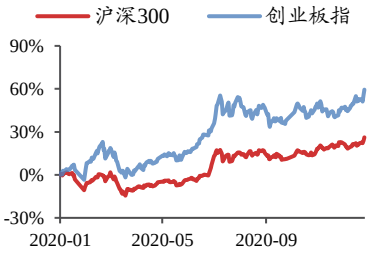
2021 年 01 月 04 日

开源晨会 0104

——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	6.11
国防军工	4.61
非银金融	3.34
计算机	2.83
电气设备	2.43

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
采掘	-0.21
公用事业	0.5
综合	0.54
纺织服装	0.7
钢铁	0.79

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】1 月策略：不得贪胜，不可不胜——投资策略月报-20210103

【策略】2020 年的十大决断时刻——投资策略专题-20210101

【宏观】3 分钟看清元旦全球要闻——宏观经济专题-20210102

【宏观】制造业量缩价涨，关注信用“收缩”扰动——宏观经济点评-20210101

【金融工程】资产配置月报（2021 年 1 月）——金融工程定期-20210103

【金融工程】量化基金回撤：原因与展望——开源量化评论（14）-20210102

【金融工程】高频股东数据的隐含信息量——开源量化评论（13）-20201231

【金融工程】交易行为因子绩效月报（2020 年 12 月）——金融工程定期报告-20201231

【固定收益】信用债净融资额小幅上升，收益率整体下行

【中小盘专题】股权融资大时代，密切关注解禁节奏

【中小盘专题】次新股说：退市新规正式落地，重大财务造假退市标准大幅收紧（2020 批次 50、51）——中小盘 IPO 专题-20210103

【固定收益】粮食没有危机：当粮食信息化定价遇到全球的小冰河期，短期利率债仍存结构性机会——固收专题-20210102

【固定收益】2021 年的债券市场：最关键的十张图——固收专题-20210101

行业公司

【石油化工】油价维持 50 美元上方，涤纶长丝持续涨价——行业周报-20210103

【钢铁】社库环比回升，关注后期累库速度——行业周报-20210103

【煤炭开采】寒潮来袭刺激动力煤需求增长，七大煤企联合倡议保供稳价

【化工】2021 年中国将新建超 60 万个 5G 基站，杉杉股份收购 LG 偏光片资产获韩国政府批准——新材料行业周报-20210103

【商业贸易】围绕“人货场”的渠道效率升级仍是零售行业主题

【新能源与电气设备】国产 Model Y 大幅降价，引领电动化加速发展

【食品饮料】2020 完美收官，2021 乐观展望

【通信】5G 网络 2B/2C 端应用齐头并进，普及有望超预期

【通信】中欧投资协定落地，以更开放的姿态拥抱中国 5G

【化工：濮阳惠成(300481.SZ)】产销量增加+山东清洋并表，2020 年业绩预增 20%-30%——公司信息更新报告-20210103

研报摘要

总量研究

【策略】1 月策略：不得贪胜，不可不胜——投资策略月报-20210103

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033 | 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

从跨年行情走向春季躁动正在变为市场共识，但这种一致预期可能已经被 11 月以来的两类交易行为所定价：11 月，由于至少 1 季度经济本身没有问题，伴随疫苗推出买入经济复苏；12 月，由于相信 1 季度市场没问题，因此利用年底和基本面的有限变化加仓新能源和白酒。对于远期观点的一旦形成共识，就会贴现到当下资产价格中，这构成了一致预期往往错误的原因。但一致预期也曾正确，即增量资金涌入的市场，特别是趋势追逐资金涌入的市场，可以让市场投资者的观点的表达可以得到强化。但根据历史经验指示，在公募重仓股 12 月大幅跑赢市场后，在随后 1 季度的收益往往为负，公募基金业绩整体也不佳。在这样的环境下，要理解过去居民入市一定程度来自于基金的赚钱效应，不可基于过去 2 年的短期靓丽数据线性外推分析居民长期入市的过程。如果市场赚钱效应减弱，机构负债端出现波动的可能性将上升。因此，现实情况看，一致预期出错概率较大。

市场未来的路径上面对的风险收益情况是：（1）“好的东西”太贵，预期收益率很低。我们在年度新共识《回归 ROE》中指出了 A 股收益率已经两年跑赢自身 ROE，有向历史中枢回归的必要，这意味着风险收益比的下降，主流赛道这一现象更为严重；（2）“便宜的东西”还不够好，至少不够好到让更多投资者认可。进入 1 季度后，由于对于国内经济前高后低与信用收缩预期的存在，即市场不会为一致预期中的高基数与国内经济驱动的复苏而定价。这就导致了高赔率的金融、周期资产很难在这一阶段可以被更广泛的投资者接受。但是周期行情的关键仍在于疫情后世界的贴现中，在于更不依赖于政策调控的出口和制造业中。但这一场景可能要到 1 季度后半段才会逐步出现：全球疫苗开始接种并更有效推进，冬季结束后疫情开始得到更有效控制；美国地产链走出淡季。当然在这之前，部分供给格局更好且需求更快的周期行业会先于受益。

市场趋势投资者的增多正在加强市场不稳定性，我们提示抱团行情后的市场风险，周期+金融板块拥有相对风险与收益比，但也需要面对市场不确定性的上升。投资者主要任务仍是调整结构，以退为进，为未来周期股更好的行情做好准备。市场在躁动后需要回归长期收益来源，寻找高 ROE 并兼顾低 PB，而此类资产的挖掘在如下三条主线中：（1）全球再通胀与海外复苏共振具有方向确定性，可以布局：铜、铝、炼化、化纤、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：国内经济下行超预期；全球经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

【策略】2020 年的十大决断时刻——投资策略专题-20210101

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

用确定的历史捕捉不确定的未来

2020 年已经过去，回首时会发现新冠疫情和美国大选都成为了确定性的过去。但全市场投资者在 2020 年中的无数时刻，其实都在面对着很大不确定性的未来，就像此时此刻在 2020 年底展望 2021 年一样。确定性的因果关系只在历史中呈现，面向未来时我们只能在有限信息中做出我们的决断。为了对我们理解未来作思维上的借鉴，我们先用后视镜眼光找出 2020 年 A 股的十大关键转折点，然后再“回到过去”，复盘决断时刻所能掌握的信息并做出“有限理性”的判断。随后，我们会以市场后续的表现作为参考，检验决策的过程与结果的正确性。

回到过去：2020 年十大时刻

（1）时刻一：1 月 20 日。武汉疫情爆发，确认新冠肺炎的人传人特征。

（2）时刻二：2 月 3 日。年后开盘，上证指数单日下挫 7.72%，随后市场反弹。

（3）时刻三：2 月 24 日。海外疫情逐步爆发，美股开始了一轮史诗级的暴跌。（4）时刻四：3 月 23 日。美联储宣布“无限量”量化宽松。

（5）时刻五：6 月 30 日。市场风格大切换，此后 A 股向上突破 3400 点。

（6）时刻六：7 月 10 日。监管降温，上证指数止步 8 连涨，出现了明显回调。（7）时刻七：8 月 28 日。美联储主席鲍威尔提出平均通胀目标。

（8）时刻八：10 月 23 日。欧美确诊病例超过前期高点，美股欧股下挫。

（9）时刻九：11 月 9 日。辉瑞制药宣布疫苗的 90%有效性。

（10）时刻十：12 月 9 日。社融见顶回落，利率小幅下行，抱团行情再次启动。

新的决断：布局躁动，还是回归长期收益

资产价格上：“春季躁动”和经济前高后低的一致预期已经被一定程度交易：11 月基于经济 1 季度没问题买入周期，12 月基于 1 季度市场没问题抢跑躁动买入重仓股。中欧协定也让市场充满了对未来的乐观。A 股市场进入了以趋势交易者为主导的阶段：个人投资者涌入，两融上升，公募基金在白酒的仓位也未敢突破此前高点，更多受负债驱动，北上资金 2020 年以来持续卖出了部分核心资产，近期以交易型账户的频繁进出为主导。从长期收益视角看：A 股长期收益率总是向长期 ROE 水平回归，历史上收益超跑 ROE 不会超过 2 年，而 2019-2020 年已经超跑 2 年。市场的历史特征：重仓 50 跑赢沪深 300 的 12 月，后面一季度重仓股与公募基金往往表现不佳；上涨个股占比与涨幅标准差的背离与 2015 年一致。基本面展望：2021 年无法给出流动性宽松于 2020 年的假设，国内经济“前高后低”是一致预期，一季度投资者可能不会为高基数定价；但 2021 年全球经济复苏是确定的路径，而 1 季度欧美疫情控制进展可能缓慢，难有进一步信息。我们的决策：在全球经济复苏的路径下，相信让贵的东西变得更好可能不如相信让便宜的东西变得“不那么差”有性价比。从当下高 ROE 和低 PB 这一更能长期跑赢市场的组合来看，正好大量对应了未来与全球经济复苏相关的出口产业链、原材料和制造业相关产业链，投资者主要任务仍是调整结构，控制仓位，为未来金融、周期股更好的行情做好准备。

风险提示：国内经济下行超预期；全球经济复苏不及预期；流动性超预期宽松

【宏观】3 分钟看清元旦全球要闻——宏观经济专题-20210102

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

海外事件&数据：中欧完成投资协定谈判；美国、英国等加快推进疫苗接种

中欧完成投资协定谈判；美国、英国等加快推进疫苗接种。12 月 30 日，中欧双方宣布完成投资协定谈判，全面推动投资自由化、加强经贸合作。为遏制疫情蔓延，英国紧急批准阿斯利康与牛津大学研发的疫苗入市，美国多个州加快推进疫苗接种工作。此外，美国佐治亚州即将举行参议员换选，两党竞选人选情胶着。

美国 11 月零售商继续补库，地产市场景气下滑；当周初次申请失业金人数回落。美国 11 月零售库存环比增长 0.7%，延续补库态势。地产销售方面，11 月成屋签约销售指数环比下滑 2.6%，不及预期的 0%，较前值进一步回落。就业方面，12 月 26 日当周初次申请失业金 78.7 万人，好于预期的 83.3 万人、连续 2 周改善。

国内事件&数据：PMI、利润增速均高位回落，财政政策要求“提质增效”

国内数据：制造业 PMI、工企利润增速高位回落；30 城商品房成交量增速回升，元旦电影票房同比翻番。12 月制造业 PMI 为 51.9%，回落 0.2 个百分点；原材料和出厂价格指数均大幅上行，创年内高点。11 月规模以上工企利润同比增长 15.5%，增速比 10 月份回落 12.7 个百分点，主因基数扰动。12 月，30 城商品房成交量同比增长 8.7%、

增速回升；元旦票房同比增长 100%，线下消费加快回暖。

国内政策：货币政策委员会例会延续中央经济工作会议定调，进一步明确货币政策“稳字当头，不急转弯”。四季度例会认为，“国内经济内生动力增强”，“但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击”。货币政策基调，基本延续了 12 月中央经济工作会议定调。会议强调，“稳字当头，不急转弯”，处理好恢复经济和防范风险关系，进一步发挥再贷款、直达实体货币政策工具等定向工具的牵引带动作用。

风险提示：疫苗有效性因病毒变异而出现变化

【宏观】制造业量缩价涨，关注信用“收缩”扰动——宏观经济点评-20210101

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

制造业产需高位回落，石油加工、化工产业链及医药制造业等 PMI 降幅较大

制造业产需较上月高位回落，生产指数降幅较大，新出口订单相对“韧性”。12 月，制造业 PMI 为 51.9%，回落 0.2 个百分点。其中，生产指数 54.2%、新订单指数 53.6%、新出口订单指数 51.3%，分别较上月回落 0.5、0.3、0.2 个百分点。总体来看，制造业景气高位回落，外需相对“韧性”，内需和生产回落幅度较大。

分行业来看，石油加工、化工产业链及医药制造业 PMI 降幅较大。12 月，石油加工、化学原料及制品、化学纤维及橡胶塑料等石化产业链，景气回落显著，PMI 下滑幅度均超过 3 个百分点。PMI 分项显示，这些行业均呈现原料价格上涨、生产和订单回落的格局。此外，医药制造业 PMI 回落 6 个百分点，也下滑明显。

价格指数攀升至年内高点、企业成本压力加大，小型企业 PMI 重回荣枯线下

部分原材料价格上涨，推升价格指数至全年高点，企业生产成本压力加大。12 月，原材料和出厂价格指数分别为 68%、58.9%，上升 5.4 和 2.4 个百分点，至全年高点。石油煤炭、黑色有色等上游制造业，两个价格指数超过 70%。在经济逐步修复、供给相对受限情况下，钢铁、煤炭等原料价格持续攀升，加大企业成本压力。

小型企业 PMI 回落明显、重回荣枯线以下；政策“不急转弯”，向小微企业倾斜。小型企业 PMI 为 48.8%，下降 1.3 个百分点，重回荣枯线以下。小型企业中反映原材料、物流和劳动力成本高的比例，分别上升 5.0、4.6 和 1.5 个百分点。政策“不急转弯”的内涵，便是通过结构性政策，保护这些恢复尚不牢固的微观主体。

疫情和政策等影响下，服务业景气分化；“赶工”逻辑阶段性支撑建筑业景气

服务业景气分化、总体回落，建筑业景气延续抬升。12 月，服务业商务活动指数为 54.8%、下降 0.9 个百分点。其中，航空、电信、金融等行业，持续位于 60%以上；餐饮、房地产、环保等，则位于临界点以下。在疫情和政策等影响下，服务业分化明显。建筑业商务活动指数为 60.7%，“赶工”逻辑或仍有阶段性支撑。

重申观点：新冠疫情影响下，国内外经济修复存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，2021 年的内外需或形成鲜明对比。在周期性复苏和前期刺激政策下，外需会非常强；内需来看，政策重心已逐步回到“调结构”，从“加”杠杆到“稳”杠杆的过程，带来的信用“收缩”力度市场或存低估。但不同以往，2021 年政策“退潮”和信用“收缩”过程中，结构的分化或更为显著。

风险提示：新冠疫情出现超预期变化；海外经济修复不及预期。

【金融工程】资产配置月报（2021 年 1 月）——金融工程定期-20210103

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：1 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 10.42%，最大回撤 2.32%，收益波动比 1.88。回看股债组合月度收益情况，12 月份组合月度收益率为 0.67%。展望 1 月份，建议配置沪深 300 股票类资产 15.8%权重，配置债券类资产 84.2%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 9.16%，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，12 月份组合月度收益率为 0.42%。展望 1 月份，建议配置中证 500 股票类资产 12.4%权重，配置债券类资产 87.6%权重，整体上中配股票类资产。

行业轮动模型观点：1 月份看好化工、轻工、电气设备、机械等

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。

2020 年 12 月份多头行业组合：有色金属、钢铁、机械设备、化工、国防军工、休闲服务、电子、银行、非银金融。组合平均收益率为 4.87%，基准组合收益率为 1.78%，超额收益率为 3.09%。

2021 年 1 月份行业配置推荐：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。板块上看多制造、周期板块。

股基 FOF 组合：12 月组合收益 9.40%，1 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。2020 年 12 月 FOF 组合收益率 9.40%，沪深 300 指数收益率为 5.06%，主动股基指数收益率为 9.76 %，工银股混指数收益率为 8.96 %。2021 年 1 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。

【金融工程】量化基金回撤：原因与展望——开源量化评论（14）-20210102

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001| 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002| 苏俊豪（联系人）证书编号：S0790120020012

量化基金 2020 年 11 月份回撤明显

11 月份公募量化对冲产品收益和指数增强产品超额收益均为负。公募量化对冲基金回撤 0.57%，公募沪深 300 增强基金跑输基准指数-0.91%，公募中证 500 增强基金跑输基准指数-1.47%。

11 月份头部私募管理人量化中性策略整体回撤。我们选取了 10 家头部量化私募的量化中性策略产品，全年平均收益率为 13.12%，整体表现亮眼。但在 11 月份，大部分量化私募中性产品收益为负，整体回撤幅度达到-1.83%。

量化基金回撤的原因

行业配置：行业风格切换会降低量化基金收益水平。从 11 月份行业表现来看，量化基金相对低配的有色金属、采掘、钢铁、银行等行业表现较好，相对高配的医药生物、传媒等行业表现较差。

成交热度：量化基金表现与市场成交额具有较强的正相关性。7 月份以来，两市成交额出现了明显下降，11 月份成交额处于相对低位。量化基金的各类子策略无法表现，整体表现平平。

基差贴水：基差贴水收窄导致量化基金收益下降。10 月底以来，基差贴水收窄明显，直接拉低量化对冲基金的产品净值。若以 IC 进行测算，11 月份基差收窄整体降低产品收益-0.42%。

打新收益：打新收益与 IPO 上市数量和规模息息相关。10 月和 11 月 IPO 上市数量和发行规模均出现明显下

滑，其中 11 月 IPO 上市数量创下近期新低，直接导致基金打新收益的下降。

量化基金后续展望：仍具配置价值

量化基金“11 月效应”：从过去 4 年时间来看，每年在 11 月份左右，量化基金收益表现不佳。但经历 11 月份回撤之后，量化基金的收益会重回升势。

行业配置：频繁的行业切换不具有持续性，随着市场回归主线，量化模型的行业配置收益也会趋于稳定。成交热度：当前市场交易活跃程度处于中等水平，未来市场很难回到 2017 年至 2018 年的低成交额水平。基差贴水：目前基差贴水幅度相对较低，对冲成本端吸引力较强。后续若基差贴水扩大，也可享受基差贴水扩大带来的净值上升。打新收益：受蚂蚁上市的偶然事件影响，11 月 IPO 规模相对减少。随着全面注册制的推行，资本市场直接融资功能的有效发挥，IPO 上市数量和规模会呈现常态化趋势，打新收益也会有一定提升。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】高频股东数据的隐含信息量——开源量化评论（13）-20201231

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（联系人）证书编号：S0790120030040

互动易平台实时披露的数据是定期报告披露数据的有益补充

互动易平台上关于上市公司最新股东户数的问询相对频繁，隐含着投资者认为股东户数的相关信息与公司股价的未来表现有一定的联系。

互动易平台关于股东户数问询的有效回复每期占比在 20%~30%的区间波动，每期有效回复个股数量在 600 只上下。

过去八年间，1/4 的深交所上市公司通过互动易平台披露最新股东户数的次数少于 12 次；近 80 家上市公司披露股东户数超 150 次；383 家上市公司始终未在该平台上披露过股东户数相关信息。

低频股东户数变化因子具有选股能力

低频股东类因子更新频率低，时效性差，低频数据的高频化需要选择合理的方法。

低频股东户数因子（ABS_N）不具有选股能力，但低频股东户数变化因子（PCT_N）具有比较优秀的选股能力。即，股东户数本身的大小不具备获取超额收益的能力，但股东户数的变动蕴含着丰富的信息。

低频股东户数变化因子（PCT_N）多头累计净值 4.58，多空累计净值 1.73，年化收益率 21%，夏普比率 0.72。

纳入高频股东数据的合成股东变化因子具有收益增强能力

高回复个股数前期逐步增加，后期趋于稳定，每期高回复个股数量在 600 只左右浮动。

高频合成股东户数变化因子（M_PCT_N）相对于低频股东户数因子（PCT_N），无论从五分组收益还是多空对冲净值上都产生了一定的提升作用。

M_PCT_N 因子多头累计净值 4.79，多空累计净值 1.97，年化收益率 22%，夏普比率 0.74。

在高回复股票池中，高频合成股东户数变化因子（H_M_PCT_N）相比低频股东户数因子（H_PCT_N），有更好的效果提升。

不同股票池下高频股东数据信息含量不一

股东类因子与各主要大类风险因子具有较低的相关性。其中，相关性最高的为流动性因子，相关性最低的为市值类因子。

不同股票池下，高频数据对原始低频因子的增益效果差异明显。其中，以深证成指增益最高，年化超额达到 10%。

一言以蔽之，高频股东数据的纳入能够帮助传统的低频股东因子产生额外的收益增益，但增益幅度的大小与选取的股票池相关。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】交易行为因子绩效月报（2020 年 12 月）——金融工程定期报告-20201231

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 傅开波（分析师）证书编号：S0790520090003 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

交易行为因子概述

稳健的交易行为模式中，蕴藏有稳健的 alpha 源。循着这一研究理念，我们陆续提出了一系列基于交易行为的选股因子，受到量化投资同行的认可。其中：理想反转因子的交易行为逻辑是，A 股反转之力的微观来源是大单成交，通过每日平均单笔成交金额的大小，可以切割出反转属性最强的交易日；聪明钱因子的交易行为逻辑是，从分钟行情数据的价量信息中，可以识别出机构参与交易的多寡，进而构造出跟踪聪明钱的因子；APM 因子的交易行为逻辑是，在日内的不同时段，交易者的行为模式不同，反转强度也相应有所不同；理想振幅因子的交易行为逻辑是，基于股价维度可以对振幅进行切割，不同价态下振幅因子所蕴含的信息存在结构性差异。我们将上述因子汇总在一起，做定期的跟踪，以及时监控交易行为类因子的动态表现。

全历史区间：理想反转因子、APM 因子表现较好，聪明钱因子、理想振幅因子表现优异

在全历史区间内，理想反转因子的 IC 均值为-0.054，rankIC 均值为-0.066，信息比率为 2.77，多空对冲月度胜率为 79.07%。聪明钱因子的 IC 均值为-0.039，rankIC 均值为-0.06，信息比率为 2.88，多空对冲月度胜率为 80.22%。APM 因子的 IC 均值为 0.035，rankIC 均值为 0.036，信息比率为 2.46，多空对冲月度胜率为 78.02%。理想振幅因子的 IC 均值为-0.059，rankIC 均值为-0.076，信息比率为 3.42，多空对冲月度胜率为 87.5%。合成因子的 IC 均值为 0.079，rankIC 均值为 0.100，多空对冲信息比率 3.96，多空对冲月度胜率为 85.71%。

12 月份：聪明钱因子、理想振幅因子收益为正，理想反转因子、APM 因子收益为负

理想反转因子 12 月份多空对冲收益为-0.84%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.67%。聪明钱因子 12 月份多空对冲收益为 1.92%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.33%。APM 因子 12 月份多空对冲收益为-1.04%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 58.33%。理想振幅因子 12 月份多空对冲收益为 1.81%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 66.67%。交易行为合成因子 12 月份多空对冲收益为 0.14%，近 12 个月的多空对冲月度胜率为 75%。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【固定收益】信用债净融资额小幅上升，收益率整体下行——固收定期策略-20210103

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 梁岩涛（分析师）证书编号：S0790520070003

一级市场：净融资额小幅上升

1、上周（2020.12.28-2020.12.31，下同）发行量大幅减少，净融资额小幅上升。信用债发行量达到 712.57 亿元（环比减少 56.51%），净融资量达到-1,204.53 亿元（环比增加了 90.21 亿元）。细分来看，中期票据发行了 33.00 亿元，短期融资券发行了 167.30 亿元，公司债发行了 142.20 亿元，企业债发行了 19.00 亿元，定向工具发行了 0 亿元。

2、推迟或取消发行债券规模小幅减少。上周（2020.12.28-2020.12.31）有 30 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 107.53 亿元，规模上相较前一周 183.3 亿小幅减少。

二级市场：信用债成交量缩量，收益率整体下行

上周（2020.12.28-2020.12.31）信用债二级成交量 4,742.78 亿元，环比下降 38.90%。企业债上周成交 217.71 亿元（环比下降 37.06%），公司债上周成交 133.95 亿元（环比下降 48.89%），中期票据上周成交 1,436.47 亿元（环比下降 39.15%），短期融资券上周成交 774.45 亿元（环比下降 52.78%）。

信用债收益率以下行为主。上周（2020.12.28-2020.12.31）信用债收益率以下行为主，尤其以中短期票据、企业债和城投债下行明显。

产能过剩行业信用利差小幅收窄，上游原材料价格涨跌互现。截至 2020 年 12 月 30 日，采掘、钢铁、有色金属行业信用利差（中位数）分别为 142.23bp、184.40bp、108.48bp。主要城市螺纹钢、线材、热卷板螺纹钢库存环比减少 2.71%、2.58%、0.73%。

评级调整：4 家主体评级下调

上周（2020.12.28-2020.12.31）4 家主体评级下调，无主体评级上调。

债市要闻：绿色金融政策日益完善，绿色债券存量规模居世界第二

生态环境部：绿色金融政策日益完善，截至上半年，绿色信贷余额已超 11 万亿元，居世界第一；绿色债券存量规模达 1.2 万亿元，居世界第二。

风险提示：经济复苏低于预期，政策支持力度不及预期。

【中小盘专题】股权融资大时代，密切关注解禁节奏——中小盘 IPO 专题-20210103

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

股权融资大扩容背景下，A 股解禁和减持规模创新高

注册制改革推动的 IPO 大扩容以及再融资新政落地推动定增市场的快速复苏，资本市场迎来了股权融资的大时代，A 股解禁规模也不断攀升。2020 年首发解禁市值达 2.98 万亿元，同比大幅增加 89.8%。2020 年定增解禁市值达 1.3 万亿元，同比增长 3.1%。解禁规模的大幅扩容叠加较高的解禁收益共同推动减持规模持续提升。2020 年 A 股平均解禁收益率达 109.7%，较 2017、2018 和 2019 年的 27.3%、40.1%和 39.3%大幅提升。可观的解禁收益率提升了减持意愿，2020 年重要股东实际减持市值占总解禁市值的比例达 19.1%，同样较 2017、2018 和 2019 年的 10.4%、10.6%和 17.0%显著提升，对应 2017/2018/2019/2020 年绝对减持金额分别为 2281.8/2503.3/4658.1/7386.9 亿元。

一般性解禁扰动可被快速消化，集中大额解禁对个股/科创板带来较大压力

我们对 2017 年以来解禁数据的分析结果显示：个股解禁前 7 天开始出现明显的相对负收益，且随着解禁日的临近，相对负收益越发显著，而解禁日之后，相对收益迅速回正。即一般情况下，限售股解禁会使股价短期承压，但这更多是情绪上的扰动，市场能够快速消化。但从科创板经验来看，集中的大额解禁对个股和板块会形成较大的压力。2020 年科创板月解禁规模占流通市值比例平均为 15.3%（其他板块均在 2%以下），其中 7 月份高达 78.8%。在大额解禁压力下，科创板个股收益率显著跑输市场，且在解禁日之后 7 天内，解禁个股股价相对科创 50 指数仍有明显的负收益。大额解禁不光对个股造成直接影响，对科创板整体也产生了显著压力。2020 年 7 月 22 日集中解禁日至 12 月 25 日，科创 50 指数累计下跌 9.8%，而同期上证指数/深证成指/创业板指/中小板指分别上涨 1.9%/2.6%/2.6%/2.6%。

2021 年解禁规模或近 5 万亿元，集中解禁时点与板块值得重视

我们预计 2021 年 A 股整体解禁规模将超过 4.8 万亿元，同比 2020 年增长 9.1%，其中首发解禁规模将达 3.5 万

亿元，定增解禁达 1.3 万亿元。随着注册制在存量市场的全面推广，首发解禁将在未来一段时期内推动 A 股解禁规模持续攀升。而借鉴科创板的经验，对于集中解禁规模较大的时点和板块，需提前关注可能面临的解禁压力。据我们统计，2021 年 5-10 月将是解禁高峰期，其中 6 月单月解禁规模预计超 1 万亿元。板块方面，2021 年创业板预计解禁规模达 1.2 万亿元，对应 2020 年 8 月创业板实施注册制以来的 IPO 扩容。另外，2021 年科创板解禁集中在 7-8 月，届时对科创板整体的影响同样值得重视。行业方面，高成长性高估值是 2021 年集中解禁行业。其中首发解禁主要集中在电子、医药、非银金融、电气设备、机械设备和计算机行业，预计定增解禁规模前六大行业依次为化工、电子、传媒、电气设备、计算机和国防军工。个股方面，2021 年宁德时代、迈瑞医疗、工业富联、中信建投、中国人保、京沪高铁的解禁规模将超千亿元。

风险提示：流动性风险、市场剧烈波动风险等。

【中小盘专题】次新股说：退市新规正式落地，重大财务造假退市标准大幅收紧（2020 批次 50、51）——中小盘 IPO 专题-20210103

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（2020 批次 50、51，下同）核发新股 7 家，科创板和创业板注册 12 家

证监会本批核发新股 7 家（上批 8 家），科创板和创业板注册 12 家（上批 12 家），核发速度与注册速度保持稳定。主板和中小板：传智教育、南网能源、重庆银行、新炬网络、征和工业、神通科技、合兴股份。科创板：浩欧博、天能股份、海优新材、聚石化学、富淼科技、银河微电。创业板：药易购、华安鑫创、屹通新材、华骐环保、通用电梯、中辰电缆。

2020 年 12 月 31 日，上交所和深交所分别发布正式的退市新规及配套制度。相比此前的征求意见稿，退市新规主要在以下几个方面进行了调整和完善：（1）大幅下调财务造假导致的重大违法退市标准。一是将造假年限由 3 年减少为 2 年；二是将造假金额占利润的比例由 100%降至 50%；三是将净利润、利润总额或资产负债表各科目造假金额合计数由 10 亿元降为 5 亿元；四是新增营业收入造假指标。这一调整很好的体现了监管层对造假行为“零容忍”的态度，有利于更有力地约束上市公司违法行为；（2）完善“扣非净利润+营业收入”组合类财务退市指标的相关表述，使其中营业收入的扣除范围更为明确和规范；（3）完善重大违法类退市的限制减持情形。退市新规正式稿新增触及重大违法类强制退市公司的控股股东、实际控制人、董监高等特定主体，自相关行政处罚决定事先告知书或者司法裁判作出之日起至公司股票终止上市并摘牌前，不得减持公司股份。

本期科创板和创业板上会 22 家，主板和中小板上会 8 家，驰田汽车、前进暖通被否

本期科创板和创业板上会 22 家，较上期 32 家有所减少，过会率为 95.45%。前进暖通被否。主板和中小板上会 8 家，较上期 7 家有所增加，过会率为 87.50%，驰田汽车被否。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 10.81 亿元，低于上期的 8.02 亿元。本期主板和中小板平均募资约 9.72 亿元，高于上期的 12.72 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 115.9%，低于上期的 154.7%。本期创业板上市首日平均涨幅 158.8%，低于上期的 237.9%。主板和中小板本期开板新股 5 只，开板平均涨幅为 74.0%，低于上期的 87.5%。

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，积极布局 AIoT 市场）、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】粮食没有危机：当粮食信息化定价遇到全球的小冰河期，短期利率债仍存结构性机会——固收

专题-20210102

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

历史上粮食定价模式出现过几次重要变化

（1）1995 年之前，气候变化对当期农产品的收成具有决定性作用，而粮食收成又完全决定粮食价格；

（2）1995 年-2007 年，粮食产量不再决定粮食价格，粮食产量与粮食价格在此间从负相关关系转为正相关关系；

（3）2007 年之后，天气因素对粮食产量的影响在明显变弱。

国内粮食产量已经不再与气候高度相关

从过去三轮太阳活动的极小周期看，异常的气候对粮食产量的影响正在减弱。太阳黑子活动的周期直径大概为 11 年左右，前三次太阳黑子活动周期的底部分别为：1986 年、1997 年以及 2008 年。1986 年及 1997 年当太阳进入活动极小期后，都在后续引起了粮食的严重减产，但 2008 年太阳黑子的弱活动对粮食产量的影响就不大，其原因应该是在粮食定价的第三阶段，粮食生产已经具备相当的抗灾能力。

后续海外的通胀预期很难充分映射到国内的粮价市场

我们认为，海外对粮价的定价正在逐步进入第三阶段，即粮价预期充分稳定的阶段。一是从全球 M2 与粮价的相关表现看，粮价对货币因素的反映越来越不灵敏，粮价预期对粮价波动的加剧作用不如过去明显；二是当前全球 M2 也出现一些头部的迹象，这意味着未来全球粮价可能不再因预期问题而出现太大的上涨空间。

海外粮食价格传导到国内也同样并不顺畅。近 15 年来，国内粮食价格的波动明显比海外更加平滑，其原因除了中国的粮储政策对粮食价格的稳定力度更大外，还在于中国并非在所有粮食品类上都存在较高的对外依存度，这些粮食品类之间也并非是可互相替代的。

短期利率债存在波段机会，而流动性恢复中性位置，利率的上行概率仍偏高

CPI 在短期可能最多会因基数效应而终止下跌，但难以因粮价问题而明显上涨。后续我们面临的通胀更多是结构性的，这会降低货币政策收紧的斜率，但货币政策收紧的轨道仍然没有走完。短期因为货币政策过紧修复的问题，利率债存在一些波段性机会，而当流动性恢复到相对中性的位置后，收益率仍然存在偏高的重新上行的概率。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

【固定收益】2021 年的债券市场：最关键的十张图——固收专题-20210101

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

大宗商品价格目前仍是被低估的

大宗商品当前的价格仍处在被低估的状态。仅就大宗商品的金融属性看，大宗商品的价格上涨幅度还远远不足，其原因可能是：面对包括疫情在内的不确定性，资金并没有充分 risk-on 或参与到通胀交易中来。

全球经济政策不确定指数和美国 VIX 指数是全球风险资产重要的风险溢价指标。2020 年 5 月后，全球经济政策不确定指数开始明显走低，VIX 指数重新回到 25 以下的低位，黄金避险价值的下降也推动黄金价格出现见顶形态，这些变化可能与新冠病毒致死率的下降及疫苗预期有关。

原油价格在 2021 年可能回到 65 美元附近

主要品种中，原油是被显著低估的品种。其原因可能是：由于疫情原因，产油国的原油在出口上存在困难，欧佩克的油轮运量已经连续 3 个月徘徊在-20%左右的低位。因此，交易的不充分延缓了油价对需求的反应。但这是暂时性的，未来油价大概率会出现大幅上涨。

10Y 国债收益率的高点可能在 3.6%附近

我们预计 PPI 可能会在 2021 年涨至 3.5%-4%的区间，且 PPI 可能会单方面引起货币政策持续收紧。根据历史经验，当 PPI 处于上升趋势时，货币政策很少会出现主动性宽松。PPI 的上升会促成“企业利润改善-融资扩张-资本开支加速”这一正向循环，这会推动利率的持续上行。此外，为了防止此过程对服务业的挤出，货币政策在此间大概率也会呈现收紧的态势。

与 2013 年及 2017 年不同的是：这一次监管可能是温和且适度的，不会通过减少资金流动速度的方式去增加利率上行的斜率。当前的 10Y-30Y 利差水平并未大幅收窄，且仍然维持在历史高位，从该迹象看，收益率曲线并未发生明显变化。

当前信用违约的原因是信用体系的分化

自这一轮融资扩张以来，只有信用评级在 AA-以上的信用利差水平出现下行，而信用评级 AA-（包含）以下的信用利差水平则不降反升。这表明：只有信用评级本偏高的企业才在一定程度上受益于此次融资扩张，但资金风险偏好并没有充分上升，资金对低评级主体的信用风险仍然高度警惕。

社融是后续信用风险变化的核心变量，当前的社融可能已处在筑顶的过程中。无论是针对非标的监管措施还是持续走低的风险偏好，都可能会使非标融资失去其应有的韧性，从而导致社融缓慢下行。一旦 2021 年 Q4 社融增速下降至周期中位数以下，自上而下的融资体系可能会变得更加困难。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【石油化工】油价维持 50 美元上方，涤纶长丝持续涨价——行业周报-20210103

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价维持 50 美元上方，涤纶长丝持续涨价

截止本周四（12 月 31 日，下同），Brent 原油价格为 51.72 美元/桶，周环比上涨 0.42 美元/桶；WTI 原油价格为 48.48 美元/桶，周环比上涨 0.28 美元/桶，API 和 EIA 原油库存双双下降，特朗普签署疫情纾困法案支撑油价。聚酯方面，本周 POY 报价 5775 元/吨，周环比增加 46 元/吨，多企业进行年终检修供应压力减小，短期长丝价格有望维持；下游纺织企业因节能减排、物流、疫情、订单等情况限制需求稍显疲软，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，随行业需求持续回暖，低库存环境有利于提前迎来“金三银四”行情。天然气方面，原料气以及进口气资源均陆续提量，多数工厂因 LNG 价格高企开工率下降，使得工厂用气需求量有所下降，价格回归理性。受益标的：1）民营大炼化：桐昆股份、恒逸石化、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。

供需改善&持续去库，关注 OPEC+新一轮会议情况

供给维稳：根据 EIA 最新数据，12 月 25 当周，美国原油产量为 1100 万桶/天，维持上周的产量。Baker Hughes 公布 12 月 31 日的当周数据，美国活跃钻机数量为 351 台，周环比增加 3 台；库存减少：12 月 25 当周，美国商业原油和油品总库存为 13.42 亿桶，周环比减少 1493 万桶。其中，商业原油库存为 4.93 亿桶，周环比减少 607 万桶；汽油库存为 2.37 亿桶，周环比减少 119 万桶；需求回暖：12 月 25 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 79.40%；消费方面，本周美国油品总消费为 1932 万桶/天，周环比增加 23 万

桶/天，汽油消费 813 万桶/天，周环比增加 11 万桶/天。特朗普签署疫情纾困法案使市场乐观情绪增加，美国股市多次刷新历史记录新高，支撑油价；OPEC+将于 1 月 4 日召开会议以讨论是否从 2 月起进一步增产。沙特和俄罗斯政府官员重申近期会议上对 OPEC+协议的承诺，下周仍需关注新一轮的 OPEC+会议情况。

产销回落&长丝低库存持续，价格继续上涨

本周（2020.12.28-2020.12.31，下同）涤纶长丝市场小幅上调，国际油价震荡整理，长丝成本端向上支撑有限，但多企业进行年终检修供应压力减小，短期长丝价格有望维持；下游纺织企业因节能减排、物流、疫情、订单等情况限制需求稍显疲软，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，随行业需求持续回暖，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 5775 元/吨，周环比增加 46 元/吨，FDY 报价 6800 元/吨，周环比增加 90 元/吨，DTY 报价 7550 元/吨，周环比增加 80 元/吨。价差方面，本周 PX-石脑油价差缩小 1.94%；PTA-PX 价差缩小 4.62%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 2.95%。

市场需求有所下滑，LNG 价格回归理性。

根据百川盈孚，本周 LNG 价格指数为 6533 元/吨，周环比下行 14.89%。供给端，原料气以及进口气资源均陆续提量，国内整体资源量有所提升。需求端，本周北方寒流来袭，城燃需求提升，利好 LNG 市场交投，但是由于前期多数工厂因 LNG 价格高企开工率下降，使得工厂用气需求量有所下降，因此本周 LNG 市场整体交投环比放缓，价格方面基本回归理性。

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。

【钢铁】社库环比回升，关注后期累库速度——行业周报-20210103

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

钢价止跌企稳，社库环比上升

虽然本周社会库存出现累积，但钢价在经历前期的大涨大跌之后，初现企稳迹象。伴随着冷空气南下，近期钢材成交继续走弱，螺纹表观需求已经回落至往年平均水准。但由于此种需求回落只是季节性规律使然，因此近几周的表需放缓并不会对钢价形成负向压制作用，后期钢价波动的关键主要在于两点，一是市场对来年开春的需求预期，从目前看当前预期较为乐观；二是冬储力度，如果预期乐观，产业链提前囤货将导致当前钢价表现较强，但会对来年钢价不利，反之则是利多。我们认为前者是决定性的，并作用于第二点。此外，由于冬储还有主动与被动之分，主动冬储推动当期价格上涨，而被动冬储虽然库存依然上涨，但同期价格表现却较为孱弱，因此后期虽然库存都将走高，但意愿的差别将导致价格表现可能截然相反。

关注供给端对累库速度影响

由于近期钢价整体涨幅较大，目前价位钢贸商主动冬储意愿较为疲弱，但这并不意味着钢价不能涨，在需求相对真空阶段，宏观预期将推动商品价格维持强势，这也是我们近期看好钢价偏强的核心因素。但值得注意的是，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我们在年度策略报告《黎明远航，聚焦成长类周期股投资机会》已有详细阐述，欢迎大家前去查阅。对于股票投资机会，由于板材供给端相对较为健康，其受益标的主要有宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等，其次铁矿石及锂电涨价受益标的包括河钢资源以及永兴材料等。

板块重点数据跟踪：

需求缓慢走弱：本周（12 月 28 日-12 月 31 日，下同）全国建筑钢材成交量均值 19.5 万吨，周环比下降 1.48 万吨。根据 Mysteel 数据测算显示，螺纹钢表观消费 372.2 万吨，周环比下 降 1.99%；热轧板卷表观消费 333.7

万吨，周环比下降 2.84%;

供应整体平稳：全国高炉开工率（163 家）67.13%，周环比上升 0.28pct；唐 山钢厂产能利用率 80.33%，周环比下降 0.05pct。五大品种全国周产量共 1040.8 万吨，环比下降 5.45 万吨，降幅 0.52%。;

盈利表现全线走强：本周螺纹钢吨毛利 214 元，环比上升 127 元；热轧板吨 毛利 409 元，环比上升 138 元；冷轧板吨毛利 728 元，环比上升 242 元；中 厚板吨毛利 126 元，环比上升 223 元；

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期

【煤炭开采】寒潮来袭刺激动力煤需求增长，七大煤企联合倡议保供稳价——行业周报-20210103

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

寒潮来袭刺激动力煤需求增长，七大煤企联合倡议保供稳价

本周（2020.12.28-2020.12.31，下同）动力煤不改上涨趋势，环渤海动力煤指数 585 元/吨，环比微涨 0.5%，产地价格则大幅上涨，紧供给格局仍在持续。本周需求方面，全国迎来大范围寒潮降温，中东部地区降温幅度在 10℃左右，供暖及居民用电需求进一步推升火电耗煤需求，煤炭采购热度不减；产地方面，受安检力度加大及年终停减产增多影响，煤矿产量释放有限；进口方面，澳煤进口仍持续受限，俄罗斯、印尼受恶劣天气影响发运均受限，进口未能有效缓解紧张供给。后期判断，需求端受居民及工业用电支持，或于 1 月上中旬持续强势，但月底临近春节假期工业企业开工率下降将使工业用电需求有所回落；供给端，进入新一年，政策积极推动下，产地在保安全基础上将加大生产力度，同时进口新配额重新获得或将快速有效补充供给缺口，当前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趋势下基建、地产、制造业修复支撑，同时“十四五”推动供改深化，供给端稳定性增强，新增产能有序释放，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。宏观方面，12 月制造业 PMI 为 51.9%，较 11 月虽回落 0.2pct，但连续 10 个月站上 50 荣枯线，工业生产持续稳步恢复。行业方面，本周七大煤企联合发布倡议书，强调在保证安全生产的基础上增加市场供应、稳定煤价，表明了煤企在迎峰度冬期间保供稳价的决心。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，寒潮来袭推动需求增长

本周环渤海动力煤指数环比微涨，产地价格大涨，“供紧需旺”格局仍在持续。需求方面，本周寒潮降温进一步推升耗煤需求，火电持续高负荷，电厂库存低位采购力度不减。供给方面，产地受安检力度加大及年终停减产增多影响，煤矿产量释放有限；进口端澳煤仍受限，俄、印发运受天气影响，未能有效补充供给；北港库存本周小幅上涨，但仍处于低位，同时优质煤源仍然紧缺。总体看，供给端持续偏紧，支撑动力煤价强势运行。

煤焦钢产业链：本周双焦皆涨，新一轮焦价提涨幅度达 100 元

焦炭方面，本周焦价再次落实第十一轮提涨，涨幅达 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，钢厂高炉开工率持续高位稳定，同时库存降至全年低位，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，本周焦煤价格平稳上涨，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，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

【化工】2021 年中国将新建超 60 万个 5G 基站，杉杉股份收购 LG 偏光片资产获韩国政府批准——新材料行

业周报-20210103

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（2020.12.28-2020.12.31，下同）行情回顾

截至本周四（12 月 31 日），上证综指收于 3473.07 点，较上周五（12 月 25 日，下同）的 3396.56 点上涨 2.25%；创业板指报 2966.26 点，较上周五上涨 4.42%。新材料指数报 3751.49 点，较上周五上涨 0.46%，跑输创业板指 3.96%；半导体材料指数报 1742.15 点，较上周五上涨 0.05%，跑输创业板指 4.37%；液晶显示指数报 9878.45 点，较上周五上涨 1.49%，跑输创业板指 2.92%；OLED 指数报 2778.62 点，较上周五上涨 1.18%，跑输创业板指 3.23%；尾气治理指数报 2224.85 点，较上周五上涨 0.65%，跑输创业板指 3.76%。

本周新材料板块的 100 只个股中，有 60 只周度上涨（占比 60%），有 40 只周度下跌（占比 40%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：三利谱、彩虹股份、金宏气体、杭州高新、银禧科技；7 日跌幅前五名的个股分别是：凯美特气、乐凯新材、中环股份、容大感光、石大胜华。

开源化工新材料周观察：杉杉股份收购 LG 偏光片资产获韩国政府批准

偏光片是显示器件的核心材料，随着韩国面板企业逐步退出 LCD 面板产业，中国大陆液晶面板企业全球市占率稳步提升至世界第一。国内偏光片市场规模持续快速增长，OFweek 预测 2020 年国内偏光片市场规模将超过 50 亿美元，国内偏光片增速显著高于全球增速。偏光片具备一定的技术壁垒，主要被日东电工、住友化学、LG 化学等几大厂商垄断，2018 年前三大厂商市场份额为 66%。杉杉股份拟通过持股公司间接购买 LG 化学旗下在中国大陆、中国台湾和韩国的 LCD 偏光片业务及相关资产 70%的权益，收购价为 7.7 亿美元。2020 年 12 月 29 日，杉杉股份公告，本次交易已取得韩国公平贸易委员会有关经营者集中事项的批准。我们认为杉杉股份并购 LG 偏光片资产，有望补齐国内产业短板，提升偏光片本土配套率，未来充分受益中国大陆面板产业的崛起。

重要公司公告及行业资讯

【濮阳惠成】预计 2020 年归属于上市公司股东的净利润为 1.74 亿元-1.89 亿元，比上年同期增长 20%-30%。

【5G 材料】工信部部长肖亚庆在 2020 年 12 月 28 日召开的 2021 年全国工业和信息化工作会议上提及 2021 年将有序推进 5G 网络建设及应用，加快主要城市 5G 覆盖，推进共建共享，新建 5G 基站 60 万个以上。

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、彤程新材、斯迪克、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。

【商业贸易】围绕“人货场”的渠道效率升级仍是零售行业主题——行业周报-20210103

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

围绕“人、货、场”实现渠道效率升级，仍是零售行业的主旋律

2020 年，新冠疫情对零售行业影响显著，但随着疫情缓和，整体社会消费和零售企业经营均已在稳步复苏。后疫情时代，人口代际变迁和渠道流量变革，仍在持续推动零售行业“人、货、场”的演进升级。（1）人：从消费者年龄代际和城市线级特征看，Z 世代和下沉市场已成为重要消费增量；而随着 Z 世代崛起，颜值经济、潮玩、时尚珠宝等“悦己型消费”（特征为消费需求出发点是“提升自身幸福感”）也开始蓬勃发展。（2）场：从消费场景特征

看，疫情驱动线上电商渠道渗透率持续提高；与此同时，社区团购快速发展，凭借模式创新和效率升级，有望带来下沉市场的零售效率革命。（3）货：需求端随着新生代消费群体崛起和场景变革，“悦己消费”兴起；元气森林、三顿半为代表的细分赛道“新品牌”亮眼；供给端在 DTC、C2M 等模式对供应链的反哺下，各类“新物、好物”涌现，自有品牌崛起。此外，2020 年我们也看到元气森林、三顿半、钟薛高等网红新锐品牌先后受到热捧，总结共性经验，差异化精准定位、深挖消费者需求是新品牌成功关键。我们认为，对零售企业而言，人口代际和渠道流量变迁也意味着新的发展机遇。展望未来，深挖下沉市场，通过数字化赋能围绕“人、货、场”实现渠道效率提升，仍是零售企业的重要竞争策略和发展方向。

行业关键词：免税、新品牌、生活方式趋势、七鲜超市、京喜拼拼等

【免税】海南新增 6 家离岛免税店，全岛免税店增至 10 家。

【新品牌】天猫“2020 十大新品牌”发布，食品、美妆为新品牌主阵地。

【生活方式趋势】小红书发布《2021 生活方式趋势关键词》。

【七鲜超市】京东旗下七鲜超市北京时代 Life 店开业。

【京喜拼拼】京东旗下社区团购平台“京喜拼拼”小程序正式上线。

板块行情回顾：2020 年零售板块虎头蛇尾、跑输大盘

2020 年零售板块（商业贸易指数）报收 3233.83 点，同比基本持平（-0.22%），全年行业走势虎头蛇尾，跑输上证综指（全年上涨 13.87%）14.09 个百分点，表现在 28 个一级行业位居第 22 位。全年来看，零售各细分板块中专业市场、多业态零售表现较好。个股方面，王府井（+134.8%）、北京城乡（+110.1%）和吉宏股份（+107.4%）2020 年涨幅靠前。

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）：一路向“美”，由可选变为刚需；关注化妆品和轻医美优质细分赛道，重点推荐玻尿酸产品龙头爱美客；

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、豫园股份、爱婴室。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【新能源与电气设备】国产 Model Y 大幅降价，引领电动化加速发展——行业点评报告-20210103

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

国产 Model Y 大幅降价，利好国产特斯拉供应链

1 月 1 日，特斯拉宣布国产 Model Y 正式发售，长续航版、高性能版车型价格分别为 33.99 万元、36.99 万元，较此前的降幅分别为 14.81 万元、16.51 万元；同时取消了 Model 3 长续航版，高性能版价格从 41.98 万元降至 33.99 万元。参考 Model 3 的降本方案，我们预计后续标续版 Model Y 有望推出，售价或将降至 30 万元以下。假定标续版 Model Y 于 2021 年中推出，我们预计 2021 年、2022 年特斯拉全球销量分别为 96、132 万辆，同比增速 92.4%、37.5%；国内销量分别为 34、43 万辆，同比增速 157.6%、26.5%。另外，得益于国产特斯拉的低成本优势（背后是更高的生产效率、完善的产业链配套等），我们预计国产特斯拉出口将持续提升。推荐标的：宁德时代（现配套 LFP 版 Model 3，预计后续有望配套 Model Y）、恩捷股份（宁德时代、LG 化学核心供应商）、宏发股份，受益标的：科

达利、三花智控。

我们预计后续国产 Model Y 价格有望进一步下探至 30 万元以下，或将搭载由 CATL 提供的 LFP 电池

（1）目前 Model Y 仅包含长续航版和高性能版两款车型，暂未推出标续版。（2）美版标准续航版、长续航版、高性能版售价分别为 3.8、4.9、5.5 万美元，美版 Model Y 长续航版、高性能版售价分别为 5、6 万美元，同一版本美版 Model Y 售价较 Model 3 高不到 10%。我们推断，如后续标续版 Model Y 推出，预计其售价较标续版 Model 3 高 10%左右，国产标续版 Model Y 有望降至 30 万元以下，触及更广阔的市场空间。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。

当前国内纯电动豪华 SUV 市场尚处于“供给不充分”阶段，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 50%。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。

看好国产特斯拉出口持续提升，带动国产特斯拉供应链走向海外

10 月底特斯拉官宣国产 Model 3 首次出口欧洲，打开了国产特斯拉外供的序幕。得益于国产特斯拉的低成本优势（背后是更高的生产效率、完善的产业链配套等），后续特斯拉上海工厂的供应范围有望辐射至亚太地区，带动国产特斯拉供应链走向海外。

风险提示：降价幅度不及预期、疫情等因素影响需求。

【食品饮料】2020 完美收官，2021 乐观展望——行业周报-20210103

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：食品饮料全年跑赢市场，2021 年两条主线选股

2020 年完美收官，食品饮料涨幅领跑市场，其他酒类表现优异。2020 年食品饮料指数上涨 85.3%，跑赢沪深 300 约 57.6pct，在一级子行业中排名第三，仅次于休闲服务与电气设备。分子行业看，其他酒类（+198.2%）、调味品（+108.1%）、黄酒（+106.4%）超额收益明显。软饮料（+23.4%）、葡萄酒（+29.8%）等跑输大盘及食品饮料板块。食品饮料 2020 年实现了戴维斯双击，全年 PE 较 2019 年底提升 60%，预计 2020 年净利增长 18%，两者共同作用，年初至今板块市值上涨 85%。个股方面：2020 年最大变化在于疫情影响，消费者集中在家庭消费，休闲食品个股表现较好，增速快的白酒以及部分次新股涨幅居前。从基金重仓持股来看，2020Q3 食品饮料配置比例达 8.6%水平，为全年高点，板块仍受到资金追捧。

往 2021 年展望，大背景环境是经济活动仍在缓慢复苏。从基本面的角度来看，多数子行业应处于回暖改善过程，基本面持续向上；从估值角度来看，目前多数食品饮料公司估值已在高位。我们选取 2021 年食品饮料交易策略两条主线：一是坚守行业龙头长期持有，如五粮液、贵州茅台、山西汾酒、海天味业、伊利股份等；二是寻找行业低估值同期长期成长逻辑持续的股票，可能短期获得超额收益，如中炬高新、煌上煌、嘉必优等。此外，考虑到部分企业处于基本面底部，未来具有改善预期，可重点关注恒顺醋业、涪陵榨菜、洋河股份等。

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

12 月 28 日-12 月 31 日，食品饮料指数涨幅为 6.8%，一级子行业排名第 1，跑赢沪深 300 约 3.4 pct。子行业中黄酒（16.3%）、乳品（10.0%）、白酒（8.2%）相对领先。个股方面，青海春天、泉阳泉、皇台酒业等涨幅领先；桂发祥、贝因美、黑芝麻等跌幅居前。

重点新闻：古井贡酒收购明光酒业 60%股权

公司以自有资金 2.0 亿元收购安徽明光酒业有限公司 60%的股权（来源于酒说）。

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。

【通信】5G 网络 2B/2C 端应用齐头并进，普及有望超预期——行业深度报告-20201231

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

我国 5G 应用开展主要以 2B 端专网应用为主，2C 端并行，5G 基建全球领先，维持对通信“看好”评级

根据工信部数据显示，目前我国 5G 流量组成中约 80%由 2B 端组成，20%由 2C 端构成。在我国基站尚未完全深度覆盖情况下，以范围较小、结构相对简单、应用途径较广的专网作为 5G 商用切入点为我国现阶段的主要发力方向。随着中国联通 5G 跨域物联网在三一智矿开通、中国移动助力打造海尔智慧工厂、中国电信助力中国航发南方公司企业效率提升、广电 700M 电力专网在陕西建成，我国四大运营商 5G 专网项目皆成功落地，预计未来将持续拓展。我国互联网公司基于云游戏、车联网及大视频的尝试及运营商对于 5G 消息的推广将使得 5G 应用不断升温。基于我国 5G 基站部署持续高景气，700 打底网将给 5G”好用“带来质的飞跃，5G 终端数量持续突破，维持对于通信行业的“看好”评级。

韩国依托丰富的内容资源发展 5G2C 端应用，中国 5G 应用有望后来居上

目前欧洲、日本、美国等 5G 建设及应用均不成熟，韩国于 2019 年 4 月成为首个 5G 商用的国家，其 5G 主要发展策略为依托本国较充足的内容资源不断丰富 2C 端应用拉动 2B 端行业应用。韩国运营商在 2C 端思路类似，以内容优势提升客户粘性，其中 LGU+公司依托其 5G 在首尔的高覆盖率推出 AR 及大视频回放等 5G 应用，使得用户可以在足不出户的情况下完成与女明星约会、从不同角度观看高尔夫及棒球赛等活动，完成 5G 用户数的较快速度提升。

凭借人口资源优势，中国将成为全球 5G 市场大国，市场规模是韩国所不能比拟的。5G 技术方面，华为、中兴通讯是全球通讯设备排名前四厂商，并在 5G 专利上遥遥领先，在政策、市场等利好因素驱动下，中国 5G 应用有望后来居上。

投资建议：静候 700M，5G 迎来可用到好用变革，看好 2C/2B 应用发展

随着运营商三期集采临近，进一步加大 5G 基站的建设力度可期，5G 的网络覆盖质量将更好，5G“好用”再加速。随着重启 5G 的设备采购及 5G 频率重耕带来网络质量的质变，我们认为 5G 应用板块有望迎来一轮反转行情，相关公司业绩的高增速将是考察个股表现的关键因素。推荐标的：光芯片仕佳光子（688313），专网佳讯飞鸿（300213），物/车联网移远通信（603236）、广和通（300638）、移为通信（300590），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），5G 消息梦网集团（002123），IDC 科华恒盛（002335）、英维克（002837）、佳力图（603912），5G 消费终端小米集团（1810）。

风险提示：5G 建设不及预期风险；中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展

【通信】中欧投资协定落地，以更开放的姿态拥抱中国 5G——行业点评报告-20201231

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

中欧投资协定谈妥了，以更开放的姿态拥抱中国 5G，维持通信行业“看好”评级

近日中欧领导人共同宣布如期完成中欧投资协定谈判，从目前的情况来看，中欧投资协定谈判目标已经完成。中欧投资协定将有力拉动后疫情时期世界经济复苏，促进全球贸易和投资自由化、便利化，增强国际社会对经济全球化和自由贸易的信心，将构建更开放型世界经济。科技领域的往来将更加市场化和便利化，欧洲各国将以更开放的姿态拥抱中国以及中国 5G 发展，我们对通信行业维持“看好”评级。

中国 5G 引领世界，更开放的环境有望加速世界 5G 进程

4G 时代中国跟随，5G 时代中国引领世界。根据 GSMA 数据，中国现在拥有全球绝大部分的 5G 连接(超过 75%)。中国庞大的人口、5G 手机成本的降低以及中国现建有接近 72 万个 5G 基站的事实是这一数字背后的关键原因。简而言之，中国 5G 基础设施建设位于全球之首。

当前正处在中美科技较量的关键时期，以华为、中兴通讯为代表的国内科技企业受到以美国为首的西方势力的处处打压，阻碍 5G 进程。事实上 5G 已经远远超越了信息通信技术的范畴，5G 通过产业间的关联效应和波及效应，深入交通、工业、视频娱乐、教育、医疗等千行百业，可以说 5G 是未来中国乃至世界数字化经济的催化剂，将成为社会信息流动的主动脉、产业升级转型的加速器，开启未来经济增长的全新空间。

政策的推动叠加 5G 优于 2G 的信号质量（700M 信号覆盖好于 2G 的 900M），感知速率又大快于 4G，以及联通电信的 2.1GHZ 频段 5G 的试点，5G 的全面好用时代即将来临，5G 建设和应用将持续普及。

投资建议：5G 迎来可用到好用变革，欧洲业务占比较高公司估值有望修复

随着运营商三期集采临近，进一步加大 5G 基站的建设力度可期，5G“好用”再加速。2020 年通信指数受中美科技较量影响、以及 5G 建设的“伪停止”估值压制明显，随着中欧投资协定的落地，运营商重启 5G 的设备采购及 5G 频率重耕带来网络质量的质变，我们认为欧洲业绩占比较高的公司有望迎来一轮反转行情。推荐标的：主设备商中兴通讯（000063），物/车联网移远通信（603236）、移为通信（300590），视频会议亿联网络（300628），5G 消费终端小米集团（1810）；受益标的：浪潮信息（000977）。

催化剂：5G 三期集采展开、5G 终端放量、5G 应用渗透率提升

风险提示：贸易摩擦影响全球经济及通信行业；5G 基站建设进度不及预期

【化工：濮阳惠成(300481.SZ)】产销量增加+山东清洋并表，2020 年业绩预增 20%-30%——公司信息更新报告-20210103

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002| 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059| 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003

2020 年业绩预增 20%-30%，符合预期，维持“买入”评级

2020 年 12 月 31 日，公司发布 2020 年年度业绩预告，预计归母净利润 17,431.62 万元~18,884.25 万元，同比增长 20%~30%，非经常性损益对净利润的影响约为 953 万元；2020 年第四季度归母净利润 2905.27 万元~4357.9 万元，同比-4.57%~+43.15%，业绩符合预期。我们维持盈利预测不变，预计公司 2020-2022 年归母净利润为 1.83、2.19、2.78 亿元，EPS 分别为 0.71、0.85、1.08 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 28.6、23.8、18.8 倍。我们看好公司作为国内顺酐酸酐衍生物的绝对龙头，凭借产品线齐全的优势以及产能的大幅扩张，有望抢占更大份额。同时，公司有机光电材料中间体将受益于 OLED 显示的快速渗透，维持“买入”评级。

公司产销量增加+山东清洋并表贡献 2020 年主要业绩增量

2020 年公司归母净利润较 2019 年同比增长，主要系产销量增加，销售收入增长，以及公司于 2020 年 1 月 1 日

起合并山东清洋利润表影响。公司是国内品种规格最全的顺酐酸酐衍生物产品生产企业之一，并持续扩张产能，2019年公司拥有顺酐酸酐衍生物产能3万吨，2020年收购山东清洋后产能扩至4.5万吨，并将在古雷生产基地投建5万吨产能。公司拥有亨斯迈、巴斯夫、全球知名OLED材料商等多家国际知名客户，保障新增产能的有效消化和公司的持续成长。

氢化双酚A存在较高的技术壁垒，两大基地规划产能6000吨

氢化双酚A是合成不饱和聚酯树脂、环氧树脂的原料，也是一种医药中间体，由于规模化生产氢化双酚A存在较高的技术壁垒，目前市场上参与竞争的企业较少，已实现规模化生产销售氢化双酚A的企业主要有日本九善石油化学株式会社和新日本理化株式会社两家。公司目前在建的年产3,000吨氢化双酚A产线受濮阳市污染管控的影响，投产时间延后至2021年6月30日；古雷募投项目中的3,000吨氢化双酚A预计于2023年投产，将进一步满足未来的市场需求。

风险提示：产能建设进度不及预期，下游应用需求不及预期，原材料价格波动。

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。

开源证券研究所

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