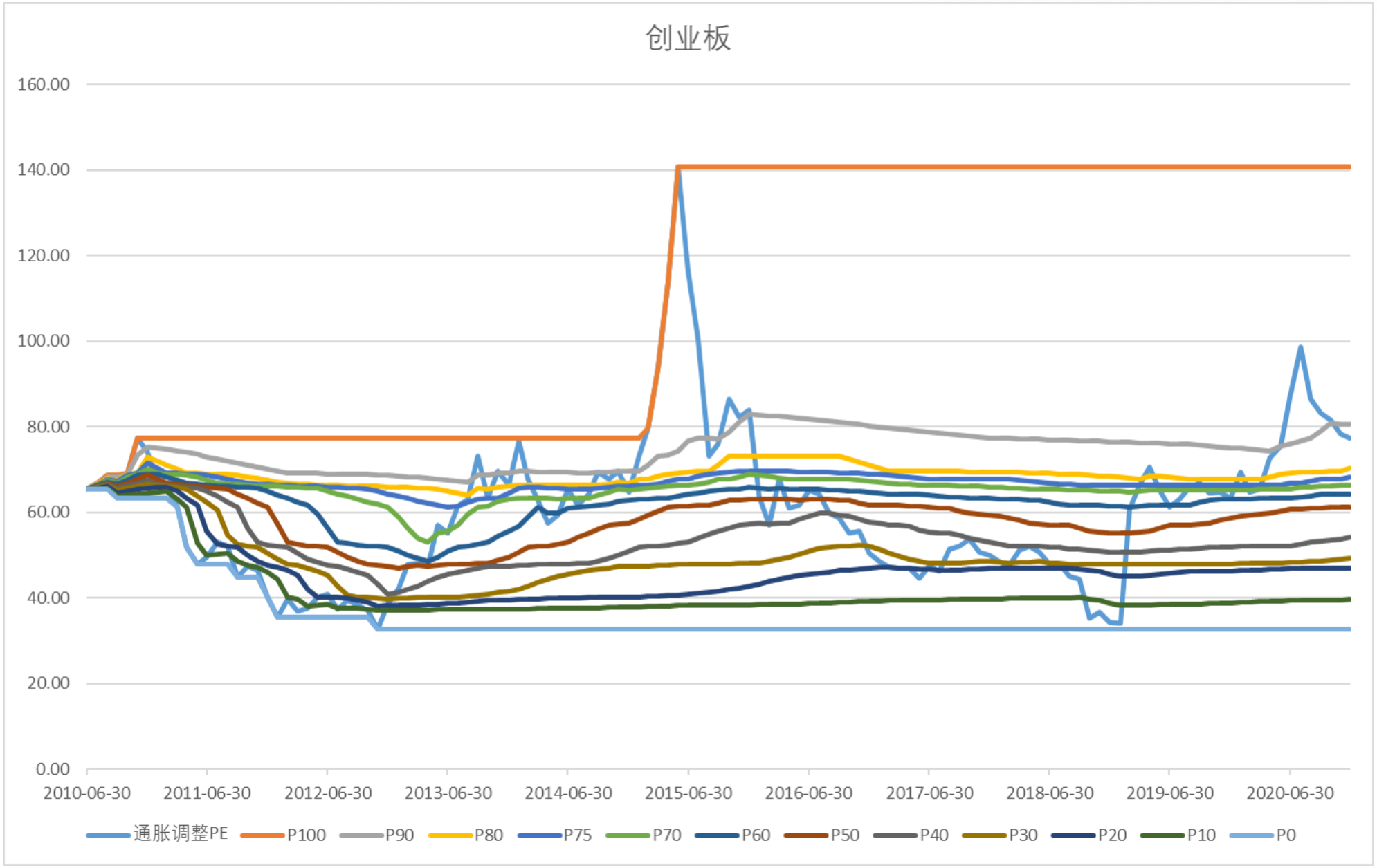
数据来源：Wind、山西证券研究所

上证50IAPE快速上升至80分位附近



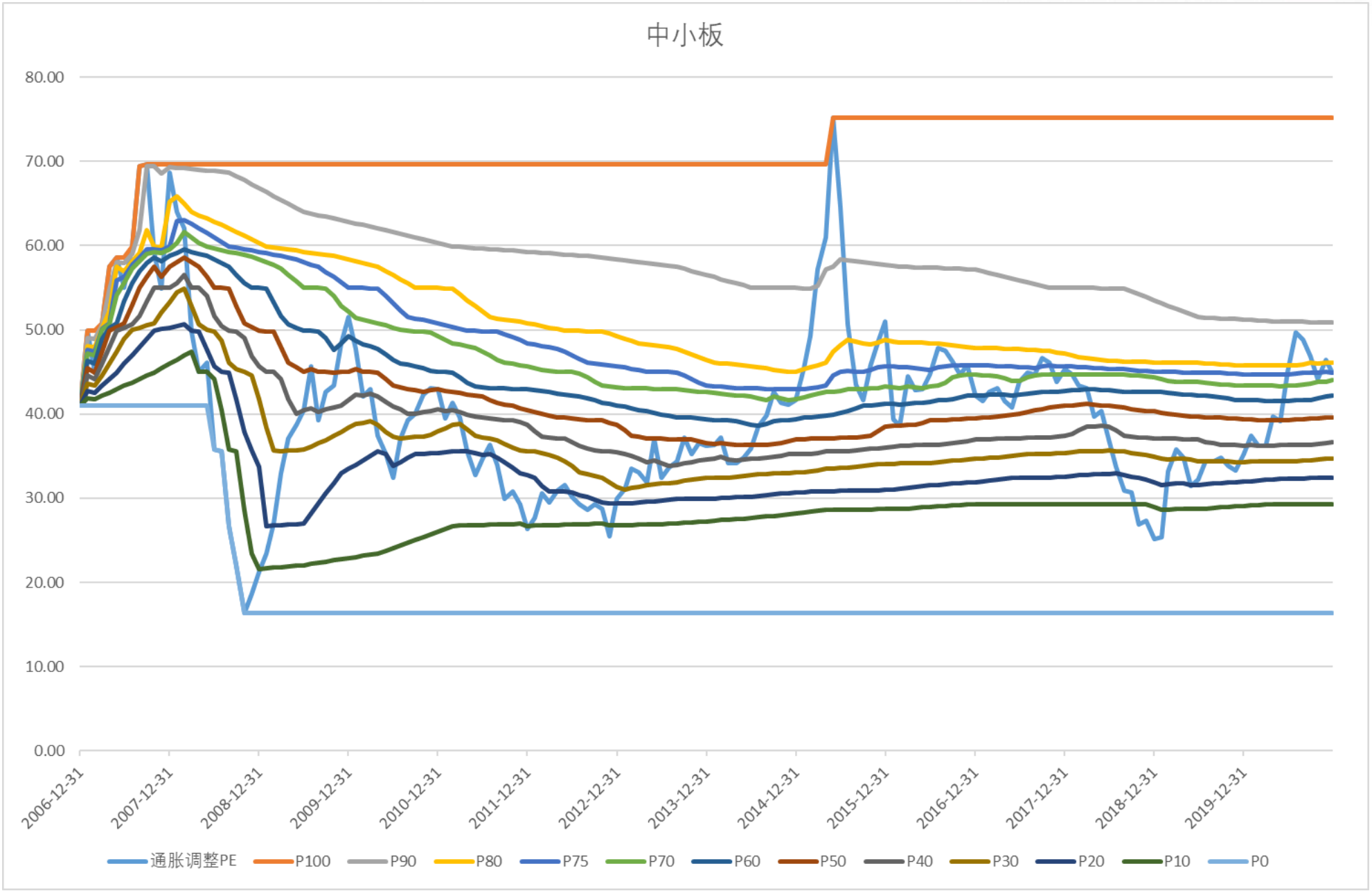
数据来源：Wind、山西证券研究所

创业板IAPE仍在下行趋势，但下行速度有所放缓



数据来源：Wind、山西证券研究所

中小板处于75分位



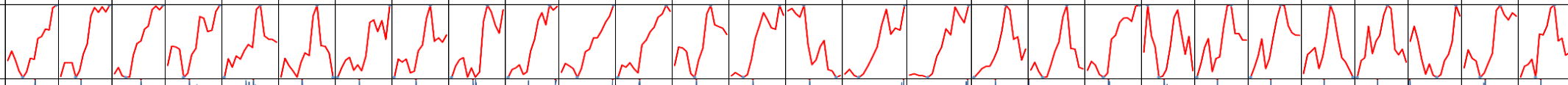
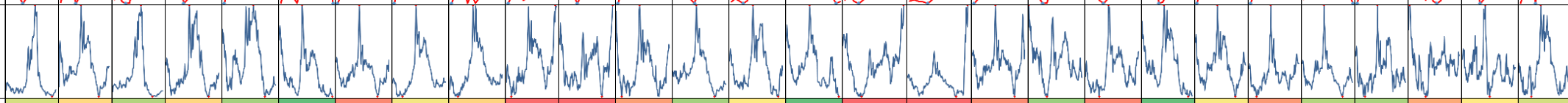
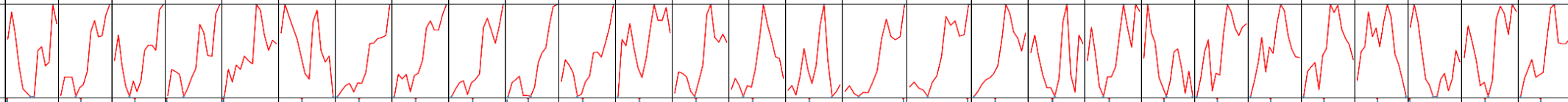
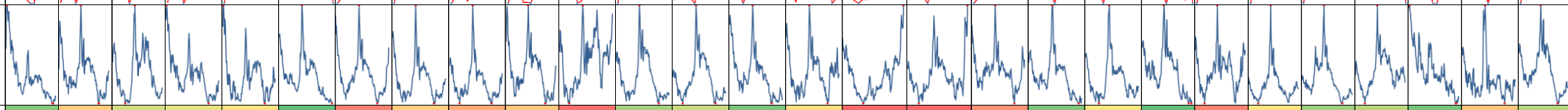
数据来源：Wind、山西证券研究所

A股内部估值存在较大差异

山西证券 SHANXI SECURITIES

山西证券股份有限公司
SHANXI SECURITIES CO., LTD.

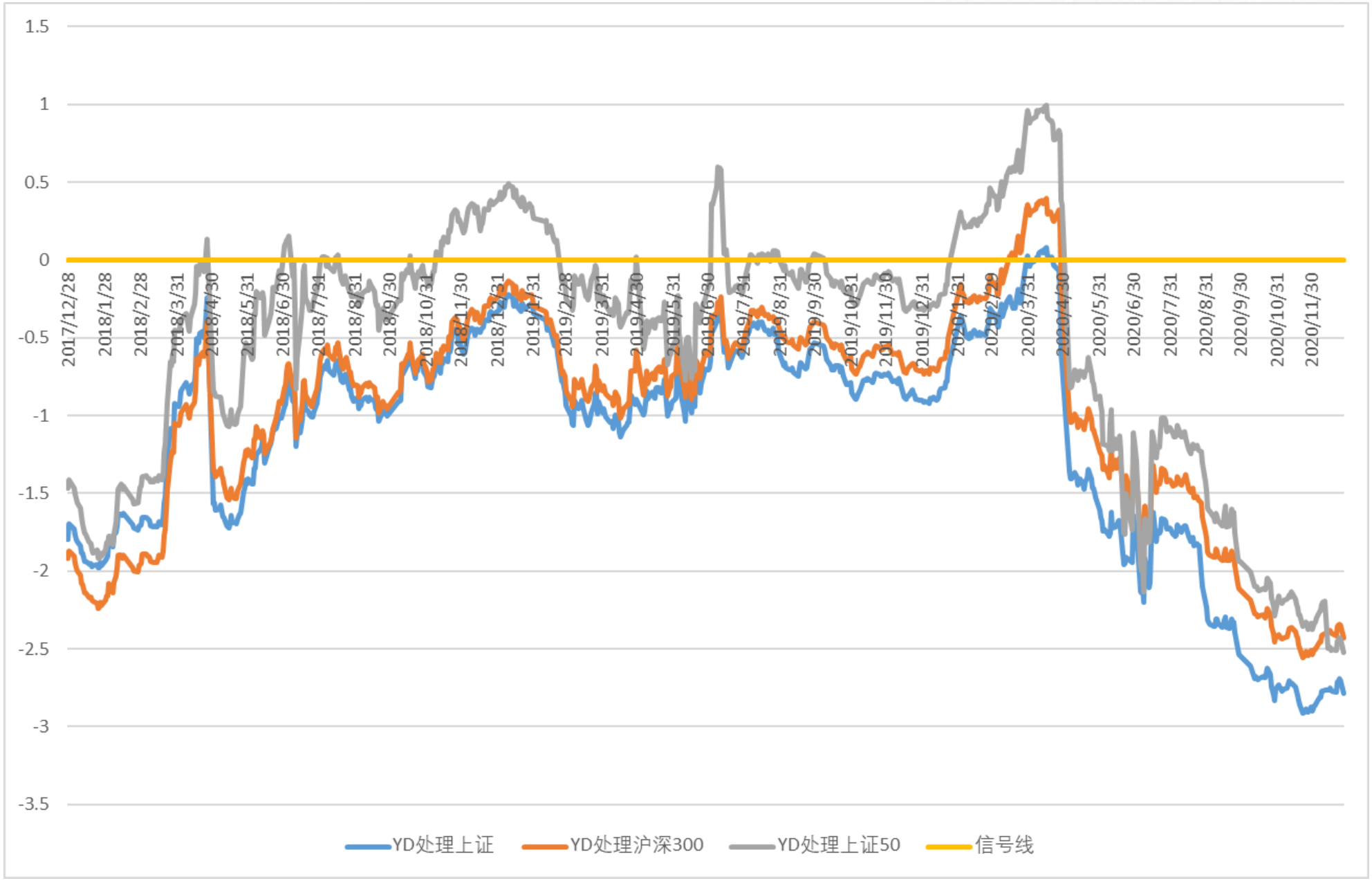
A股行业估值表

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	16.6	30.9	14.6	48.7	14.5	9.0	47.7	30.1	75.4	31.7	28.3	36.8	25.7	27.3	16.0	53.7	164.6	45.4	18.6	24.8	8.6	50.0	70.7	36.2	37.5	7.2	18.7	36.4
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	32.0	28.3	52.8	97.6	60.0	102.3	53.7	164.6	65.8	35.5	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	9.0	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	15.6	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.4	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	40.8%	61.6%	28.3%	62.5%	23.3%	0.0%	89.1%	51.6%	63.3%	99.1%	100.0%	81.6%	23.3%	55.0%	0.8%	100.0%	100.0%	88.3%	20.0%	90.0%	1.6%	53.3%	83.3%	29.1%	25.0%	77.5%	55.8%	40.0%
PB	1.1	2.6	1.0	2.8	2.2	0.8	4.3	2.7	3.7	2.3	4.2	1.8	1.9	1.4	3.6	10.8	7.7	4.8	1.4	1.5	1.1	4.3	4.2	2.5	2.3	0.7	2.0	2.1
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.2	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	10.8	7.7	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.7	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.8	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	10.8%	60.0%	35.0%	40.8%	51.6%	0.0%	90.0%	60.0%	74.1%	62.5%	97.5%	20.8%	31.6%	8.3%	53.3%	100.0%	100.0%	83.3%	9.1%	45.0%	0.0%	89.1%	50.8%	18.3%	26.6%	6.6%	63.3%	25.8%

山证策略
长按识别二维码
公众号：sxzq-yjs

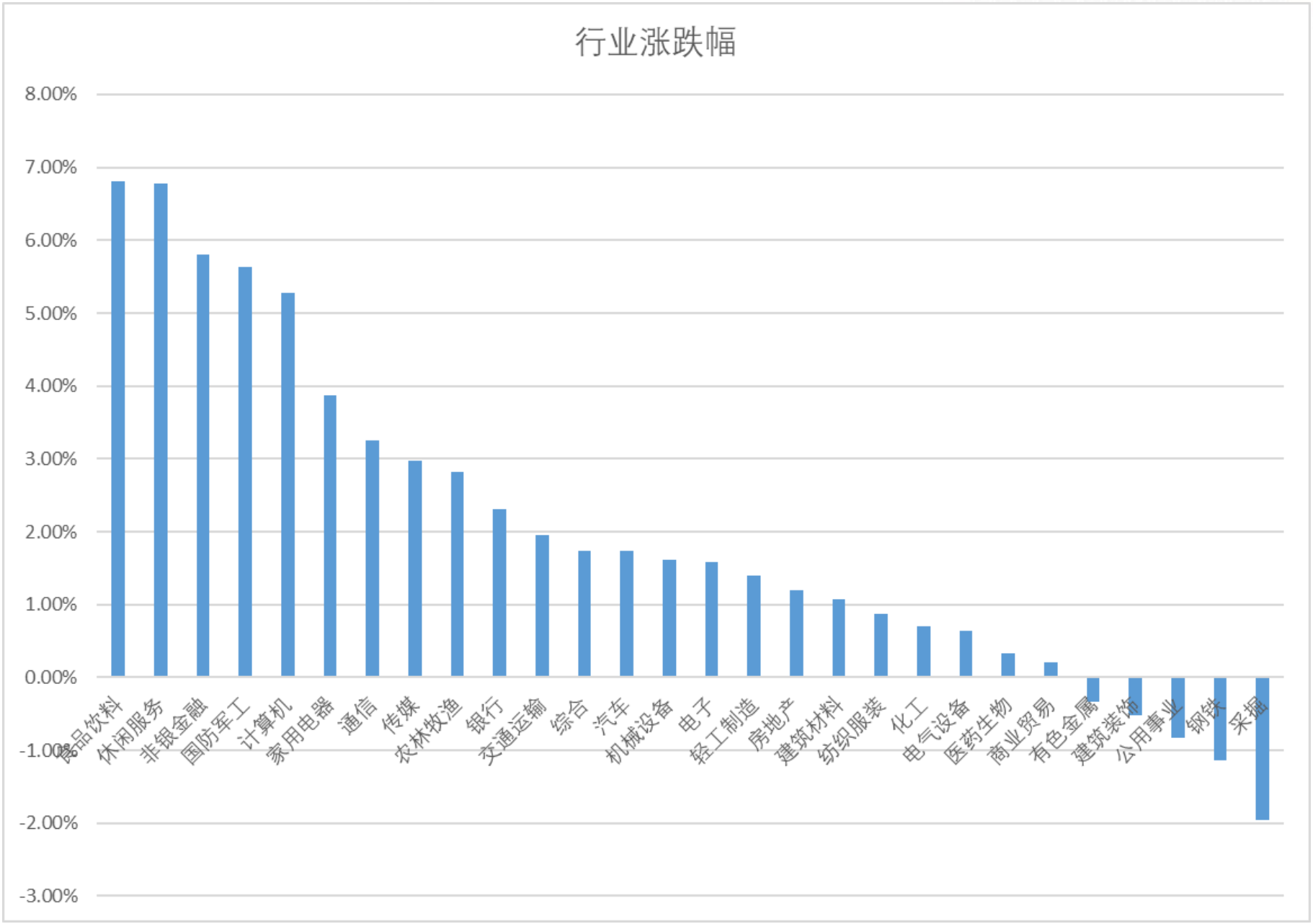
数据截止时间：2020.12.31

数据来源：WIND，山西证券研究所

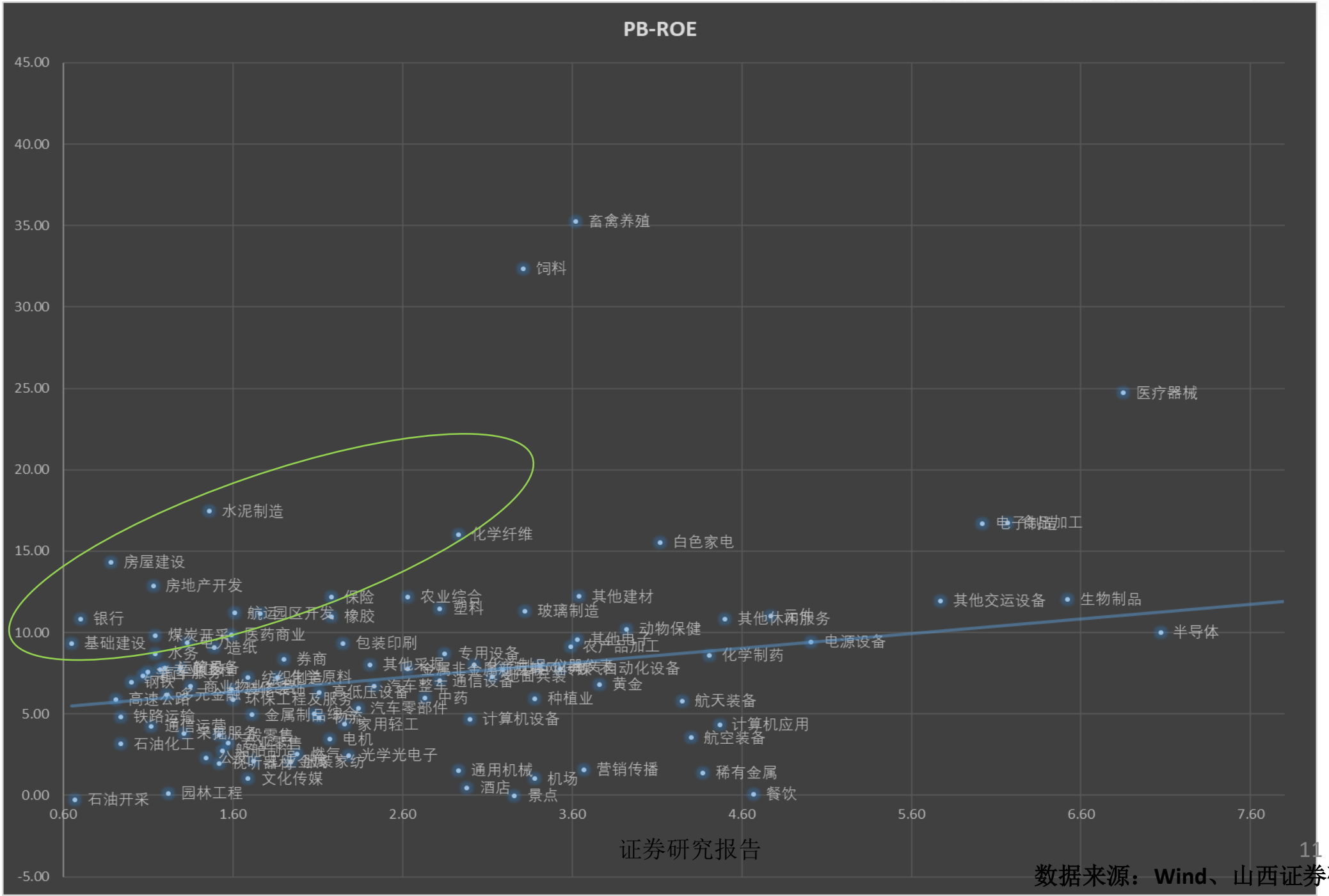


数据来源：Wind、山西证券研究所

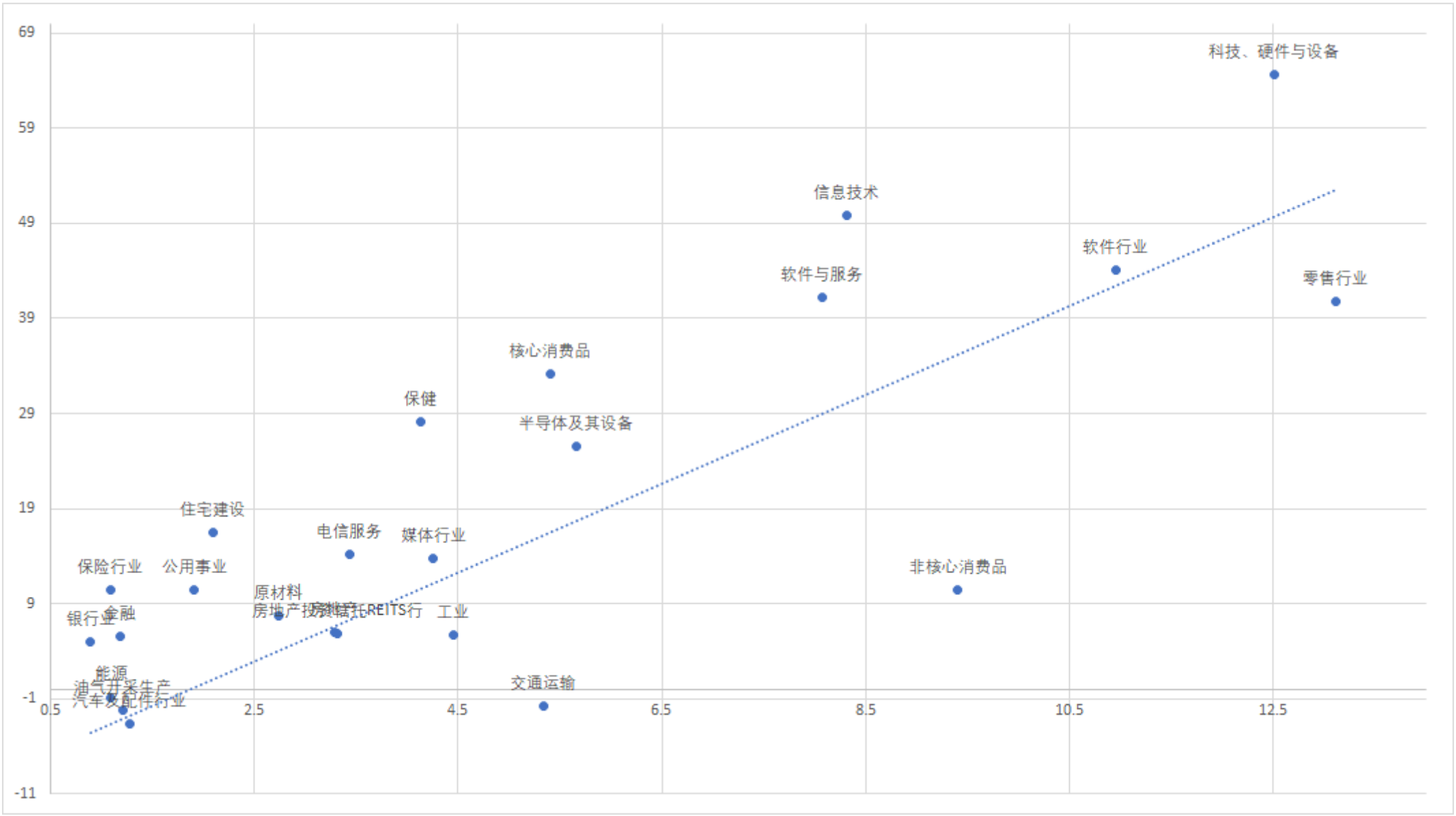
申万行业上周涨多跌少



数据来源：Wind、山西证券研究所



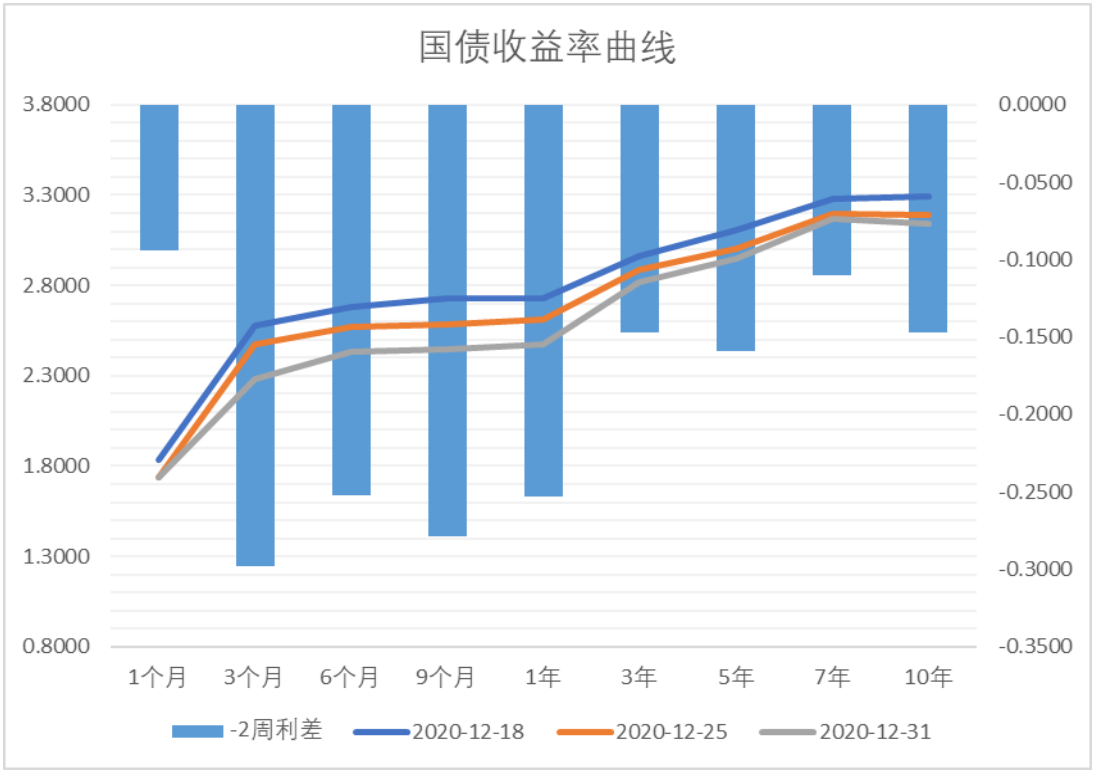
数据来源：Wind、山西证券研究所



数据来源： Bloomberg、山西证券研究所

货币&流动性

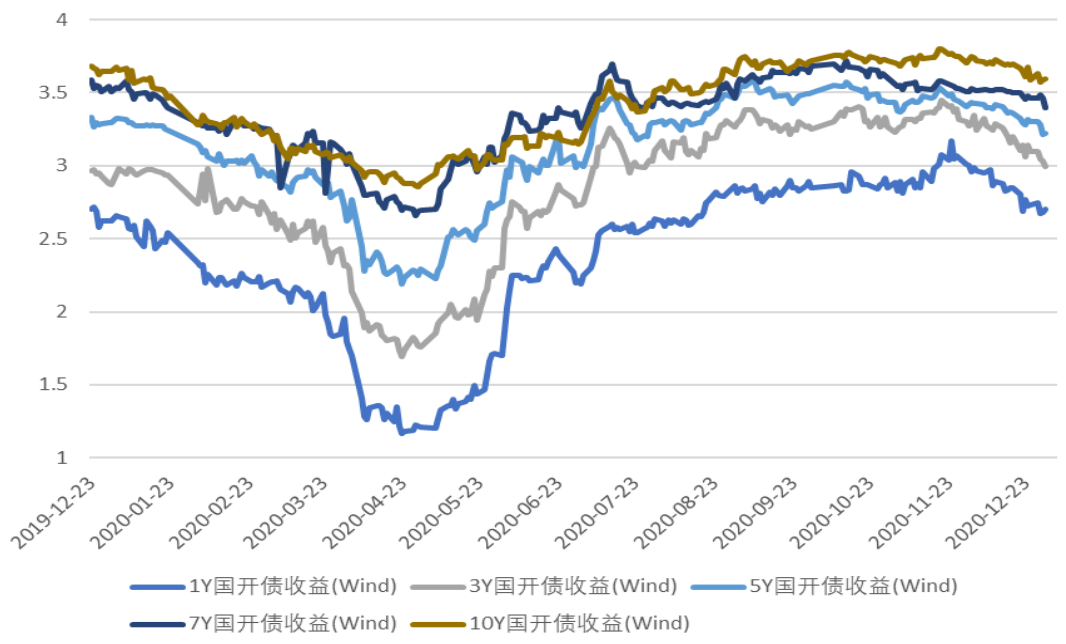
- 数据截止至2020/12/31，利率曲线整体再度下移，跨年流动性得到持续释放，短期利率下行幅度较长端更快，期限利差再度扩大，出现做多信号，短期流动性支撑下我们认为A股仍将维持强势。在期限利差持续扩大、流动性宽松的背景下预计短期顺周期、消费、科技成长等板块俊辉有所表现。
- 央行上周公开市场净投放950亿元，连续第二周净投放，监管层维稳跨年流动性特征较为明显。
- 短期期限利差扩大表明1.市场对经济前景仍相对看好。2.短期流动性充裕。因此市场短期做多情绪较重，策略上应适当提升仓位。但是要注意的是近期信用利差开始加速扩大，估值上限预计将有所下移。



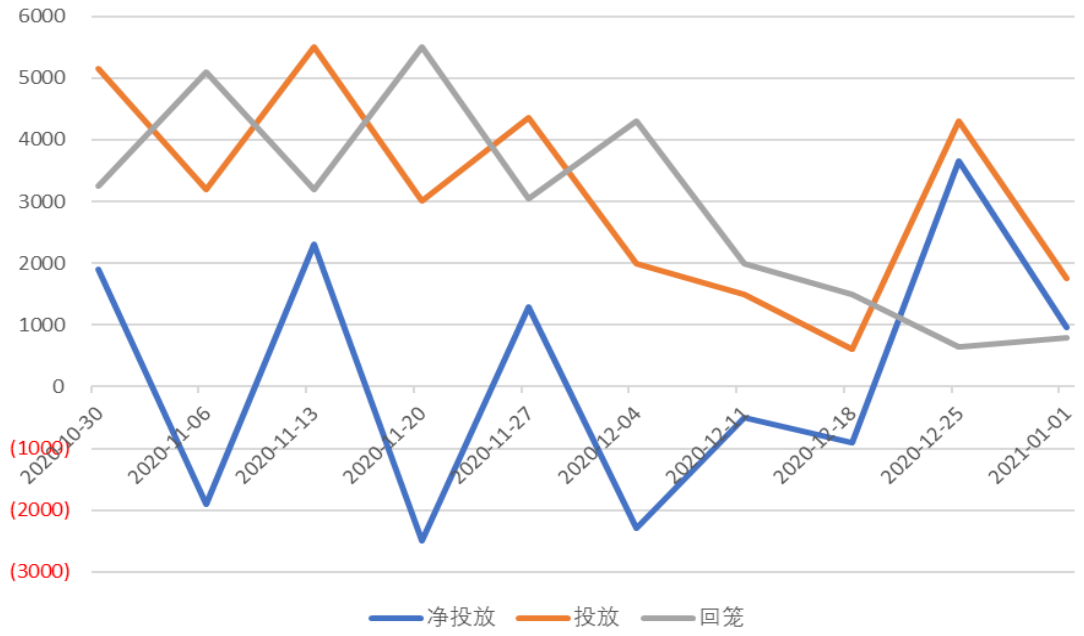


数据来源：Wind、山西证券研究所

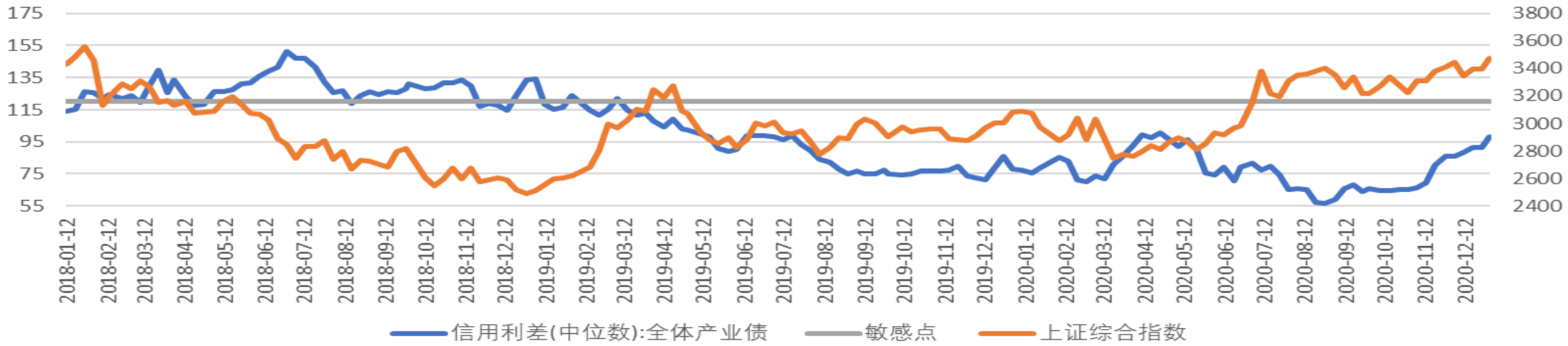
国开债



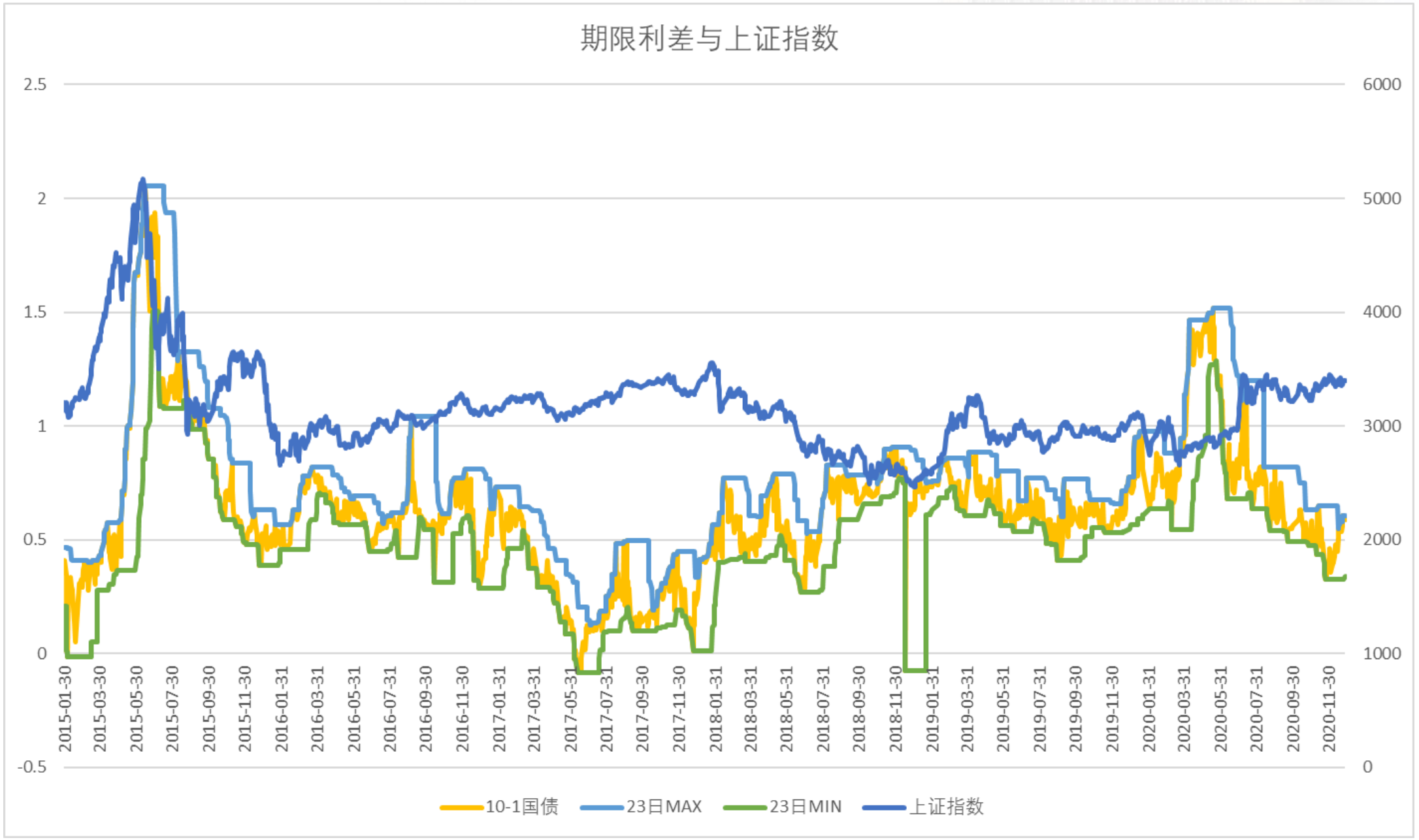
公开市场操作



信用利差&A股



数据来源：Wind、山西证券研究所



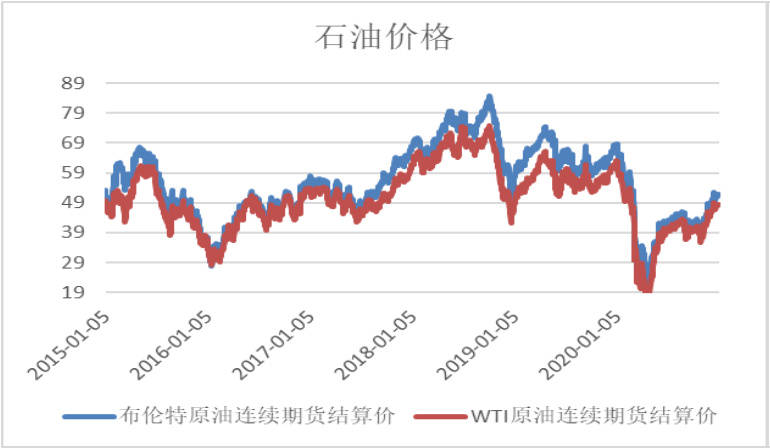
数据来源：Wind、山西证券研究所

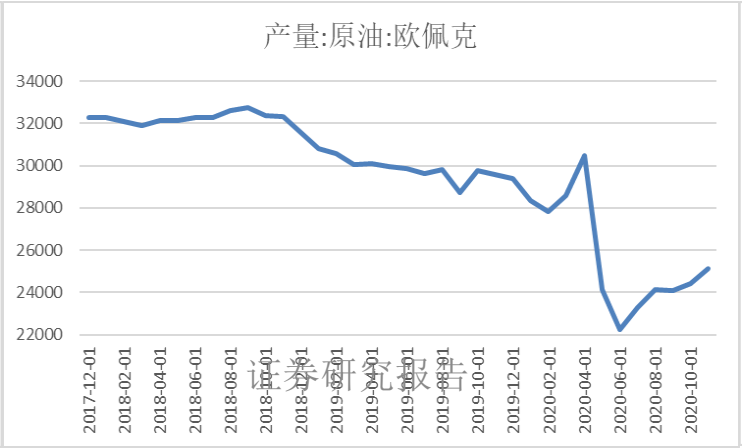
上游行业高频数据

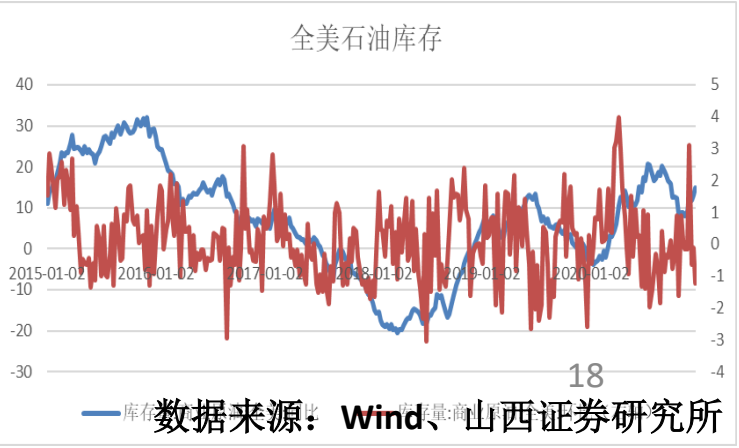
- 原油：本周WTI收于48.52美元，环比+0.40美元；BRENT收于50.7美元，环比-0.78美元。原油价格短期继续处于疫情发酵与流动性的博弈中，我们仍然维持2021年上半年原油价格中枢底部抬升的观点。但是短期我们认为存在调整的风险。EIA12月25日当周商业原油库存环比-606.5万桶，前值-56.2万桶。其中库欣原油环比+2.7万桶，前值-2.6万桶。汽油库存环比-119.2万桶，前值-112.5万桶。本周炼厂开工率+1.40%至79.4%。美国原油库存下降，净进口量环比减少。本周美国产量1100万桶/天。本周美国净进口数据环比-31%。截至12月30日当周，美国活跃石油钻机数环比+3部至267部。

- 特朗普签署9000亿美元新冠纾困方案。12月28日联邦财政延续临时拨款到期之前，特朗普签署了包括9000亿疫情纾困计划在内的拨款法案，从而避免了28日之后可能发生的联邦政府部分机构的关门危机。从纾困规模看，小于3月份计划规模。美国疫情态势进一步恶化。1月1日，约翰斯·霍普金斯大学公布的数据显示，美国新冠肺炎确诊病例超过2000万例。尽管已经开始接种疫苗，但是美国疫苗的分发速度低于预期。根据环球网报道，美国日均接种12.5万人次，3.3亿人接种全部完成需要7.2年。

- 关于1月4日OPEC+会议。俄罗斯能源部长诺瓦克此前表示，俄罗斯将在1月的会议上支持2月逐步增产50万桶/天的方案。50万桶/天的增产量对当前供需平衡而言并不是致命的，但是可能会放缓原油上涨的动能。



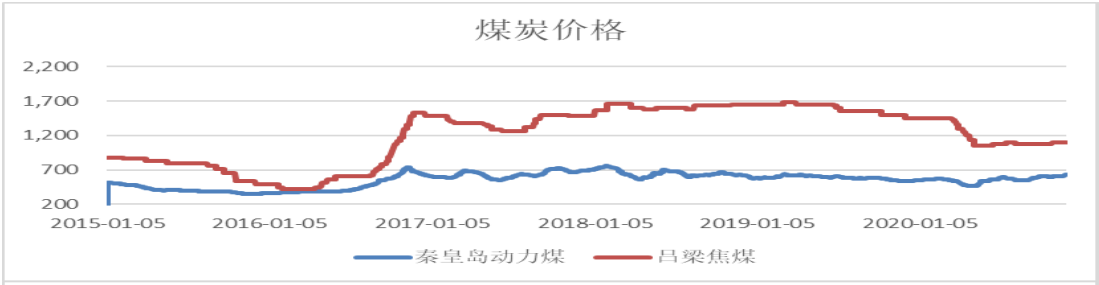


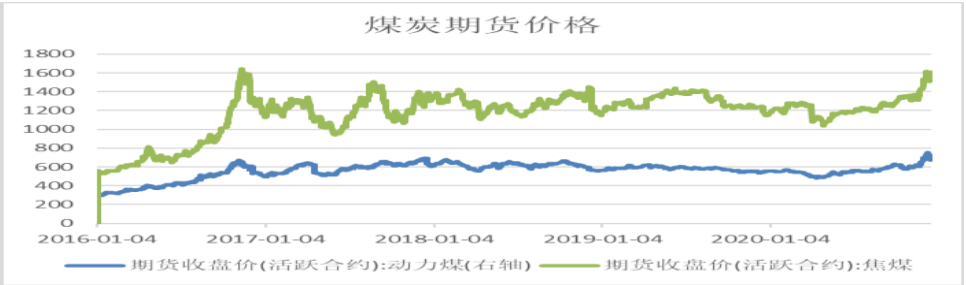


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 港口库存回升、电厂库存仍降，CCTD现货价格停更。（1）据CCTD，近期动力煤市场持续出现剧烈的异常波动，本着对市场负责的态度，经研究，自2020年12月30日起暂停发布CCTD环渤海动力煤现货参考价。（2）煤炭资源网：截至12月30日，榆林5800、鄂尔多斯及大同5500大卡指数环比上涨11/17/13元/吨。（3）截至12月31日，北方四港合计库存1318万吨，环比持续回升，较上周106万吨，同比-138万吨。沿海八省电厂日耗233.2万吨，同比/环比18.6%/-1.2%，库存2300万吨，同比/环比-18.1%/-5.6%。我们认为，随着气温降低，电厂日耗维持高位、库存持续下降，叠加下游水泥、化工及北方冬储等需求较好，支撑煤价高位运行。供给方面，本周鄂尔多斯煤炭外销量环比继续下降，岁末年初产地安全检查形势趋严或依然压制供给，后续需密切关注电厂煤耗及库存变化、港口库存变化及生产端和进口煤政策变化情况。
- 21年坚决压减粗钢产量，煤焦价格仍维持高位运行。（1）28-29日召开的全国工业和信息化工作会议指出，2021年围绕碳达峰、碳中和目标节点，实施工业低碳行动和绿色制造工程，坚决压缩粗钢产量，确保粗钢产量同比下降。2020年前11月，生铁/粗钢产量8.1/9.6亿吨，同比4.2%/5.5%，年化产量8.9/10.5亿吨。（2）本周京唐港山西产主焦煤提涨30元/吨至1650元/吨，累计提涨240元/吨。我们认为，焦炭去产能不断落地，而高炉开工率未见明显下滑，焦炭短期供需仍偏紧，支撑焦炭价格。但考虑到采暖季环保限产后期或逐步严格，同时21年将坚决压减粗钢产量，全年需求或有所下滑。叠加供给端焦炭新建产能逐步投产，焦炭供需紧张状态有望逐渐缓和，需关注产量及库存情况。焦煤方面，新增对蒙口岸后期或有效缓解焦煤进口受限态势，但焦煤供给局面短期仍偏紧，同时下游焦炭连续提涨落地，焦煤价格不断回升，后续仍需关注主产地山西地区开工、蒙煤进口及焦化限产落实情况。





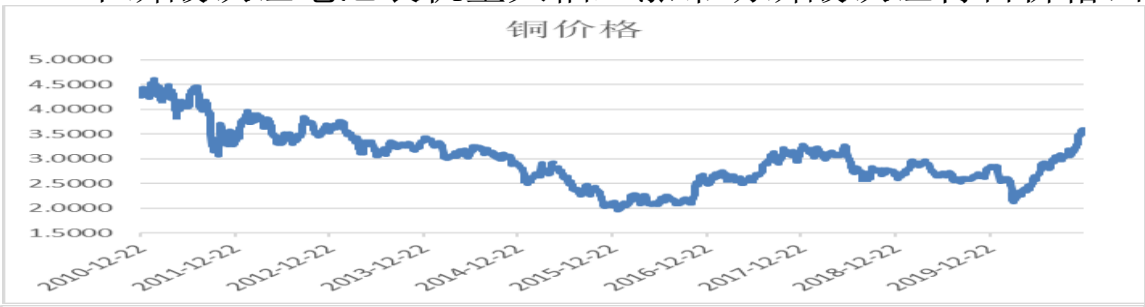


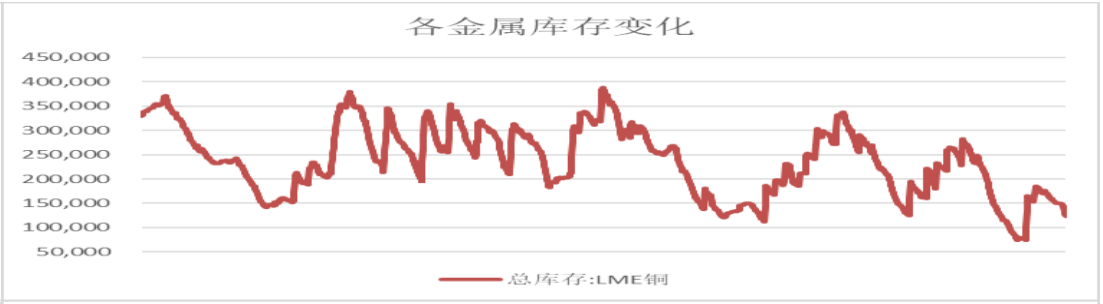


证券研究报告

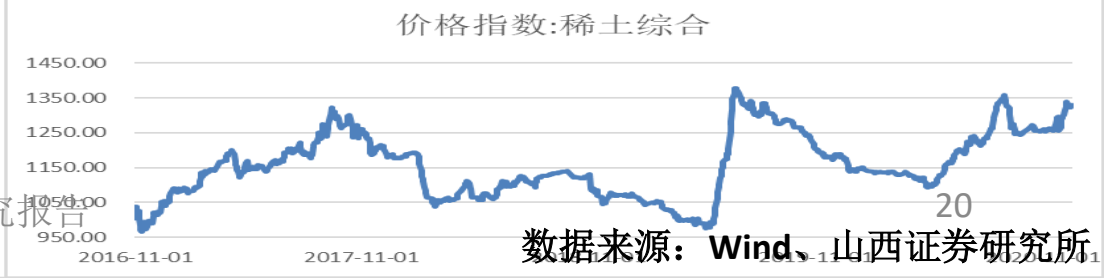
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 新能源汽车产业链高景气行情预计持续，在下游采购需求持续走强拉动下，锂钴镍相关原材料价格预计继续上行。当前钴价上涨刚刚启动，板块更具配置价值，同时锂价上涨有望超预期并带动板块持续走强。
- 上周国内钴产品价格全面上涨。上周MB标准级钴价收报15.60美元/磅（中间价），MB合金级钴价收报15.73美元/磅（中间价），钴中间品价格收报12.55美元/磅，周内价格均不变。钴粉价格收报29.45万元/吨，周内价格上涨1.7%。氯化钴价格收报6.65万元/吨，硫酸钴价格收报5.70万元/吨，周内价格分别上涨2.3%和1.8%。国内电解钴价收报27.40万元/吨，周内价格上涨3.00%，四氧化三钴价格收报21.10万元/吨，周内价格上涨1.2%。受春节备货影响，钴产品采购需求持续走强，新能源领域消费拉动作用尤其显著，价格继续看涨。
- 上周锂产品价格上涨。上周工业级碳酸锂价格收报4.85万元/吨，电池级碳酸锂价格收报5.20万元/吨，周内价格分别上涨5.4%与4.0%。锂辉石价格收报405美元/吨，周内价格上涨1.3%。金属锂价格收报48.50万元/吨，国内单水氢氧化锂价格收报4.90万元/吨，与上周价格持平。氢氧化锂出口价格收报9.05美元/公斤，上涨1.1%。上周锂产品价格延续大涨趋势，当前行业供应仍紧张，同时锂精矿原料价格上涨有加速态势，料将推动国内锂盐价格继续上行。
- 上周正极材料价格普涨，磷酸铁锂价格涨幅较大。上周三元523、622、811材料价格分别收报11.35万元/吨、12.85万元/吨、17.75万元/吨，周内价格分别上涨2.7%、2.4%、1.1%。钴酸锂、磷酸铁锂、锰酸锂价格分别收报22.75万元/吨、3.80万元/吨、3.50万元/吨，周内价格分别上涨0.9%、10.1%和1.4%，三元前驱体523、622价格分别收报8.30万元/吨、9.35万元/吨，周内价格分别上涨1.8%、3.3%。上游原材料价格上涨顺利向下游传导，其中磷酸铁锂电池装机量大幅上涨带动磷酸铁锂材料价格出现快速上涨。



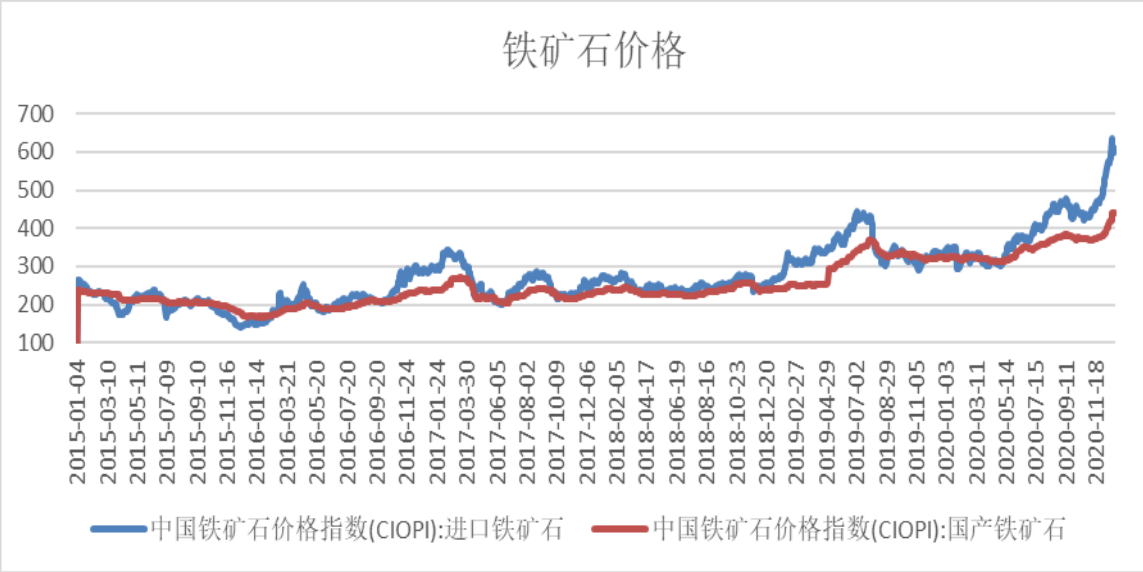






证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所





数据来源：Wind、山西证券研究所

中游行业高频数据

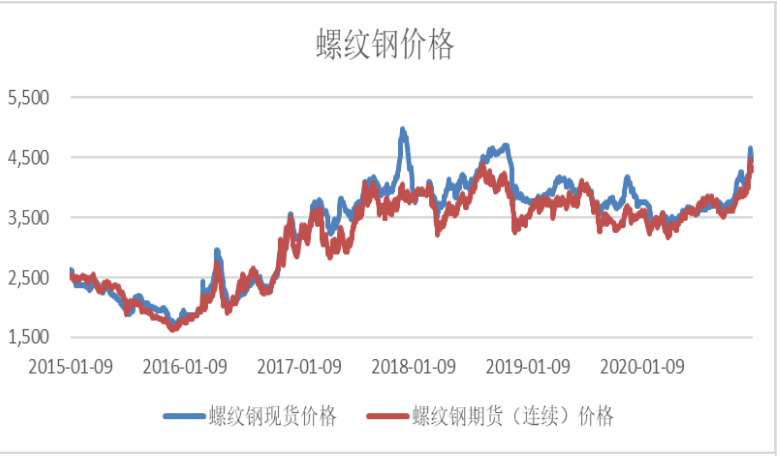
- 供需：上海市场终端线螺周采购量环比大幅下降、全国高炉开工率环比微升。需求：根据西本新干线数据，本周上海市场终端线螺周采购量为2.15万吨，环比降16.02%；供给：截至20年12月31日，本周全国高炉开工率为67.54%，环比升0.41PCT；唐山钢厂高炉产能利用率为80.24%，环比降0.09PCT。

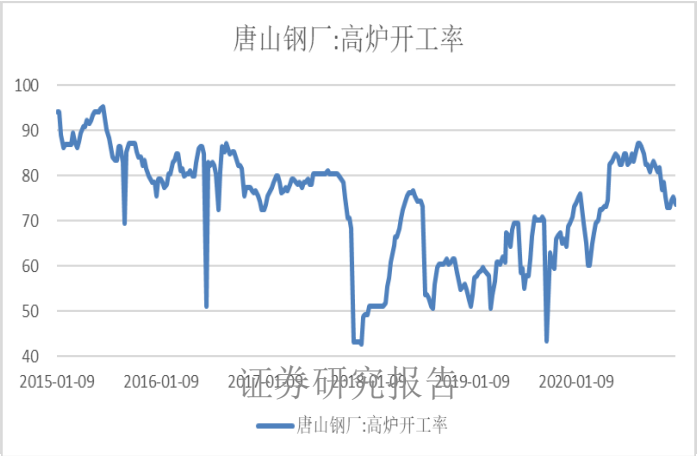
- 钢材库存：社库、厂库均环比明显上升，关注冬储情况。据Mysteel数据，截至20年12月31日，本周钢材社会库存843万吨，环比升1.81%，同比升9.17%。厂库存为525万吨，环比升9.49%，同比升15.73%。总库存1368万吨，环比升4.63%，同比升11.60%。

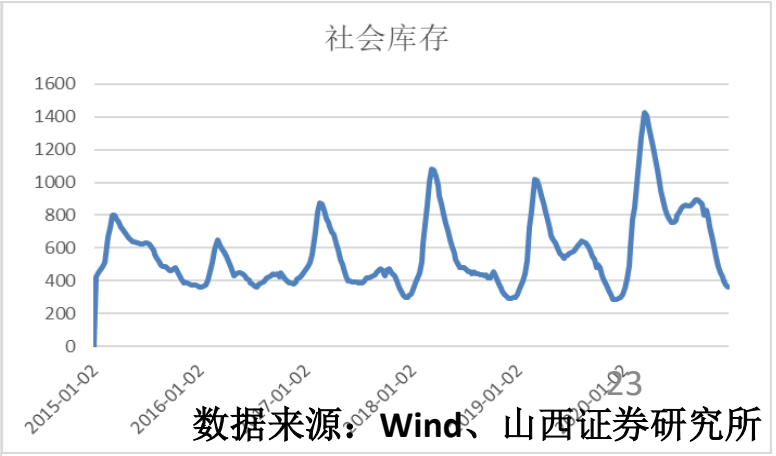
- 成本：进口铁矿石、焦炭、废钢价格环比分别明显下跌、明显上涨、小跌，长、短流程成本均环比微降。铁矿石：本周发货量、到港量环比分别大升、大降，港口库存微升，进口矿价环比明显下跌。焦炭及废钢：焦炭、废钢价格环比分别明显上涨、小跌。长、短流程成本均环比微降，各地区长流程螺纹钢和热卷成本以微升为主。

- 钢价：普钢综合价格指数明显下跌，各品种钢价均全面下跌。截至20年12月31日，普钢综合价格指数为4693元/吨，环比下跌2.82%。

- 盈利：长流程钢材毛利降幅超短流程，长流程螺纹和热卷毛利均环比下降。本周小型、中型、大型钢厂盈利面分别持平、持平、明显下降。







证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 水泥价格维稳，平板玻璃价格继续上涨。
- 截至2020年12月31日，全国水泥均价455元/吨，环比上周持平，同比去年下跌15.5元/吨；水泥库容比50.56%，环比上周下降1.06pct，同比去年下跌1.19pct；水泥出货率59.26%，环比下降6.62pct，同比下降4.51pct。12月底受大范围降温和降雪影响，国内水泥市场需求提前减弱，不同地区企业出货率下降5%-30%不等；同时因有环保管控、限电以及错峰生产等措施执行，水泥供给被抑制，企业库存持续处于低位，淡季前无清库压力，维护水泥价格保持稳定，部分地区有望平稳至春节前期。
- 截至2020年12月31日，全国白玻均价2249元/吨，环比上周上涨34元/吨，同比去年上涨581元/吨；产能利用率为83.85%，环比上周持平，同比去年提升1.5pct；在产玻璃产能97722万重箱，环比上周持平，同比去年增加5112万重箱；行业库存2519万重箱，环比上周减少32万重箱，同比去年减少1313万重箱；库存天数9.41天，环比上周减少0.12天，同比减少5.59天。月初以来玻璃现货市场总体走势良好，呈现典型的淡季不淡的特点，生产企业库存继续去化，终端市场需求始终保持较好的水平。根据玻璃信息网，10月下旬以来有七八条以上的浮法玻璃生产线转产其它产业玻璃，供给总体偏紧。加之上个月以来终端市场需求较好，各个地区赶工订单不减，同时外贸出口加工订单也有较好的表现。在供需产生剪刀差变化的作用下，本月以来现货价格表现远超出之前的市场预期，同时生产厂家库存去化程度较好。预计随着气温的调整，全国终端市场需求将呈现北稳南强的格局，现货价格在高位震荡为主。



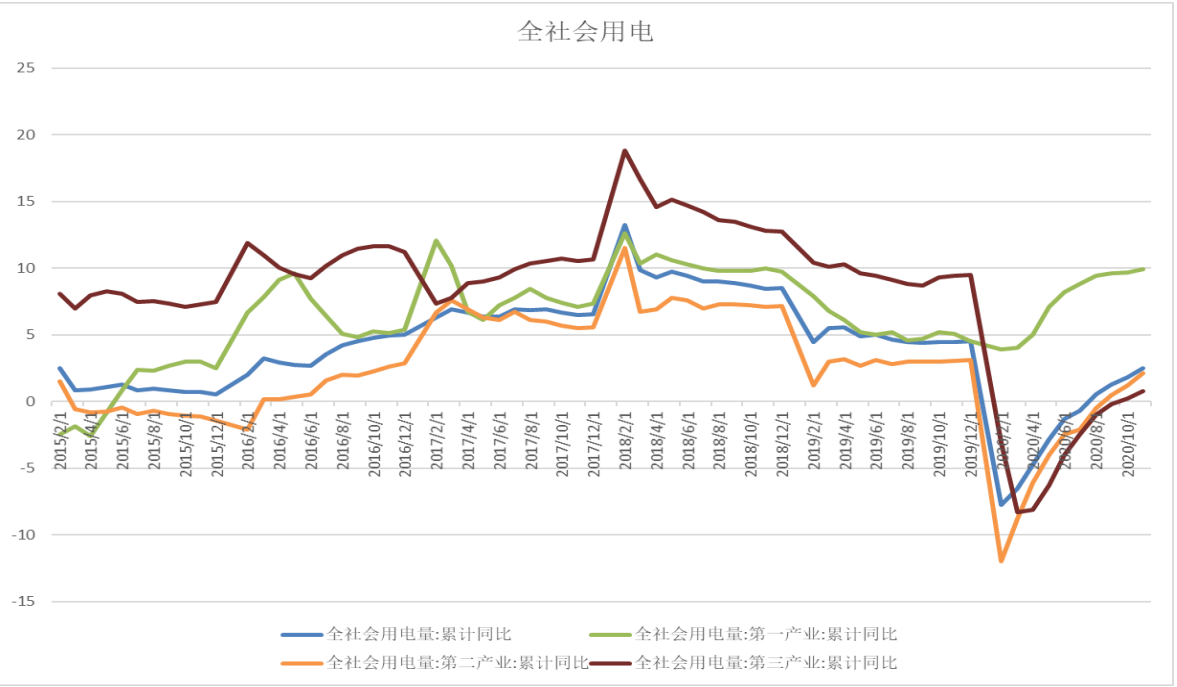


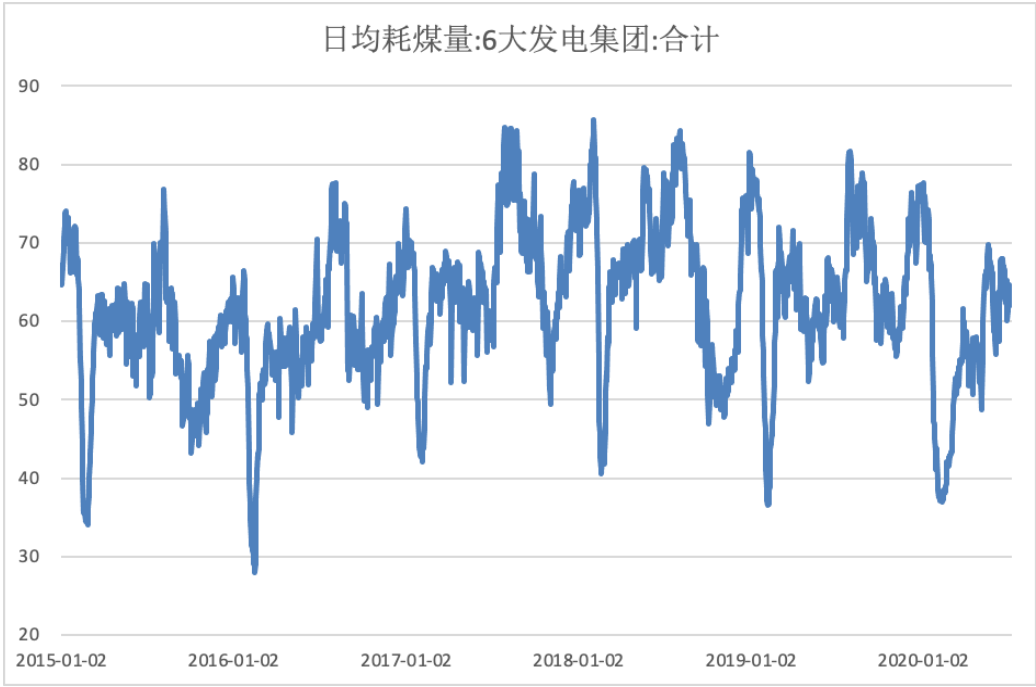
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 11月用电量同比增长9.4%，单月增速创30个月新高，体现内外需向好与气温偏低影响，预计12月局部省份限电难阻用电增速继续较快增长。火电前三季度业绩基础坚实，短期煤价上涨料不改全年低估值高股息率预期的吸引力，龙头公司加码风光优化业绩成长性与估值体系。水电丰水年支撑业绩与派息；全球低利率环境下，类债核心资产的估值有望提升。

- 11月单月用电量增速创近30个月新高。2020年前11月，全社会用电量66，772亿kWh，同比增长2.5%，增速较前10月增加0.7个百分点；11月单月用电量6，467亿kWh，同比增长9.4%，增速较10月用电增速6.6%增长2.8个百分点，并创下2018年5月以来新高。其中一产、二产、三产及居民增速分别为12.9%/9.9%/8.1%/7.3%，环比10月增速分别提升2.0/2.3/4.3/3.3个百分点。我们认为11月用电量高增的主因是国内经济较为景气、海外疫情形势依然严峻导致我国出口订单持续旺盛、气温偏低进一步推升采暖用电需求。四大高耗能行业中。11月黑色/有色/非金属/化工用电增速分别为9.0%/11.1%/12.1%/11.1%，增速环比10月分别变动-3.5/+2.2/-3.5/+1.6个百分点，非金属用电增速连续7个月领跑高耗能行业。

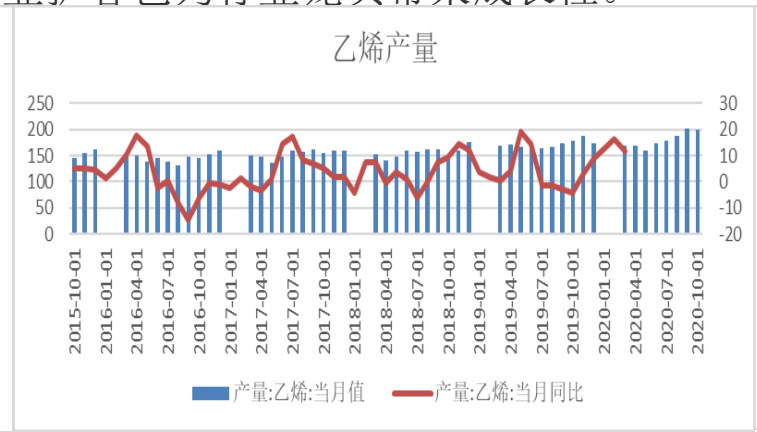


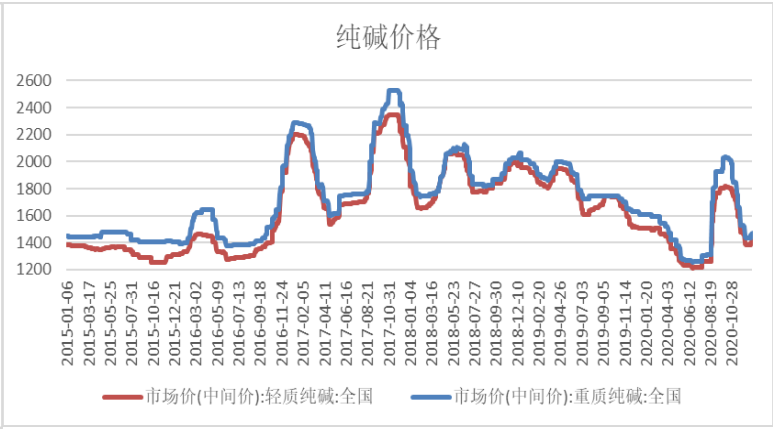


数据来源：Wind、山西证券研究所

- 重点化工品跟踪：本周对于我们监测的化学品，本周涨幅前五的产品VA(42.9%)、VC(14.3%)、三氯乙烯(13.0%)、VE(10.2%)、丙二醇(9.4%)。本周主要维生素产品（VA、VC和VE）均呈现大幅上涨，其中VA报价由255元/千克大幅提高至350元/千克，主要由于市场内库存基本消化完毕，现货紧张的同时，百川资讯消息称海外巴斯夫工厂拟改扩建维生素产能，VA产品短期内停止供应。此外，PTFE前期行情较差叠加冬季限电限气，行业开工率不足，氢氟酸涨价成本端具备支撑，12月30日PTFE市场报价再上新台阶，分散树脂、乳液、悬浮中粒月涨幅分别为17.65%、33.33%、29.27%。化工行业年度投资主线：周期主线中，随着新冠疫苗获批上市，全球经济复苏或将成为全年投资主线，顺周期化工品有望迎来主动补库存行情；成长主线中，面对美国制裁和全球贸易的不确定性，高科技产业配套材料的自控可控将持续带来电子化学品国产化率的提升，此外，可降解塑料、尾气催化材料、减隔震等行业扩容也为行业龙头带来成长性。

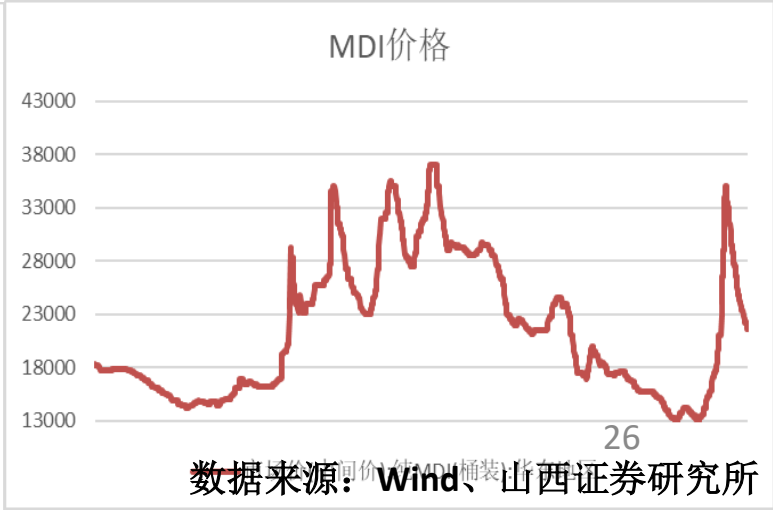








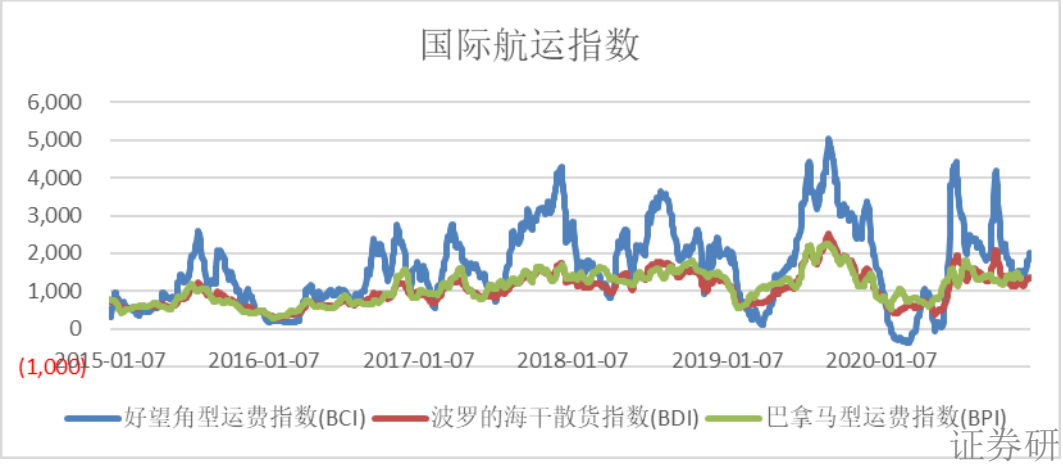


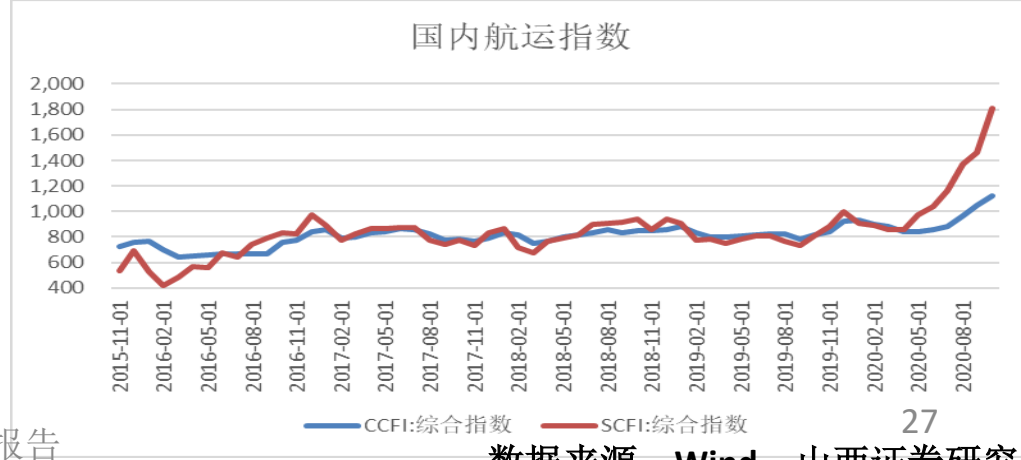


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

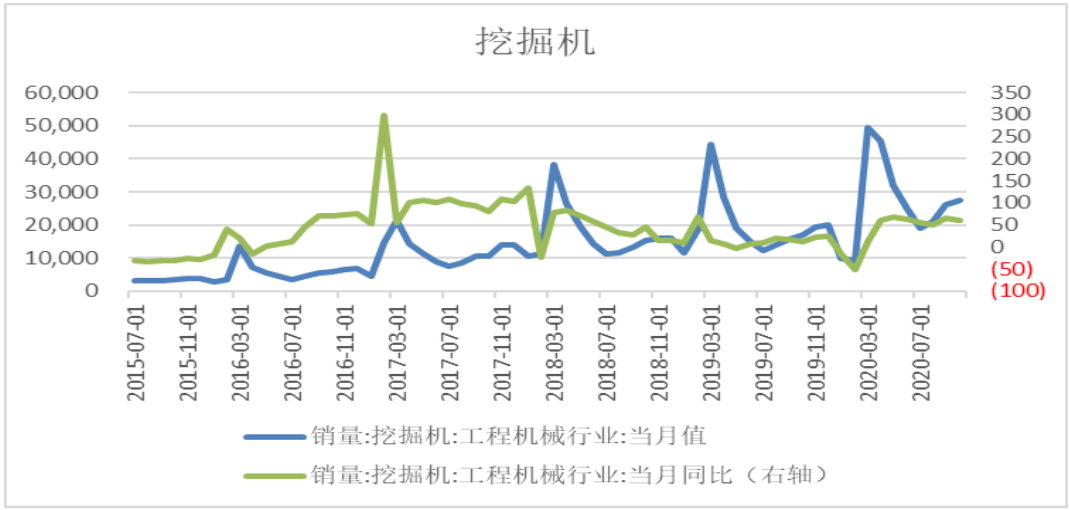
- 集运：美线大幅跳涨，或为1月高运价奠定基础。本周SCFI欧洲、地中海环比上涨7.7%、15.6%，美西、美东分别环比-1.5%、-3.0%。根据1月1日波罗的海每日运价指数，亚洲至美西、美东运价环比上周+8.4%、+9.1%至4200、5405美元/FEU，同比+209.1%、+107.1%，美线运价9月中旬以来首次大幅上涨；亚洲至欧洲、地中海运价环比+24.1%、+25.9%至6990、7101美元/FEU。运价供需紧张未见缓解，需求端，截至12月31日，洛杉矶港预计未来两周进口箱量同比增速达45.0%、100.3%，进口箱量依旧高增，美线需求或持续到2021年春夏商品的补货期；供应端，欧美疫情持续反扑，英美德等多地宣布防疫封锁措施升级，后续船期延误、港口拥堵积压问题加剧。此外根据南加州海事交易所周一报告称，圣佩德罗湾锚地高度紧张且近几周情况有所恶化。
- 达飞、中远（仅适用于服务合同）、长荣、ONE、阳明等多家船公司宣布了自1月1日起在亚美航线实行1000美元/FEU的一般费率上调（GRI）；赫伯罗特实行1500美元/FEU的GRI，其中包括先前推迟的部分。年底运价跳涨或为1月高运价奠定基础，我们预计在美线长协签订前局面将大概率维持，即期运价高涨利好长协的签订，为2021年运价中枢抬升提供重要支撑。根据阳明海运公布的11月财报，单月营收约合35.75亿元人民币，税后盈余同比+739%至约合6.34亿元人民币，单月获利超过去十年获利总和，预计高运价将显著提振班轮公司2020-2021年业绩。
- 高运价主要基于市场有效供给-需求差，后续关注船公司对运价进行报备的情况。近日多家省市货代协会、外经贸企业协会、相关企业及个人向国家商务部反映，呼吁调查班轮公司涨价行为。从交通部反馈来看，其认为船公司持续增加运力投入但短期内运力供求矛盾依然存在，同时进出口不平衡、境外疫情反弹导致境外港口压港进一步加剧空箱短缺、运力紧张。我们认为高运价更多是基于市场有效供给-需求差，而非船公司行为，后续关注船公司对运价进行报备的情况。

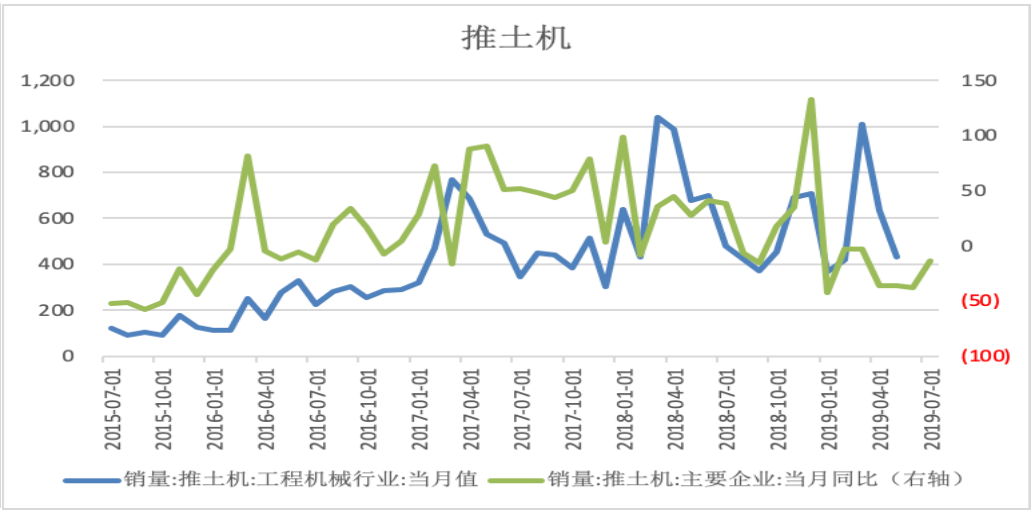




证券研究报告
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 从工业企业利润同比增速这一指标来看，自动化景气度也有望超预期延长。回顾以往三轮自动化高景气度周期，我们看到每一轮工业企业利润增速基本持续两年为正，当下游盈利明显改善时自动化需求较为旺盛。本轮工业企业盈利从单月同比增速来看从5月开始转正，持续时间仅为7个月左右，仍有较大改善空间。
- ModelY国内2021新版本发布，定价大规模降低，全面向美版看齐。ModelY降价后可对标的BBA系列销量较为可观，合计销量达到了60万辆以上。特斯拉中国在定价策略上尽可能考虑扩大市场份额，短期来看对于中高端车辆市场造成一定竞争压力，长期来看有望进一步带动传统车企电动化，电动浪潮更加明确。
- 本周光伏产业链扩产可观，隆基、协鑫等宣布分别扩产3GW以及10GW光伏电池产能，天合光能宣布扩产8GW光伏电池产能。与此同时，本周福建钧石科技的二代异质结设备被能源部列为首台（套）重大技术装备，这也是首次HJT设备被列为重大装备，我们认为一定程度上代表HJT设备研发进度较快、产业化速度较快。
- HJT电池目前拥有高转换效率，且效率仍有发展潜力。当前节点，HJT量产效率已领先PERC1.3个百分点。HJT年内产能规划超30GW，HJT时代加速到来。国产HIT设备单GW投资成本降至6亿，成本劣势已不构成HJT的阻碍。未来5年HJT设备市场有望超过千亿，国产设备存在进口替代空间。





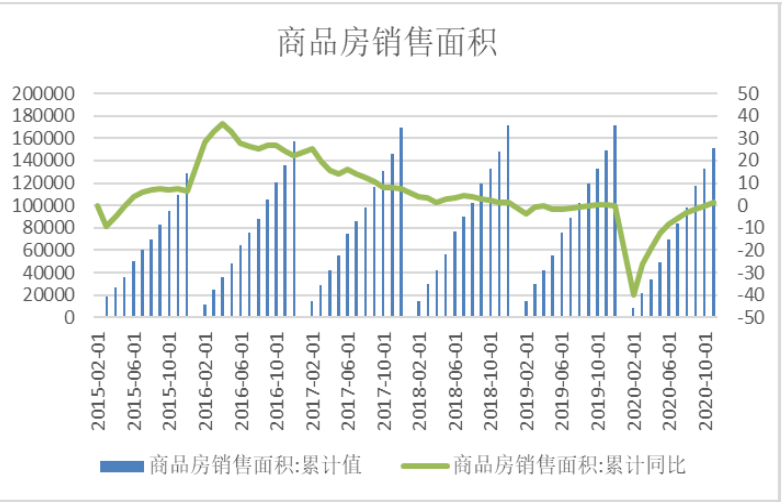
数据来源：Wind、山西证券研究所

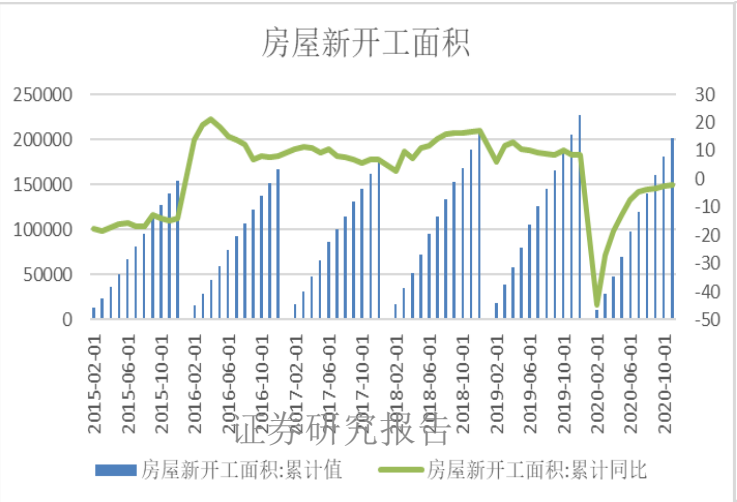
下游行业高频数据

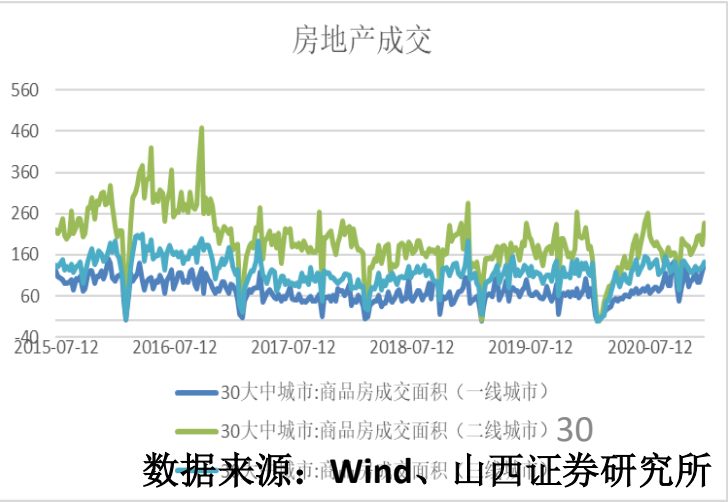
下游行业：房地产贷款管理制度颁布，居民部门控杠杆进一步深化

- 12月31日，央行、银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称《通知》），分档设置房地产贷款余额占比和个人住房贷款余额占比两个上限，对超过上限的机构设置过渡期，并建立区域差别化调节机制。具体分档情况来看，中资大型银行为40%、中资中型银行为27.5%、中资小型银行和非县域农合机构为22.5%、县域农合机构17.5%、村镇银行12.5%；对于个人住房贷款占比上限：中资大型银行为32.5%、中资中型银行为20%、中资小型银行和非县域农合机构为17.5%、县域农合机构12.5%、村镇银行7.5%。

- 截止2020Q3，从央行数据口径来看，房地产贷款余额占各项贷款余额为28.8%，其占比近年来稳中有升，其中个人住房贷款余额33.7万亿元，占各项贷款余额为19.9%，与对第二档中资中型银行的要求基本吻合，较好规避了银行为短期达标引发的行业大幅震荡；新增占比方面，新增房地产贷款占比为27.2%，较2019年同期水平收窄6.5pct，较房地产贷款余额占比收窄1.6pct；增速方面，房地产贷款、个人住房贷款、房地产开发贷款增速分别为12.8%、15.6%、8.2%，近年来均逐渐回落，金融机构各项贷款增速为13.0%，其中房地产开发贷增速较金融机构各项贷款增速有4.8pct的差距，预计开发贷受本次房地产贷款集中度管理制度影响相对有限；利率方面，人民币贷款加权利率在2020年Q2筑底回弹至5.12%，其中个人住房贷款自2019年Q4以来持续回落至5.36%。建立房地产贷款集中度管理制度是继“三道红线”的供给侧改革后，加之需求侧改革，对居民部门杠杆率进行约束。





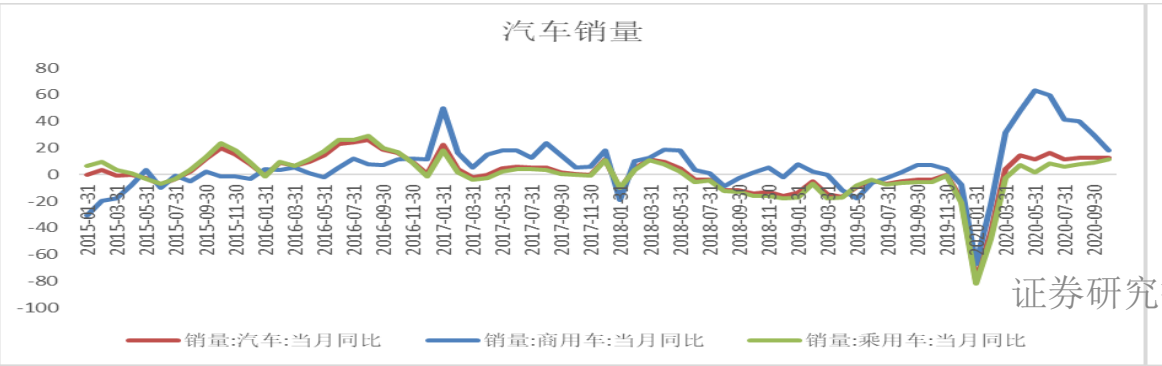


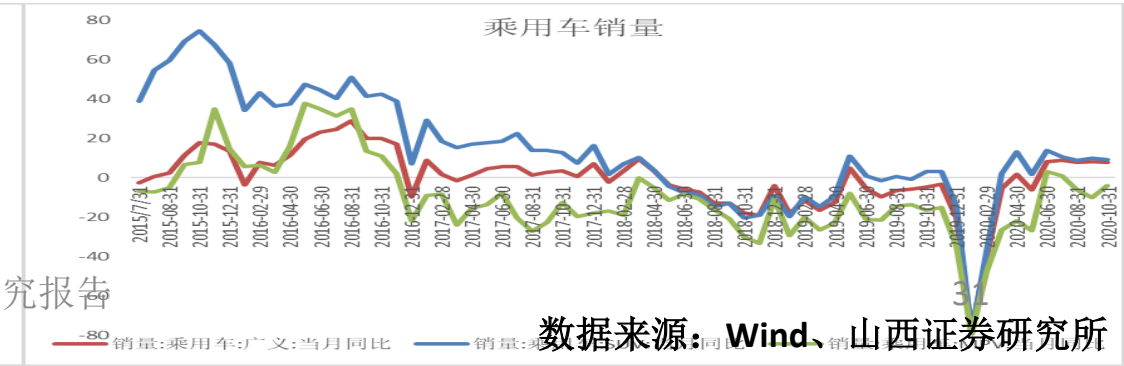
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：特斯拉降价订单火爆，新能源补贴退坡约20%

- 国产ModelY大幅降价订单火爆，特斯拉2020年全球交付49.96万辆。1月1日特斯拉国产ModelY上市，长续航版及高性能版售价分别为33.99、36.99万元，较此前48.8-53.5万元售价大幅下调，并将分别于1月及3季度开始交付。降价后ModelY订单火爆，若产能爬坡顺利预计全年销量有望达到20万辆以上，利好相关供应链；但同时部分高端新能源及传统竞品车型销量或将受到冲击。特斯拉公告2020Q4车辆交付18.06万辆，同比增长61.1%；全年交付49.96万辆，同比增长35.9%，基本完成此前目标；其中Model3/Y共44.25万辆，ModelS/X共5.70万辆。随着上海工厂扩产及ModelY国产降价，加上德国工厂有望年中投产，预计全年销量将高速增长，有望冲击此前公布2021年全球交付目标100万辆。
- 新能源汽车补贴退坡约20%，利好销量高增长及利润率提升。近日四部委发布《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，2021年新能源汽车补贴标准在2020年的基础上退坡20%（其中公共领域车辆退坡10%），纯电动乘用车补贴约1.3-1.8万元，插混乘用车补贴0.68万元。2021年整体补贴退坡幅度较小，利好新能源销量增长，车企有望通过电池等成本下降、规模效应等进行弥补，利好利润率回升。公共领域退坡幅度仅有10%，有利于新能源公交客车等销量回暖。此外本次政策出台时间较早，整体技术要求基本不变，有利于车企车型研发及销售工作开展。2020年国内新能源汽车销量有望达到约130万辆，在双积分政策、车型供给增加、需求回暖等因素推动下，2021年销量将达到175万辆（同比增长约35%）以上，后续望保持高增长，相关车企及供应链将持续受益。
- 年末利好因素延续，12月车市平稳增长。据乘联会数据，12月第4周（21-27日）乘用车零售量日均7.7万辆，同比下降12%；主力厂家批发销量日均6.4万台，同比下降14%。前四周日均零售6.0万辆，同比增长10%；日均批发5.7万辆，同比下降1%。年末各地刺激政策延续，第4周零售销量表现较好，预计由于春节假期差异同比有所回落；批发销量相对平淡，库存有所降低，利好后续发展。乘联会此前推算12月狭义乘用车零售销量231.5万辆，同比增长7.9%；2020年全年零售预计1931.7万辆，同比下降6.6%。预计2021年乘用车有望恢复较快增长，并迎来持续上行周期。



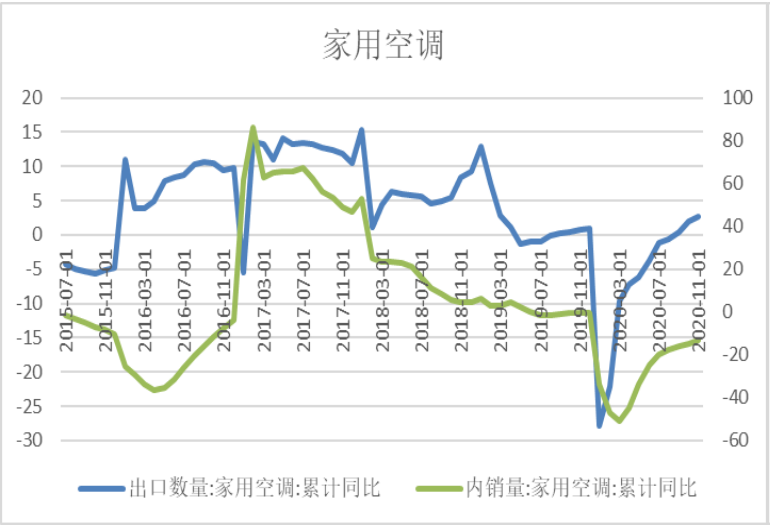


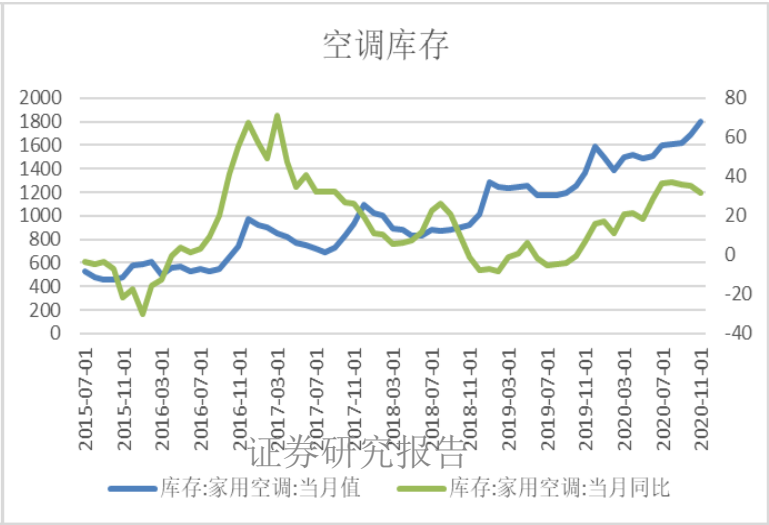
证券研究报告

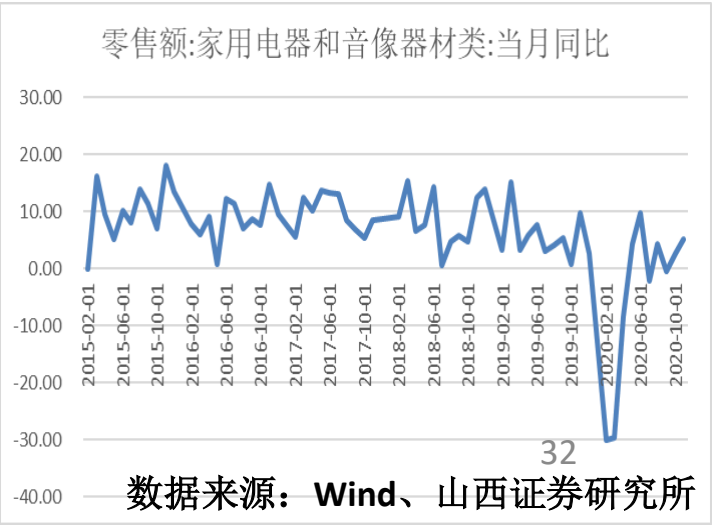
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 白色家电：奥维云网52周数据显示，空调、冰箱、洗衣机线下渠道零售额分别同比下滑4.76%、下滑14.71%、下滑14.14%；空调、冰箱、洗衣机线上渠道零售额分别同比增长52.38%、增长40.80%、增长46.17%，空冰洗线上维持较高增长。厨房电器：奥维云网52周数据显示，油烟机线下渠道零售额同比下滑0.67%，线上渠道零售额同比增长37.72%。集成灶线下零售额同比增长27.00%，线上零售额同比增长30.84%。小家电：奥维云网52周数据显示，洗碗机、电饭煲、料理机、养生壶、破壁机、扫地机器人线下渠道零售额分别同比增长37.73%、下滑49.44%、下滑51.61%、下滑47.66%、下滑53.82%、下滑20.69%；线上渠道零售额分别同比增长8.71%、增长2.54%、增长13.34%、增长21.23%、增长25.51%、增长17.88%。

- 上周产业在线公布了冰洗及油烟机11月数据。1）11月冰箱总销量/内销/外销YOY30.5%/10.0%/64.1%，1-11月YOY7.3%/-2.6%/19.9%。品牌方面，1-11月海尔总销量/内销/外销YOY2.5%/1.9%/11.0%，份额YOY-0.9pct/1.5pct/-0.2pct；美的总销量/内销/外销YOY20.2%/11.7%/ 29.2%，份额YOY1.8pct/2.0pct/1.3pct；海信系总销量/内销/外销YOY 26.9%/-2.8%/60.2%，份额YOY2.2pct/0pct/4.2pct。1-11月CR3份额YOY 3.1pct/3.5pct/5.3pct。2）11月洗衣机总销量/内销/外销YOY12.0%/ 11.8%/12.3%，1-11月YOY-5.5%/-5.5%/-5.6%。品牌方面，1-11月海尔总销量/内销/外销YOY-3.6%/-2.6%/-11.2%，份额YOY0.5pct/1.1pct/-0.6pct；美的总销量/内销/外销YOY-3.7%/-8.2%/11.4%，份额YOY0.5pct/-0.9pct/ 3.5pct；惠而浦总销量/内销/外销YOY-2.0%/-4.2%/5.5%，份额YOY0.2pct/0.1pct/0.4pct。1-11月CR3份额YOY1.2pct/0.3pct/3.3pct。3）11月油烟机总销量/内销/外销分别YOY14.2%/1.9%/36.5%，1-11月分别YOY -2.6%/-6.8%/4.4%。





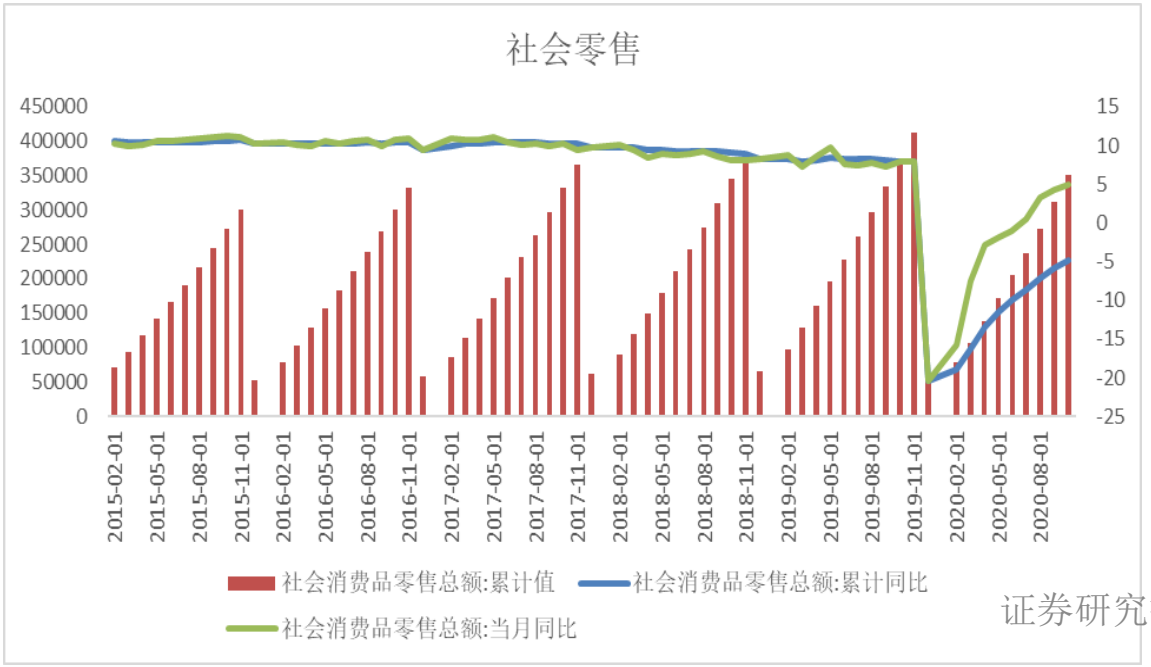


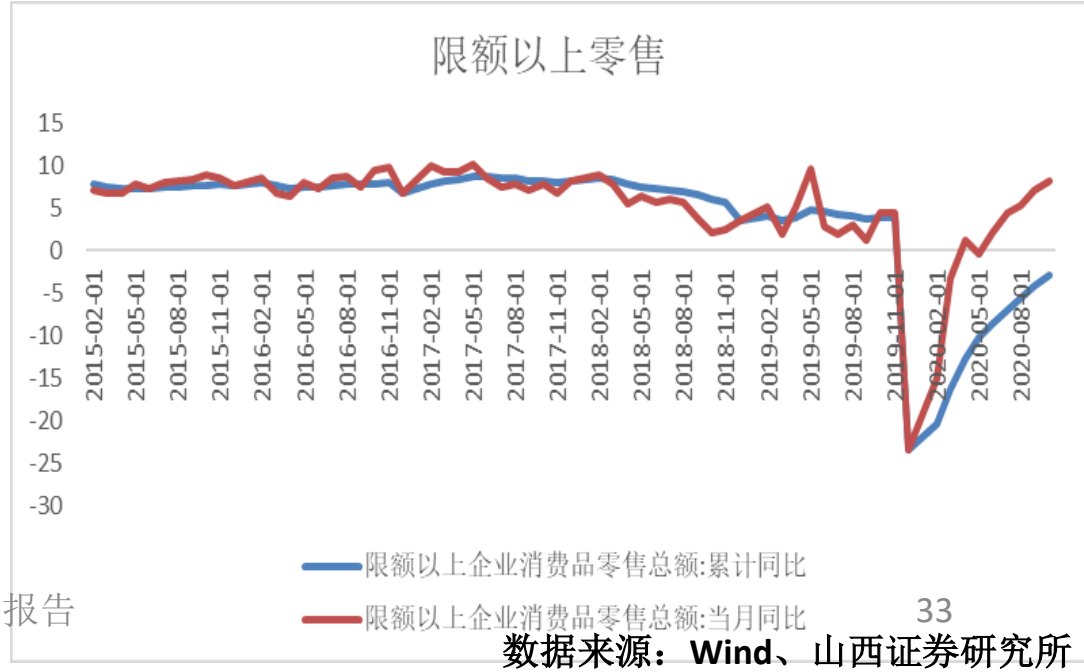
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 11月社零额同比增长5.0%，已连续4个月实现持续加速增长。11月份全国社零额为39514亿元，同比增长5.0%，比10月份加快0.7个百分点，自今年8月以来连续4个月实现持续加速增长。升级类消费品增速更快。11月份的限额以上通信器材类商品以及化妆品类、金银珠宝类、体育娱乐用品类均实现了大幅增长，表明消费带动的作用从前期以基本生活类消费增长支撑逐步恢复到以升级类消费带动为主。

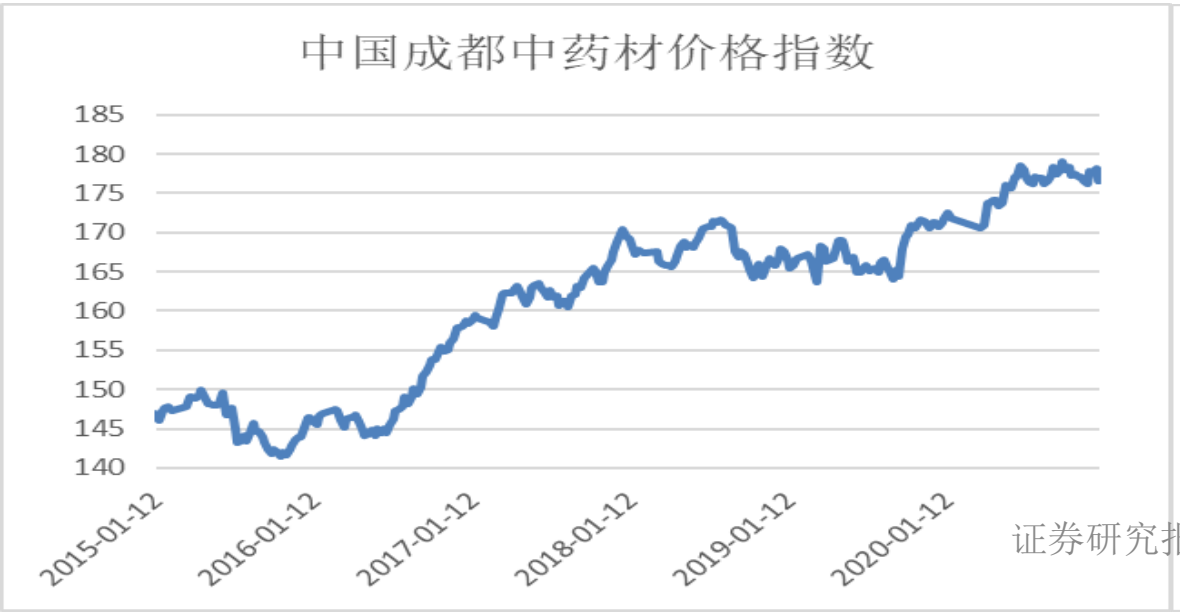
- 中秋国庆双节过后餐饮行业有所降温，11月餐饮收入同比微降0.8%。数据显示，11月份，餐饮收入4980亿元，同比下降0.6%，降幅较10月份扩大1.4个百分点，剔除十一旅游黄金周提振餐饮市场因素，十一月餐饮收入有所降温；其中限额以上单位餐饮收入860亿元，同比增长1.8%，环比10月份下降4.3个百分点。2020年1-11月份，餐饮收入34578亿元，同比下降18.6%；其中限额以上单位餐饮收入7267亿元，同比下降15.9%。年内累计餐饮及限额餐饮收入降幅持续收窄，行业景气度不断回升。

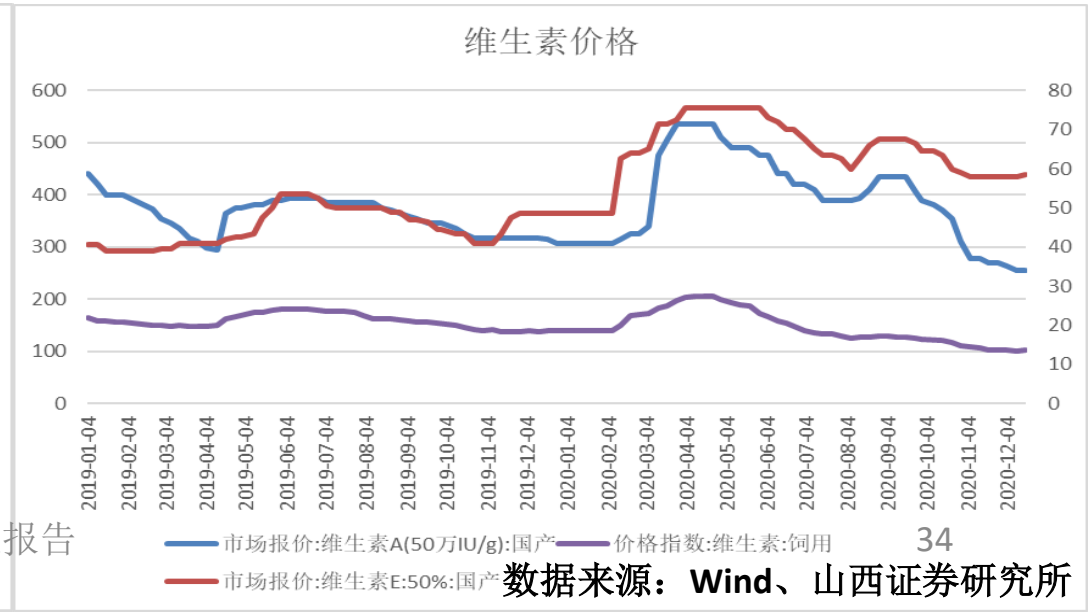




数据来源：Wind、山西证券研究所

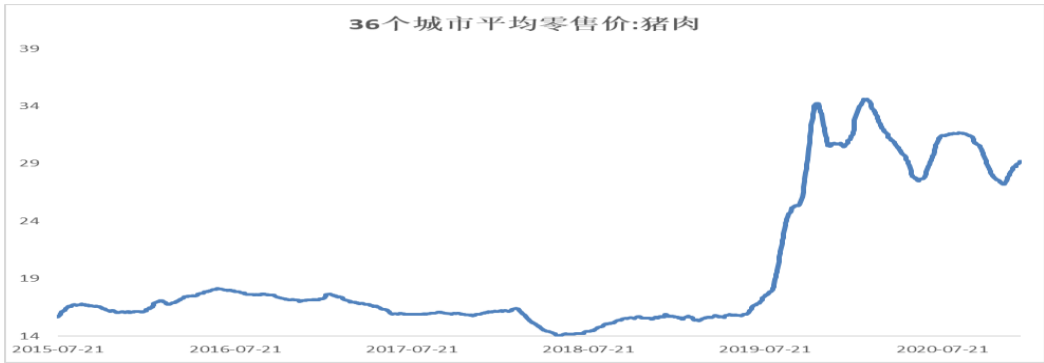
- 我国医改沿着“医疗”、“医保”、“医药”持续进行着“三医联动”的深入改革。2018年医保局成立后，医保改革成为了三医联动的牵动者，以医保局带量采购和使用为深化医改的突破口，深刻的影响了医药全产业链，推动医改进入新周期，当前医改进一步强化，集采从药品领域进一步拓展至器械领域，同时创新药准入谈判也深入推进，2020年新版医保目录谈判结果的公布，体现了医保对新药支持的导向，在此背景下创新且高质量创新成为了企业核心竞争力和市场投资主线，创新相关（高质量创新药/医疗器械、CXO）领域迎来了良好的发展机遇。随着我国人均收入的不断增长，居民的医疗保健意识逐步增强，医疗消费支出预计将持续增长，同时消费者对于更高层次的医疗保健需求也将逐渐增长，有望推动医药消费升级。而在医保持续控费，实施战略购买的情况下，消费的成长性更高，相对优势明显。居民消费粘性持续提升将带来包括医疗服务（眼科、体检、口腔、辅助生殖等）、连锁药店、刚性治疗用药（生长激素、血制品、疫苗等）、品牌OTC等的持续高景气度，未来行业发展潜力大。





数据来源：Wind、山西证券研究所

- 生猪价格周环比上涨5%，2021年猪价有望维持相对高位。本周六全国生猪价格36.58元/公斤，周环比涨5%，周五全国猪肉批发价45.4元/公斤，周环比涨2.9%。据我们推算，2021年我国生猪出栏量4.98亿头，同比增长6.8%，猪价有望维持相对高位。②仔猪补栏热情持续上升，二元母猪价格继续回落。涌益咨询数据，本周全国90公斤内生猪出栏占比12.71%，周环比上升0.95个百分点，吉林、湖南、河北、河南、山东周环比分别大幅提升2-4个百分点，疫情显著回升至8月时水平；规模场15公斤仔猪出栏价1346元/头，周环比涨7.8%，已连续第七周上涨，仔猪补栏热情持续上升；本周50公斤二元母猪价格4552元/头，周环比微降1元/头，较4月初高点5794元/头回落23.2%。③预计12月主流上市猪企出栏价环比涨3.7-4.4元/公斤，今年1月出栏价环比涨2.5-2.9元/公斤。
- 白羽鸡产品价格周环比上涨0.84%。2020年第52周(12月21日-27日)父母代鸡苗价格17.81元/套，周环比下降2.4%；本周五鸡产品主产区价格9620元/吨，周环比上涨0.84%，同比下跌21.2%；父母代鸡苗销量109.19万套，同比下降16%，周环比下跌12.8%；在产祖代存栏106.81万套，后备祖代存栏54.49万套，在产父母代存栏1436.07万套，后备父母代存栏959.32万套，在产祖代存栏、父母代鸡苗销量仍处2017年以来高位。根据博亚和讯预测，2020年祖代鸡更新量103万套左右，同比下降21%。②黄羽鸡价格周环比继续大涨。本周五，黄羽肉鸡快大鸡均价7.09元/斤，周环比涨8.1%，同比涨31.1%，中速鸡均价7.05元/斤，周环比涨7.5%，同比涨26.6%；本周四，土鸡均价8.42元/斤，周环比涨4.2%，乌骨鸡6.97元/斤，周环比涨9.2%







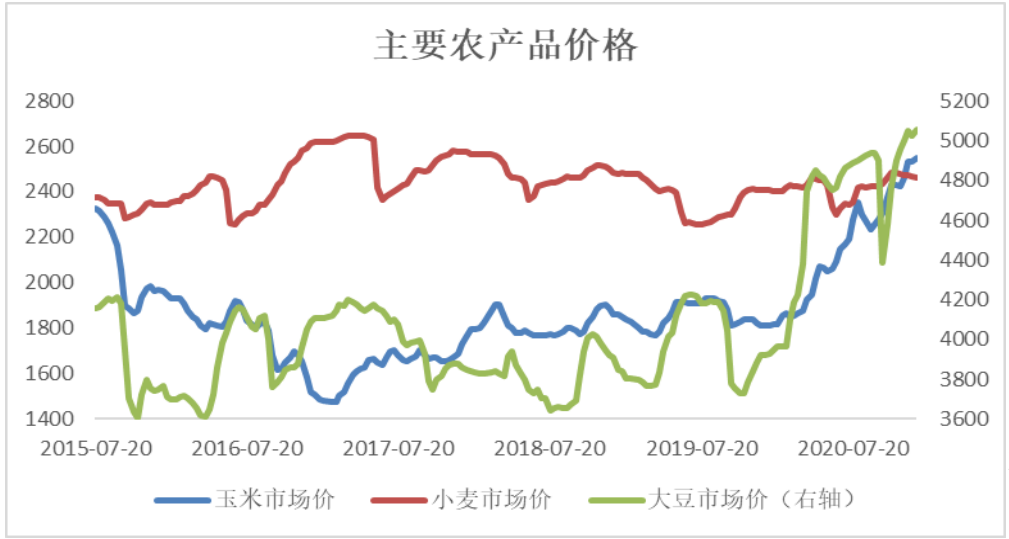


证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

下游行业：种植业政策催化有望持续

- 日前，中央农村工作会议召开，继上周中央经济工作会议明确提出“解决好种子和耕地问题，有序推进生物育种产业化应用”之后，再次提出“要牢牢把住粮食安全主动权”、“坚决打好种业翻身仗”。我们认为，当前复杂的国内外宏观形势下，粮食安全战略地位极其重要，预计后期会有进一步的配套政策文件出台，落实中央会议精神，农业板块或将迎来政策的密集催化期，继续建议关注种植产业链的投资机会。
- ①全球大豆库消比处14/15年以来最低水平，价格有望继续上行。根据美国农业部12月供需报告，2020/21年度全球大豆库消比23.2%，较19/20年度下降3.7个百分点，处于14/15年度以来最低水平。CBOT大豆期货收盘价1314.25美分/蒲式耳，周环比上涨4.2%，同比涨38.5%；CBOT豆粕期货收盘价434.3美分/短吨，周环比涨3.8%，同比涨44.9%；②饲用需求大增、库存殆尽，国内玉米价格中期看涨，建议继续关注转基因玉米种子相关标的。根据美国农业部2020年12月供需报告，2020/21年度全球玉米库消比25%，较19/20年度下降1.8个百分点，处于2016/17年度以来最低水平。由于我国玉米进口量低，玉米价格主要由国内供需决定，2016年随着农业供给侧结构性改革的提出，我国玉米开启去产能通道，2020年临储库存消化殆尽，2021-2022年面临畜禽存栏上升带来的玉米需求快速增加，我国玉米价格中期看涨，本周四玉米现货价2665.1元/吨，周环比涨1.8%，同比涨38.9%。③小麦、稻谷价格有望温和上行，继续推荐苏垦农发。今年截至9月30日，夏粮旺季收购结束，主产区各类粮食企业累计收购小麦5484.6万吨，同比下降29%；截至12月10日，主产区累计收购中晚粳稻2010万吨，同比下降15.8%，主产区累计收购粳稻1767万吨，同比微升0.1%。经国务院批准，2021年生产的小麦（三等）最低收购价为每50公斤113元，较2020年提升1元/50公斤。此外，我国小麦、稻谷与玉米比价处于历史低位，随着玉米供需缺口增加，稻麦饲用替代性将逐步显现，小麦、稻谷价格有望温和上行。

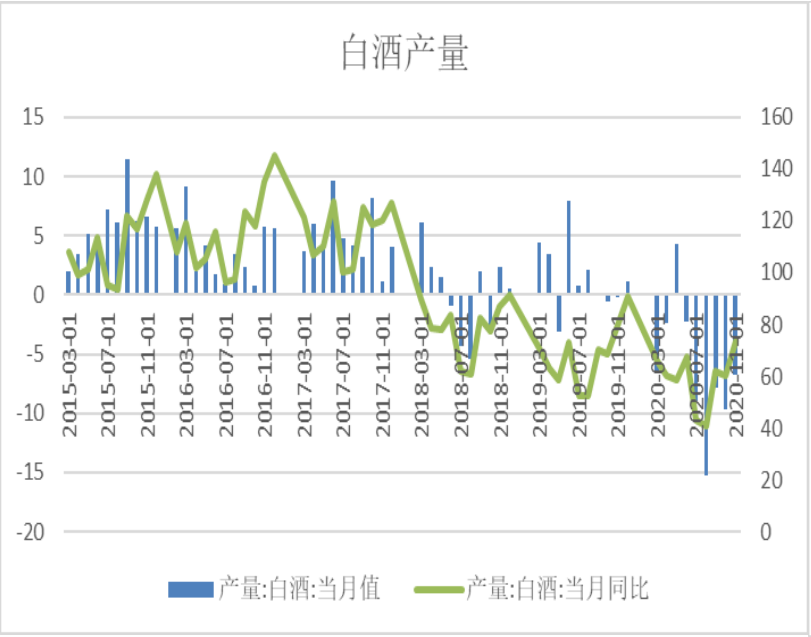


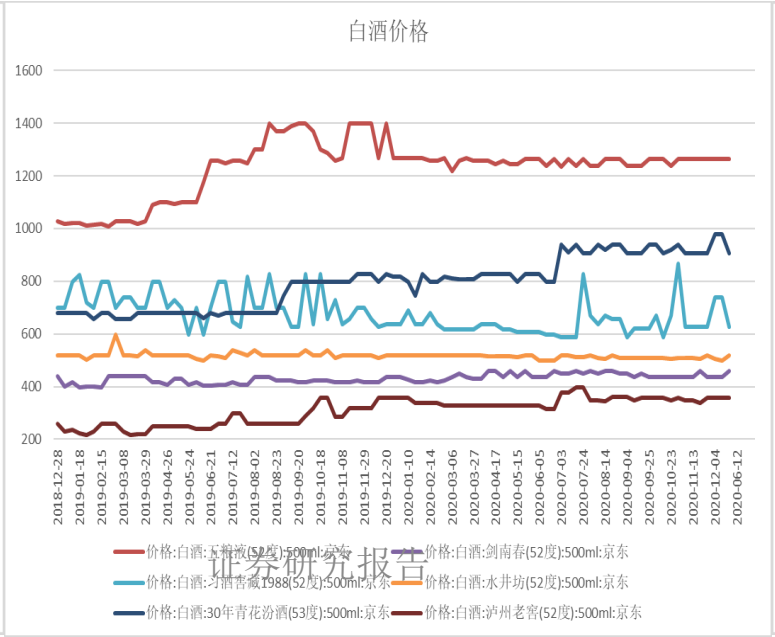


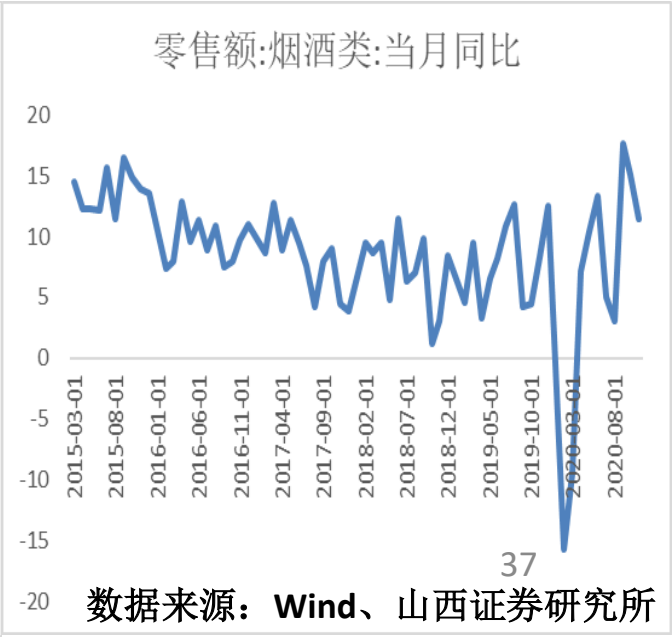
研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 白酒行业，根据京东数据，五粮液普五第二代经典52度浓香型白酒500ml、洋河梦之蓝(M3)(52度)500ml和泸州老窖国窖157352度浓香型白酒500ml的最新价格分别为1265元/瓶、659元/瓶和1169元/瓶，自2019年2月1日起至今，当年的茅台酒在京东商城上无现货可售；乳品行业，2020年12月23日数据，主产区生鲜乳价格为4.18元/公斤，同比增长9.10%；肉制品行业，2020年10月，能繁母猪存栏量为3950万头，同比上升105.30%，环比增长3.35%；仔猪、生猪、猪肉价格环比上升，2021年1月1日的最新价格分别为92.86元/千克、35.41元/千克、48.83元/千克，同比变化6.11%、3.09%、1.16%，环比变化1.53%、4.33%、2.89%；1月1日猪粮比价为13.67，环比变化3.09%。；啤酒行业，2020年11月国内啤酒产量170.7万千升，同比变化-6.80%。从进出口来看，2020年11月份国内啤酒进口40990千升，同比-28.51%，进口单价为1238.35美元/千升，同比+4.95%。







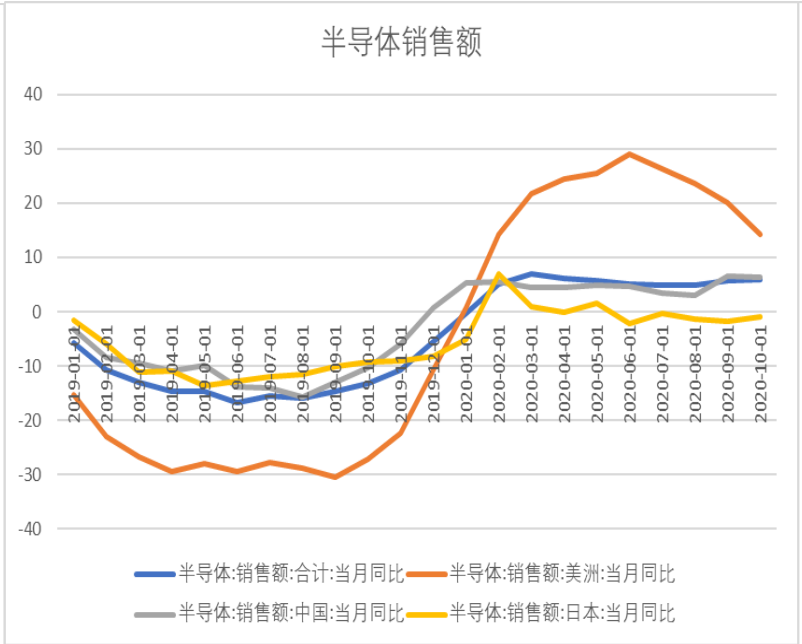
证券研究报告

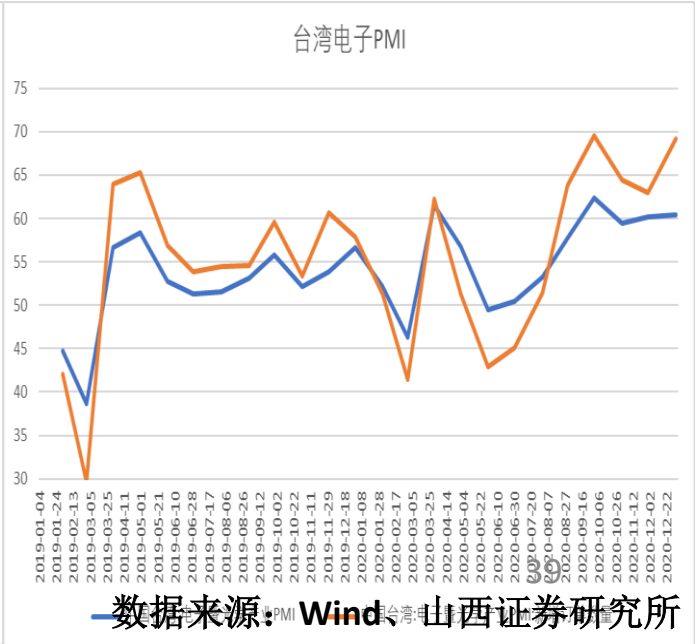
数据来源：Wind、山西证券研究所

TMT行业高频数据

- 本周，硅晶圆厂环球晶董事长徐秀兰表示12英寸现货价已调涨，其他尺寸也将逐步调涨。疫情以来，全球因产能紧缺而引起了“多米诺骨牌”效应，晶圆、材料、PCB板、封测、芯片，以及IC的涨价蔓延到整个产业链。由于5G的普及和汽车行业对上游芯片需求的增长，叠加疫情带来PC需求上升和数据中心投资力度加大等因素，导致半导体产业链供需平衡被打破，价格持续上升。中国作为全球半导体的主要市场，近年来不断完善产业链布局，也加强了晶圆产能方面的扩张。根据SEMI发布的晶圆厂展望，2020年全球300mm晶圆厂投资将同比增长13%，到2024年，芯片行业将增加38个新的300mm晶圆厂，其中中国台湾地区将增加11个，中国大陆将增加8个。我国300mm产能的全球份额将从2015年的8%增长到2024年的20%。另一方面，我国上游设备近期实现突破，上周国内首台新一代大尺寸集成电路硅单晶生长设备成功试产，为我国大尺寸晶圆制造提供了有力支持。我们认为全球半导体产业链格局正在发生变化，中国半导体需求规模不断扩大的同时，生产规模及全球市占率也在不断提升。根据SIA数据，目前中国国内市场占全球半导体销量60%。根据CreditSuisse的《中国半导体自主性调查报告：现在与未来展望》报告，预计2019-2024中国半导体制造业的复合增长率将以每年17%的速度增长。全球产业链格局的变化也将促进我国半导体产业链企业不断提升竞争力。
- 随着全球第二波疫情再起，居家办公模式持续，叠加车用电子市场景气回温、5G手机渗透率提升等因素，我们认为半导体整体产业景气度有望在2021年上半年保持向上趋势。在政策红利和市场成长的双重作用下，我国半导体行业有望迎来高质量发展。



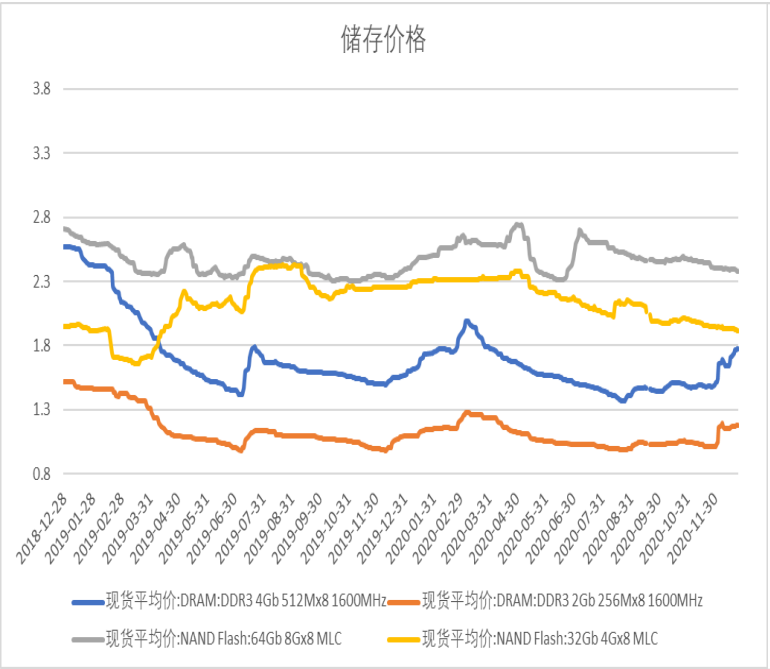


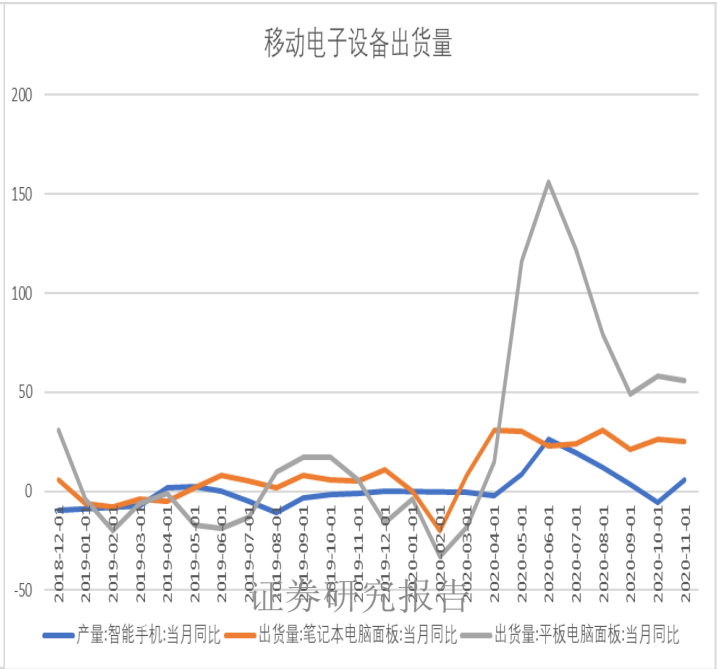


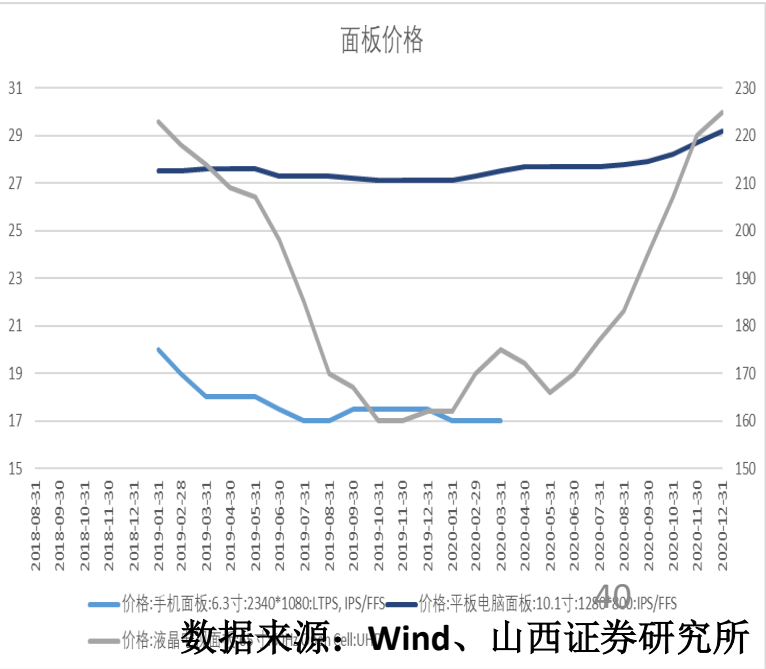
数据来源：Wind，山西证券研究所

- 半导体涨价潮持续蔓延，供需缺口利好国内厂商：供需端数据显示行业仍处于上行期，从存储器现货价格来看，12月DRAM价格涨幅较大，NANDFlash价格较为平稳，随着需求端逐渐恢复，存储走势有待进一步观察。从行业基本面来看，产能紧缺、价格上调蔓延至成熟制程几乎全系列产品，由于海外疫情反复，供给端释放受限，出现了供需缺口，且这一供需缺口随着需求逐渐复苏将延续至2021H1。因此，我们认为短期内供给端紧张导致的国内产业链订单饱满将带来业绩上的体现，但中芯国际被列入“实体清单”对成熟制程的影响几何仍有待观察。

- 中大尺寸面板价格超预期上涨，行业龙头业绩预期乐观：面板价格连续7个月上涨，大尺寸价格仍在超预期上涨，尽管涨幅有所收窄但因为上游材料缺货、海外电视备货需求热度不减，预期价格上涨仍将在21Q1延续，中尺寸面板由于IT类需求在疫情情况下保持高景气价格涨幅仍在扩大。国内面板龙头厂商20Q3开始体现行业供求关系改善带来的业绩修复，我们预期将进一步好转。





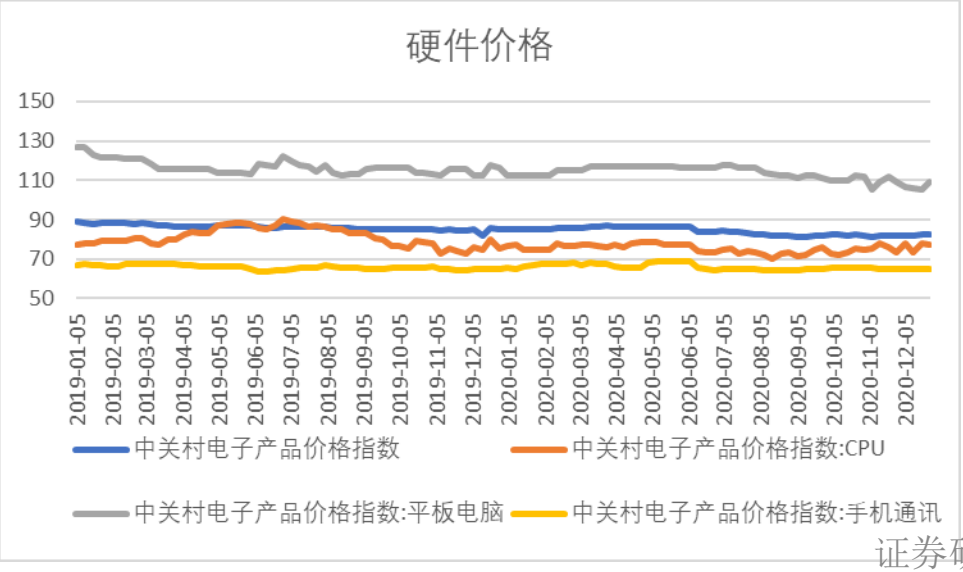


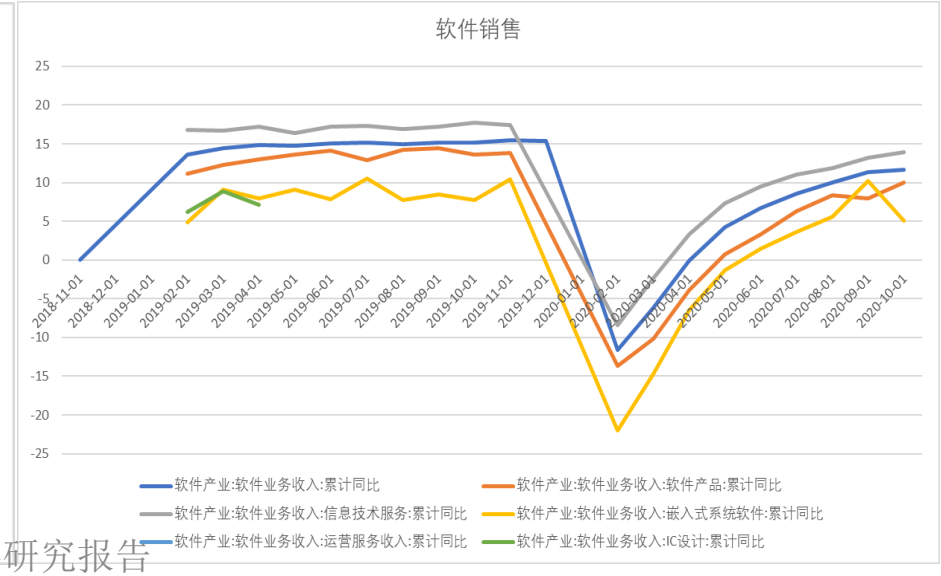
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

- 我国AI市场快速增长，疫情催化AI场景化落地加速。根据IDC数据，2020年上半年中国人工智能软件及应用市场规模达15.3亿美元，相比2019年上半年同比增长32.5%。从细分技术领域，计算机视觉应用仍然占整体市场规模的近50%，其次是语音语义、机器学习开发平台市场。根据亿欧援引埃森哲COVID-19企业经营连续性高管调研，在疫情冲击之下，很多企业通过采购数字化工具和服务，让员工能够远程工作，将线下渠道搬到线上，但在生产、经营、渠道、组织和管理等核心环节依然无法有效应对经营难题，这让大部分企业认识到了数字化滞后的短板。我们认为此次疫情将加速企业进行从供应链、生产到营销的全方位数字化转型，数字化运营将带来数据的积累，这将有利于AI加速渗透进入不同场景，比如工业互联网等领域，长远来看有助于AI更好的产生价值，实现场景化落地。

- AI独角兽上市进程加速，2021年上半年有望迎来大规模上市。目前拟上市的4家AI公司（依图科技、云知声、云从科技、云天励飞）均具备高研发投入的特点，近三年几乎均保持50%以上的研发投入（研发费用占收入比）。我们认为对于研发的高投入，尤其在现阶段技术还有较大提升空间的背景下，有助于保证公司未来可以在AI领域保持领先地位。根据上交所网站，AI独角兽的上市进程在加速：云从科技在2020年12月31日已获问询，依图科技和云知声都在2020年12月1日获问询，云天励飞于12月8日获受理。我们预计2021年将迎来AI公司集中上市潮。





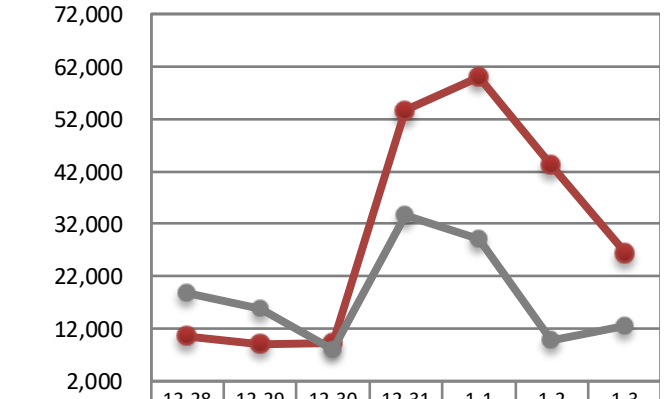
证券研究报告

数据来源：Wind、山西证券研究所

传媒：元旦档期观影人次大幅提升，App Store版号审核力度加强

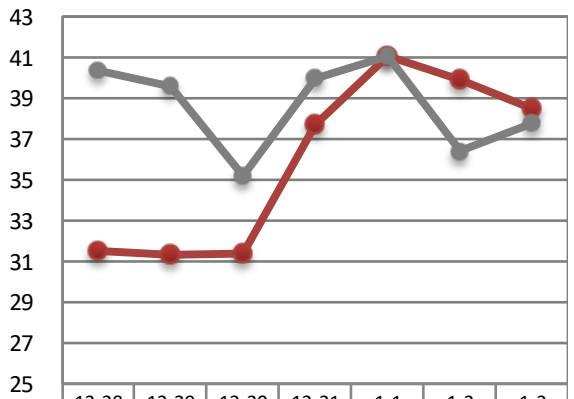
- 元旦档期票房表现出色，两日达到10.17亿（含服务费），较去年同期增长161.44%。2021年元旦上映了《送你一朵小红花》、《温暖的抱抱》、《岸上的波妞》等影片，其中《送你一朵小红花》2天累计票房达到4.2亿，《温暖的抱抱》2.6亿，表现出色，加之此前上线的《拆弹专家2》、《晴雅集》、《心灵奇旅》等延续不错表现，元旦前两日票房同比增速超过161%，获得超过10亿票房，是史上最佳元旦表现。
- 优质内容供给增加，带动观影需求回升，元旦前两日观影人次达到2674.88万，同比增长154.5%，后续待上映的包括《猎狐行动》（1月8日）、《缉魂》（1月15日）、《扫黑·决战》（1月15日）、《日不落酒店》（1月16日）以及春节档期的《唐人街探案3》、《你好，李焕英》、《刺杀小说家》、《侍神令》等，大量优质新片有望带动行业增速回暖。
- AppStore游戏大规模下架，版号收紧，优质内容话语权进一步增强。2020年12月31日，根据七麦科技统计，共计3.9万款游戏在AppStore下架，其中含内购的游戏占80%，苹果端对版号的审核进一步收紧，IAA游戏若含有内付费跳过广告等设定，亦将被下架，2020全年版号发放共计1316款，同比下降16.2%，政策端审核的趋严使得优质内容的话语权进一步提升。主机游戏端，PS5上市后的前四周销量为340万台，成为了有史以来销量最高的PS主机，2021年，索尼预计将产能提升至1680至1800万台，疫情带动下，全球游戏需求持续提升。

大盘单日票房（万元）



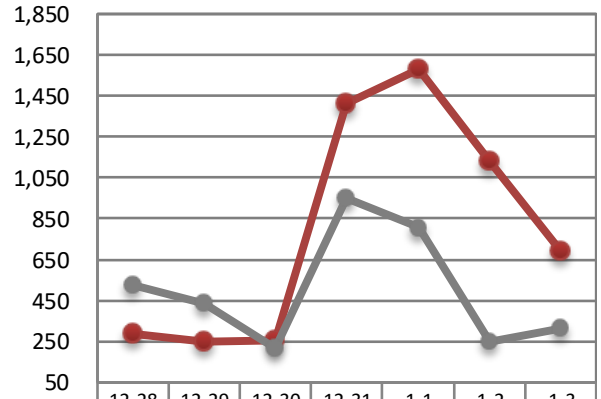
	12-28	12-29	12-30	12-31	1-1	1-2	1-3
20/21	10616	9079	9296	53616	60149	43303	26475
19/20	18787	15686	7880	33635	29042	9752	12482

大盘单日放映场次（万场）



	12-28	12-29	12-30	12-31	1-1	1-2	1-3
20/21	31.5	31.3	31.4	37.7	41.1	39.9	38.5
19/20	40.4	39.6	35.2	40.0	41.1	36.4	37.8

大盘单日观影人次（万人）



	12-28	12-29	12-30	12-31	1-1	1-2	1-3
20/21	287	245	253	1414	1581	1133	694
19/20	527	433	217	949	805	247	310

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示

- 宏观经济不达预期风险
- 货币政策不达预期风险
- 监管政策超预期风险
- 行业景气度不达预期风险

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。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。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

李杰 CPA
SAC NO：S0760520090001
Email:lijie@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com