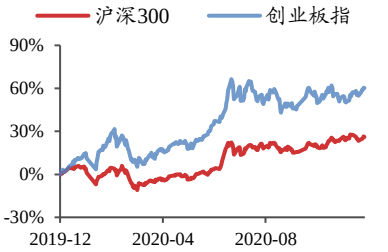
2020 年 12 月 21 日

开源晨会 1221

——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(%)
采掘	3.74
钢铁	2.06
电气设备	1.95
有色金属	1.92
汽车	1.44

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	-3.13
银行	-1.35
非银金融	-1.22
机械设备	-1.07
农林牧渔	-1.02

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】跨年行情有，重在调结构——投资策略周报-20201220
【宏观】美元看空“陷阱”——宏观经济专题-20201220
【宏观】政策“退潮”已定，前路指向“转型”——宏观经济点评-20201219
【金融工程】大类盘点：公募 FOF 基金——基金研究系列（5）-20201220
【金融工程】开源金工市场情绪周报（2020 年 12 月 20 日）——金融工程定期报告-20201220
【固定收益】不稳定的货币宽松——固收专题-20201220
【中小盘专题】本期利通科技等 5 家公司挂牌委会议通过——中小盘新三板周报
【固定收益】信用债净融资额大幅回落，收益率整体下行——固收定期策略-
【中小盘专题】次新股说：退市新规出炉，改革进展超预期（2020 批次 48、49）——中小盘 IPO 专题-20201220
【固定收益】商品的超级周期：利率债的风险仍然偏大——固收专题-20201219

行业公司

【房地产】各数据景气度高位，中央提出解决好大城市住房问题——行业周报-
【钢铁】黑色链条价格持续强势——行业周报-20201220
【食品饮料】调味品提价预期回落，社零数据趋势向好——行业周报-20201220
【非银金融】基本面改善有望超预期，重视非银板块跨年行情——非银金融行业周报-20201220
【石油化工】油价周线七连阳创新高，涤纶长丝&LNG 持续上涨——行业周报
【化工】利安隆拟收购康泰股份进军润滑油添加剂市场，国产 ArF 光刻胶取得突破——行业周报-20201220
【商业贸易】社会消费稳步复苏，看好消费升级类商品表现——商贸零售行业周报-20201220
【煤炭开采】短期动力煤紧供给或将持续，关注保供稳价措施——行业周报
【农林牧渔】中央经济工作会议召开，转基因商业化有望加快——行业周报
【化工】建议关注化纤、氟化工产业链，甲醇、尿素价格高位运行——化工行业周报-20201220
【通信：佳力图(603912.SH)】布局 IDC 协同发展，机房环控龙头再飞跃——公司首次覆盖报告-20201220
【计算机：致远互联(688369.SH)】协同管理领军，“平台+生态”战略开启广阔空间——公司首次覆盖报告-20201220
【中小盘：海阳股份(830921.OC)】进击的华东养老龙头，医养融合驱动加速发展——中小盘首次覆盖报告-20201220
【中小盘：北京君正(300223.SZ)】并购 ISSI，国产车规级存储龙头起航——中小盘首次覆盖报告-20201220

研报摘要

总量研究

【策略】跨年行情有，重在调结构——投资策略周报-20201220

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 王汎炜（联系人）证书编号：S0790120040033

上旬（12 月 1 日至 12 月 15 日，下同）周期暂歇，源于预期抢跑

12 月开始，市场未能延续 11 月份的周期强势，在通胀属性与成长属性中纠结。预期抢跑的投资者已经在基于部分信息定价经济过热之后的信用收缩：央行“呵护”年末流动性，商业银行同业存单一年期利率进入 12 月之后持续下行；同时，于 12 月中旬公布的社会融资规模存量同比确认了 10 月份为年内高点，市场基于“宽货币+弱信用”的认知给予成长性更多估值。但这种对于宏观金融环境从“紧货币+宽信用”迅速过渡到“宽货币+弱信用”的认知并不符合历史规律，甚至不符合政策意图。在经济尚未出现通胀之前，信用指标的收缩不代表政策意图的收缩，更不代表实体经济信贷需求变弱，而是货币政策回归正常化的必然结果。

预期背后的交易诉求：机构投资者在相信“愿意相信”的事情

历史上看，“重新抱团重仓股”似乎是一个胜率不错的选择，2009 年以来 12 个年份中共有 7 次基金前 50 重仓股在 12 月份跑赢 HS300，且都是来自新发基金提升或者仓位上升时期。但值得注意的是，“抱团重仓股”也许只能得到“短暂的欢愉”，历史上，主动偏股基金整体在跨年之后的 Q1 表现较差，并且“重仓股”也难以再吸引增量资金，而是随整体仓位浮沉。10 月中旬以来，基金规模总量升，而整体仓位和前 50 重仓股仓位下降，这意味着在经济复苏交易中，投资者呈现出不适应和预期的分歧，对于“好而贵”与“便宜”资产都有所迟疑。而 12 月以来临近年底，投资者更倾向于相信“年底结果有利”的逻辑，数据测算发现本周（12 月 14 日至 12 月 18 日，下同）重仓股呈现加仓行为。因此，统计上看前期新发基金规模较大更像是近期重仓股表现强于 HS300 的理由，让投资者在宏、微观层面相信“愿意相信的事”。

自下而上为主导的市场即将感受经济回暖的“水温”

基本面并没有市场想的那么快就会陷入过热之后的沼泽，经济动能、通胀情况、宏观政策方面在过去一周都出现了明显向好的信号，其中不乏引起关注的全国性事件，这将帮助一个以自下而上为主的市场感受宏观经济与供需错配的水温。经济层面，固定资产投资数据再次验证了经济修复已从逆周期调控转变为内生动能迸发，全国多地区限电则进一步让市场感知到工业生产的强势复苏与传统行业的供需错配。通胀层面，在一致预期国内房地产和基建投资下行的同时，与国内需求更加相关的黑色系也正在出现价格上的全球共振，这意味着全球再通胀的动力是超乎预期的。政策层面，中央经济工作会议表态中显示政策退出是缓慢的，信用环境面临的只是政策退出而非收紧，经济复苏的弹性将进一步得到定价。

长夜已明，积极布局

周期行情正在途，三条主线调整结构布局跨年：（1）通胀和信用收缩前期，商品价格上涨带来业绩弹性的品种：铜、铝、油（炼化、油服）、焦煤、钢铁（板材）；（2）海外需求与制造业复苏：集运，钛白粉，照明；（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，配置房地产。

风险提示：通胀超预期上行，货币政策超预期收紧

【宏观】美元看空“陷阱”——宏观经济专题-20201220

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

美联储“大放水”与美元指数走弱之间，从历史经验来看，并没有明显相关关系。5 月以来，美元指数持续回落、并于 12 月中旬跌破 90，部分市场观点将美元走弱归因于美联储大放水。但从历史经验来看，这一逻辑并不成立。以 2008-2014 年为例，美联储资产规模扩张了 4 倍、远超其他央行，同期美元指数上涨 11.7%。

3 月至今，美元指数的走势，与美联储的“放水”节奏也无明显关系。3 月至 5 月，美联储快速向市场注入了 3 万亿美元流动性，但同时美元指数由 97 升至 100 以上。相反，6 月以来，美联储扩表节奏显著放缓，欧、日央行扩表开始加速，节奏远超美联储。结果来看，美元指数自高位回落，欧元、日元汇率双双大涨。

短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大；美元指数 5 月以来的走弱，与美国疫情总体控制差于欧洲、持续拖累经济预期有关。5 月以来，美国疫情总体防控较差，先后出现 2 轮疫情大反弹；而欧洲方面，仅在 9 月后疫情出现二次反弹，且疫情的严峻程度弱于美国。较差的疫情防控，持续拖累美国经济的修复预期。5 月至今，美元指数与美德新增死亡病例之差的走势基本完全相反。

长周期来看，美元周期轮回与全球产业变局紧密相关；逆全球化思潮下，认定美元趋势走弱为时尚早。1970 年至今，美元共经历 3 轮大周期。美元周期轮回背后，是制造业从美国逐步向日欧、亚洲四小龙及中国转移；美元走强阶段，均对应制造业转移陷入瓶颈。2008 年以来，美元持续走强缘于美国拥抱逆全球化、拖累全球制造业转移。伴随着逆全球化思潮越发盛行，认定全球制造业转移加速为时尚早。

疫情的发展，对经济预期的影响较大；随着获得更多疫苗支持、有望更早控制住疫情，美国经济预期趋加快修复。12 月以来，辉瑞、莫德纳等产商的疫苗先后入市。美国预定的疫苗最多，且获得辉瑞、莫德纳等优先供应承诺；欧洲虽然也预定了较多疫苗，但订单多分布研发进度相对落后的厂商。伴随疫苗供应充足及率先开启疫苗接种，美国控制住疫情的时间有望早于欧洲，支撑经济预期更快修复。

从美国经济及政策的演绎路径视角来看，也不支持美元指数持续大幅走弱。一方面，美国库存周期已经重启，经济修复开始加快；刷新历史记录的财政刺激力度，也显著缓解了私人部门资产负债表遭受的冲击，使经济具备更大复苏弹性。另一方面，伴随经济复苏加快，美国刺激政策可能更快退出；由于还有大量的财政刺激资金未使用，政策退出对美国经济影响十分有限。最新数据来看，9 月以来，美欧经济领先指标之差已止跌反弹，10Y 美债与德债收益率之差开始加速走扩。

风险提示：疫苗效果不及预期。

【宏观】政策“退潮”已定，前路指向“转型”——宏观经济点评-20201219

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

“政策退潮”方向已定，“科学精准”实施宏观政策、兼顾托底性和针对性

中央经济工作会议提出，“积极的财政政策要提质增效、更可持续”，“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”，表述较 7 月政治局会议的“更加积极有为”、“更加灵活适度”出现明显调整，政策“退潮”的大方向已经明确。其中，财政“更可持续”，或指向政府债扩张的可持续问题；货币较前期未释放进一步收紧信号。

会议要求“科学精准”实施宏观政策，保持“必要支持力度”、“不急转弯”等，兼顾托底性和针对性，体现“稳中求进”的工作总基调。伴随经济回暖、政策退潮，政策重心向“调结构”偏移，宏观政策为“调结构”创造平稳的经济环境，反映“稳”的一面；同时，财政要“促进科技创新、加快经济结构调整”，货币要加大对“科技创新”的金融支持等表述，表明科技、转型才是“进”的方向。

“前路”明确指向经济转型，“科技基础+产业体系”框架下，加快培育新动能

加快“新经济”培育和新旧动能转换，是当前经济工作的核心重点任务。会议的前两大重点任务便是“强化国家战略科技力量”、“增强产业链供应链自主可控能力”，前者强调科技基础的发展，后者侧重产业体系的构建。相较以往单纯的产业政策，如今更注重“科技基础+产业体系”框架、为新动能的发展提供支撑。

政策加大新动能的支持，投资方向也相应具有明显结构性。会议明确提出“要大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度”，“要扩大制造业设备更新和技术改造投资”。数字经济（大数据、云计算等）、新型基建（5G、人工智能等）、技术改造（信息化、自动化等）等相关投资，或是政策进一步加大支持的方向。

“扩内需”淡化直接刺激，通过民生保障、基础建设等方式，激发消费潜力

在“双循环”格局下，扩大内需是战略基点。除了以“经济新动能”为代表的“有效投资”以外，“居民消费”也是需求侧管理的重要内涵。会议提出，扩大消费的根本，在于“促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕”，均指向民生。一定程度上，保民生就是保消费、保内需。

会议要求，“以改善民生为导向扩大消费和有效投资”。和以往通过财政投放来刺激消费不同，政策更加注重激发消费内生动能，比如通过取消“行政性限制”、“建设现代物流体系”、解决“住房突出问题”等，释放消费潜力。在投资层面，乡村建设、老旧小区改造、新型城镇化等基础建设，都是改善民生的重要领域。

2021 年、“信用收缩”之年，经济从“错位”到“收敛”，结构分化进一步加大

观点重申：2021 年，政策“退潮”过程中，从“加”杠杆到“稳”杠杆，将带来一定的信用“收缩”。疫情影响下，国内外经济修复本身存在“错位”，政策“退潮”的时间点、意愿和力度也存在明显差异，会使得内需和外需形成鲜明对比。在周期性复苏、前期政策刺激下，外需会非常强；国内“信用收缩”冲击下，代表转型方向的新兴产业、传统行业中完成出清过程的行业龙头，受影响较小。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

【金融工程】大类盘点：公募 FOF 基金——基金研究系列（5）-20201220

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

公募 FOF 基金市场稳健增长

公募 FOF 基金产品数量与规模稳健提升，截止到 2020 年 11 月 30 日，全市场公募 FOF 产品数量为 137 只，产品规模合计达到 811 亿元。从公募 FOF 基金管理人的产品总规模上看，民生加银、兴全基金和交银施罗德 FOF 产品规模均超过 100 亿元；汇添富基金管理规模超过 80 亿元；南方基金、工银瑞信、易方达、浦银安盛、华夏基金、华安基金管理规模均超过 20 亿元。

公募 FOF 基金的资产配置分析

公募 FOF 基金配置基金类资产权重占比接近 90%，同时会配置一定比例债券和股票类资产。近两年公募 FOF 基金配置股票资产占比呈现出上升趋势。公募 FOF 基金所配置的基金类资产中，债券类基金和股票类基金配置比例较高，股票多空基金配置比例呈现逐渐上升趋势，货币基金配置维持较低比例。

公募 FOF 基金的投资表现分析

收益风险表现：公募 FOF 基金风险调整后收益水平明显优于基准指数。2020 年以来，公募 FOF 基金收益率平均水平为 18.8%，最大回撤平均水平为 8.2%。

基金持仓行为：大部分公募 FOF 基金都会持有一定比例内部基金，平均比例为 32.8%；公募 FOF 基金的平均换手率为 77.5%；公募 FOF 基金的持仓集中度平均水平为 37.8%。

股票持仓行为：我们选择收益回撤比表现较好的公募 FOF 基金，发现较高比例的 FOF 基金配置了股票资产，并会对股票仓位进行择时操作。

绩优公募 FOF 基金选评

我们选评了如下 7 只绩优公募 FOF 基金，以供投资参考：

偏债型公募 FOF 基金：富国基金张子炎—富国鑫旺稳健养老一年（006297.OF）；建信基金梁珉—建信优享稳健养老一年（006581.OF）；

平衡型公募 FOF 基金：泰达宏利张晓龙—泰达宏利泰和养老(FOF)（006306.OF）；中欧基金桑磊—中欧预见养老 2035 三年 A（006321.OF）；银华基金肖侃宁/熊侃—银华养老 2035 三年（006305.OF）；

偏股型公募 FOF 基金：富国基金王登元—富国智诚精选 3 个月（007898.OF）；海富通朱赟—海富通聚优精选（005220.OF）。

风险提示：基金评价模型基于净值历史数据，市场未来可能发生变化；结果基于公开的历史数据进行统计、测算；对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议；产品的表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多重因素影响，存在一定波动风险。

【金融工程】开源金工市场情绪周报（2020 年 12 月 20 日）——金融工程定期报告-20201220

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

市场指数普遍上涨，创业板指表现亮眼

本周（2020.12.14-2020.12.18，下同），市场普遍上涨。所选指数中，创业板指数本周累计上涨 3.46%，上证指数和中证 500 等上周跌幅靠前的指数本周有所回升，分别累计上涨 1.43%和 1.33%。

估值方面，截至本周五（2020.12.18），上证指数滚动市盈率最新值为 15.75 倍，估值分位数位于 70.7%，相比上周上升 5.7%。

沪深两市成交额与上周（2020.12.07-2020.12.11，下同）基本持平。本周沪深两市日均成交金额为 7366.66 亿元，相比上周减少 246.07 亿元。

行业表现方面，各行业指数涨跌互现。有色金属、电气设备和医药生物等行业指数本周涨幅靠前，上涨行业平均涨幅为 2.20%。

市场情绪面整体消极，尾部风险担忧犹存

本周全市场平均上涨家数依旧低于下跌家数，上涨家数占比仅为 46.03%。本周跌停涨停比为 75.18%，相比上周增加 18.79%，尾部风险担忧同比上升。

从价格趋势上看，收盘价向上突破 20 日均线个股占比本周小幅上升，截至本周五（2020.12.18）的最新值为 24.69%，相比上周小幅增加 3.52%。

“赚钱效应”指数低位徘徊，依然处于负值区间，市场整体“赚钱效应”一般。

短端利率下行明显，期限利差进一步扩大

本周长、短端利率变化方向不一，长端利率基本维持上周水平、短端利率则下行明显。作为短期利率水平的代理变量， 3 个月 Shibor 利率最新值收为 2.86%，相比上周下降 15bp；长期利率水平代理变量十年期国债收益率最新值为 3.29%，与上周基本持平。

期限利差（国债 10Y-1Y）最新值为 56bp，相比上周上升 10bp。

信用利差（企业债 AA-AAA）本周小幅下降 1bp，最新值为 72bp。

北向资金本周继续净流入，融资余额上升

本周北向资金净流入 84.84 亿元，除周二、周五小幅净流出以外均为净流入，外资入场情绪高涨。从个股层面来看，北向资金本周加码恒瑞医药，近 7 日累计净买入 43.46 亿元；格力电器则遭北向资金持续卖出，近 7 日累计净流出 25.75 亿元。

沪深两市融资融券余额本周（截至 2020.12.17）重新上涨，融资融券余额相比上周五增加 137.63 亿元。其中，融资余额增加 63.61 亿元，融券余额增加 74.02 亿元。北向资金大幅流入，杠杆资金入场意愿增强，市场资金面表现较好。

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】不稳定的货币宽松——固收专题-20201220

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

三季度以来，货币政策已经转到边际宽松的态势

（1）近期市场捕捉到货币政策的宽松迹象，包括央行加速投放 MLF 和资金利率的反季节性下行。根据历史经验，受临近年末及机构拆借意愿减弱的影响，11 月后 R007 很难出现明显下降。但 2020 年 11 月后，R007 已经下降近 80bp。

（2）三季度以来，货币政策已经转到边际宽松的态势，央行资产负债表的规模在跨过年中之后重新加速。且当前央行资产负债表规模的扩张速度甚至要快于 2 月（经济增长最低的时点）。从该迹象看，2020 年的年中后，货币政策已经转为边际宽松的态势。

货币政策转宽并非基本面考虑，货币宽松将是阶段性的

（1）在三季度货币边际宽松的环境下，经济内生力量推动利率中枢上行，表明货币政策开始转宽的原因并非经济基本面；

（2）具体原因可能是：在银行快速购置资产的环境下，超储的快速下行影响了货币政策本应收紧的节奏；

（3）在商业银行的信用投放出现见顶迹象后，超储对货币政策的后续压力可能会逐步减轻。

四季度出于防风险考虑而进行的非常规货币投放也是临时且难持续的

（1）根据历史经验，央行 MLF 的非常规操作几乎全部基于防风险的考虑。央行在非常规时间点投放 MLF 共发生了五次（2016 年的 11 月、12 月、2018 年 7 月、8 月及 2020 年 11 月），央行 MLF 的非常规操作几乎全部基于防风险考虑。

（2）央行基于“防风险”而进行的非常规操作，并非出于经济增长压力考虑，而是针对超预期且突发性变化的应激反应。四季度央行 MLF 的非常规操作贡献了流动性增量，此次投放是基于防范信用风险考虑。根据历史经验，这种操作通常是临时性的，且在短期风险化解后，货币政策可能迅速转为收紧。

利率债建议延续避险策略：短久期、低杠杆

当前的货币宽松可能只是货币收紧轨道中的一个短期反复，基于该变化去进行利率债波段操作是存在风险的：

（1）R007 与 R3M 的利差持续走扩。在流动性不佳的预期下，资金可得性对投资者来说要重于资金成本，投资者并未开启宽松交易；

（2）即使后续预期向偏长期限的利率传导，但由于基本面在短期无法给予货币政策太大的宽松空间，预期本身存在不稳定性。因此，收益率在短期难以出现显著的波段行情。建议利率债仍以短久期、低杠杆的偏防御策略为主。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

【中小盘专题】本期利通科技等 5 家公司挂牌委会议通过——中小盘新三板周报-20201220

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本周要闻（12.14-12.20，下同）：股转公司修改《主办券商执业质量负面行为清单》

全国中小企业股份转让系统有限责任公司发布修改后的《主办券商执业质量负面行为清单》（下称《清单》），自 2021 年 1 月 1 日起施行。《清单》从推荐挂牌业务、发行并购业务、持续督导业务、做市业务、经纪业务和综合业务六个方面确定了 54 条负面行为，并规定了相应行为描述与情节调整系数。其中，推荐挂牌业务负面行为方面，《清单》明确，“申报主体不符合挂牌条件，仍予以推荐申报”主要指申报主体申报时不符合挂牌条件相关规则要求，主办券商经核查和内控程序后仍予以推荐申报，但违规程度不足以被采取自律监管措施和纪律处分的。

市场动态：三板成指下降，跑输同期主板，成交额较上期有所增加

（1）截至 12 月 18 日，股转系统共有挂牌公司 8208 家，做市交易 544 家，集合竞价交易 7627 家，待挂牌公司 58 家，申报中公司 30 家。本周净减少公司 15 家，其中做市交易减少 3 家，集合竞价交易减少 12 家；分层来看，创新层公司无变动，基础层公司净减少 15 家，精选层公司无变动。

（2）本周三板成指上涨，三板做市下降，跑赢同期主板市场。本周上证综指上涨 1.43%，收于 3394.89 点；三板做市指数下跌 1.55%，收于 1065.09 点；三板成指上涨 0.10%，收于 1011.73 点。从板块主题来看，三板制造、三板活跃主题本周涨幅领跑新三板，分别上涨 2.31%、0.40%。三板龙头本周跌幅最大，达到 4.74%。

（3）本周成交总额为 32.58 亿元，较上周（12.07-12.13，下同）26.20 亿元有所增加。分定价方式来看：本周集合竞价交易成交额 14.86 亿元，较上周 10.97 亿元环比上升 35.48%；做市交易成交额 9.84 亿元，较上周 6.61 亿的成交额环比上升 48.87%。分不同层级来看：本周精选层成交额 7.89 亿元，较上周 8.62 亿元环比下降 8.56%；创新层成交额 15.52 亿元，较上周 10.38 亿元环比上升 49.51%；基础层成交额 9.18 亿元，较上周 7.20 亿环比上升 27.54%。

（4）做市变动：本周 1 家公司新增做市商，1 家公司做市转竞价。

融资跟踪：新增预案数量上升、实施预案数量下降

截至 12 月 18 日，本周新增 13 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 5.72 亿元，环比上周的 3.72 亿元有所上升。本周 15 家公司公告完成增发，较上期 15 家数量持平，合计募集资金 7.07 亿元，环比下降 45%。本周 7 家公司公告进入 IPO 辅导备案阶段，为亚派科技、恒达新材、嘉缘花木、威力传动、亚奥科技、君逸数码、用友汽车。

精选层信息：本期利通科技等 5 家公司挂牌委会议通过

截至 12 月 18 日，共有 241 家（剔除终止发行、暂缓审议等）公司发布公告拟申请进入精选层。发行阶段来看，27 家公司已被问询，11 家公开发行申报材料已被股转公司受理，利通科技等 5 家公司挂牌委会议通过，7 家公司已核准在精选层挂牌交易。本周新增 2 家公司进入精选层辅导阶段，为嘉缘花木、亚奥科技。

风险提示：新三板政策变化等。

【固定收益】信用债净融资额大幅回落，收益率整体下行——固收定期策略-20201220

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：净融资额大幅回落

1、上周（2020.12.14-2020.12.20，下同）发行量小幅减少，净融资额大幅回落。信用债发行量达到 3,130.55 亿元（环比减少 7.99%），净融资量达到 279.99 亿元（环比减少了 612.36 亿元）。

2、推迟或取消发行债券规模大幅增加。上周（2020.12.14-2020.12.20）有 22 只债券推迟或取消发行，计划发行金额为 220.9 亿元，规模上相较前一周（2020.12.07-2020.12.13，下同）200.2 亿小幅增加。

二级市场：信用债成交量缩量，收益率整体下行

1、成交量下降。上周（2020.12.14-2020.12.20）信用债二级成交量 7,153.94 亿元，环比下降 0.96%。企业债上周成交 31.40 亿元（环比下降 71.91%），公司债上周成交 272.70 亿元（环比下降 42.70%），中期票据上周成交 241.50 亿元（环比下降 37.59%），短期融资券上周成交 906.30 亿元（环比上升 22.56%），定向工具上周成交 0.00 亿元（环比无变化），资产支持债券上周成交 745.59 亿元（环比上升 20.73%），可转债上周成交 38.72 亿元（环比下降 91.22%），可交换债上周成交 0.00 亿元（环比无变化）。

2、信用债收益率以下行为主。上周（2020.12.14-2020.12.20）信用债收益率以下行为主，尤其以短久期产业债、长久期城投债下行明显。

3、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 17 日，采掘、钢铁、有色金属行业信用利差（中位数）分别为 131.87bp、157.6bp、92.11bp。主要城市热卷板螺纹钢库存环比减少 5.99%，螺纹钢、线材库存环比减少 3.49%、3.41%。

评级调整：3 家主体评级下调

上周（2020.12.14-2020.12.20）3 家主体评级下调，无主体评级上调。

债市要闻：财政部印发《地方政府债券发行管理办法》

财政部印发《地方政府债券发行管理办法》明确，地方财政部门应当在国务院批准的分地区限额内发行地方政府债券，新增债券、再融资债券、置换债券发行规模不得超过财政部下达的当年本地区对应类别的债券限额或发行规模上限。

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】次新股说：退市新规出炉，改革进展超预期（2020 批次 48、49）——中小盘 IPO 专题-20201220

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（2020.12.14-2020.12.18，下同）核发新股 8 家，科创板和创业板注册 12 家

证监会本批核发新股 8 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：一鸣股份、祖名股份、华旺股份、振邦智能、吉大正元、新亚电子、西大门、中瓷电子。科创板：派能科技、奥普特、惠泰医疗、之江生物、三旺通信、伟创电气。创业板：火星人、南凌科技、研奥电气、三友联众、江天化学、博俊科技。

2020 年 12 月 14 日，上交所和深交所分别发布退市新规及配套制度征求意见稿。退市新规对四大类退市标准进行了完善：（1）将科创板和创业板现行的营业收入和扣非净利润的组合指标引入主板和中小板，企业年度净利润为负且营业收入低于 1 亿元才会触发退市风险警示；（2）增加“信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷”的相关退市指标；（3）主板和中小板同样引入 3 亿元市值的指标；（4）明确财务造假退市的量化判定指标。退市程序上，退市流程显著简化，退市效率有望大幅提升：（1）主板和中小板同样取消暂停上市和恢复上市环节，同时明确上市公司 1 年触及财务类退市指标即被实施退市风险警示（*ST），连续 2 年触及财务类退市指标即被终止上市；（2）将退市整理期交易时限从 30 个交易日缩短至 15 个交易日，同时取消交易类退市情形的退市整理期；第三，将重大违法类退市连续停牌时点延后。总的来看，退市制度改革后市场出清力度有望加强，退市效率将有显著的提高，从而

强化上市公司优胜劣汰的市场生态。

本期（2020.12.14-2020.12.18，下同）科创板和创业板上会 32 家，主板和中小板上会 7 家，过会率 100%

本期科创板和创业板上会 32 家，较上期 25 家有所增加，过会率为 100.00%。主板和中小板上会 7 家，较上期 11 家有所减少，过会率为 100%。剔除金融股后，本期科创板与创业板平均募资约 8.00 亿元，低于上期的 9.58 亿元。本期主板和中小板平均募资约 16.72 亿元，高于上期的 13.72 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 154.7%，高于上期（2020.12.07-2020.12.11，下同）的 137.0%。本期创业板上市首日平均涨幅 237.9%，低于上期的 204.1%。主板和中小板本期开板新股 11 只，开板平均涨幅为 87.5%，高于上期的 74.2%。

开源中小盘次新股重点跟踪组合

三只松鼠（电商渠道休闲零食龙头，向全国化、全品类、全渠道的综合平台迈进）、良品铺子（国内唯一实现全渠道均衡融合发展的休闲零食龙头）、万泰生物（首个本土二价 HPV 疫苗，化学发光试剂高速放量）、新产业（化学发光龙头，有望充分受益体外诊断领域国产替代）、康华生物（人二倍体狂犬病疫苗优势明显，渗透率提升空间大）、青鸟消防（消防电子龙头，新技术、新市场、新产品三轮驱动快速成长）、豪悦护理（个人卫生护理用品 ODM 龙头，客户资源优质）。

风险提示：宏观经济风险、新股发行制度变化。

【固定收益】商品的超级周期：利率债的风险仍然偏大——固收专题-20201219

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

此轮商品周期不仅是基钦周期，更伴随着朱格拉周期

（1）近期大宗商品价格持续上行，铁矿石价格再创新高，煤炭、钢铁、原油、有色等大宗商品均出现不同程度的上涨。我们认为此轮商品周期不仅是基钦周期，更伴随着朱格拉周期。

（2）根据历史经验，过去三轮朱格拉周期（2000 以来的美贷危机、90 年代的亚太危机、80 年代的储贷危机）启动后，大宗商品价格在短期内会大幅上行，且上行持续时间在 2.5 年左右。

相比全球信用扩张速度，大宗商品价格仍是偏低估的

（1）大宗商品价格被低估的原因是：在一些不确定性的担忧下，流动性并不愿意参与到通胀交易中来。

（2）随着美国大选的结束及疫苗技术的突破，后续的不确定性下行，代表全球风险溢价的 VIX 指标和全球政策不确定性指数正在下降。

原油价格当前也面临较大的上涨压力

（1）原油价格当前也面临较大的上涨压力。原油的供需缺口（全球需求-全球供应）对原油价格存在一定的相关且领先的作用。疫情对经济的短期冲击后，原油的供需缺口已经回到疫情前的位置，而相对原油的供需缺口来说，原油本身的价格涨幅略显不足。如果 2021 年原油价格能够上涨至 70 美元/桶附近，PPI 预计将出现较大幅度的上行。

（2）PPI 的上涨弹性短期预计将显现出来。CRB 指数一直是 PPI 的领先指标，当前 CRB 现货指数的增长已经明显超越疫情前的水平，且回到同比正增长的位置。PPI 增长在短期内预计将会转正，且增长速度可能会上升至 3%左右。

利率债建议延续避险策略：短久期、低杠杆

（1）PPI 的上升还会推动中国名义增长率的上升，而货币政策大概率会因中国名义增长率的上升而收紧。根据历史经验，一旦大宗商品进入上行周期，货币政策大概率会处于总体收紧的状态，而货币政策的收紧可能会带来

收益率进一步的上行，收益率后续的上升概率明显高于下降概率。

（2）资金的风险偏好抬升和全球大宗商品的通胀仍然是利率债行情的首要压力，利率债收益率下行空间依然受限。建议在利率债配置上，维持短久期、低杠杆的防御方案。

风险提示：货币政策超预期，经济复苏超预期。

行业公司

【房地产】各数据景气度高位，中央提出解决好大城市住房问题——行业周报-20201220

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。我们建议四季度继续关注地产板块机会，维持行业看好评级。

各数据景气度高位，中央提出解决好大城市住房问题

1）中央经济工作会议提出要解决好大城市住房突出问题。中央经济工作会议指出：要解决好大城市住房突出问题，住房问题关系民生福祉。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因地制宜、多策并举，促进房地产市场平稳健康发展；要高度重视保障性租赁住房建设，加快完善长租房政策，逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利，规范发展长租房市场；土地供应要向租赁住房建设倾斜；要实施城市更新行动,推进城镇老旧小区改造。会议强调要解决好大城市住房突出问题，未来租赁住房建设、城市更新均是完善长效机制的重要手段。2）周内多地户籍政策宽松化，整体调控以稳为主。户籍制度方面，福州全面放开落户限制，明确不设学历、年龄、就业创业限制，外省市人员均可申请在福州落户。无锡全面取消江阴、宜兴两个县级市的落户限制，全市范围取消高校和职业院校毕业生、留学归国人员、技术工人等学历型、技能型人才落户限制；全市范围取消原购房落户的房屋面积限制以及社保、居住证的年限要求。广州在白云区、黄埔区、花都区、番禺区、南沙区、从化区和增城区 7 个行政区就业或创业，且同时符合一定条件的人才可入户。青岛继续放宽中心四区落户，大幅放宽城区（城阳、黄岛、即墨区）落户，全面放开县域（胶州、平度、莱西市城镇区域）落户。资金监管方面，佛山商品房预售款全部存入监管账户，预售款优先保障项目竣工，按照工程进度提取。3）国家统计局发布 2020 年 11 月商品房投资和销售数据，单月销售面积增速达 12%，需求景气度高位略有回落，开竣工均在持续修复，地产投资增速靓眼。

成交：单周一二手成交表现萎靡

1）新房：根据房管局数据，2020 年第 51 周，全国 32 城成交面积 427 万平米，同比下降 20%，环比下降 20%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 22052 万平米，累计同比增加 1%，增速降幅仍在收敛。2）二手房：2020 年第 51 周，全国 9 城成交面积为 139 万平米，同比增速-2%，前值 1%；2020 年年初至今累计成交面积 5946 万平米，同比增速-3%，较前值持平。

资金：信用债、海外债单周发债规模同比均有提升

2020 年第 51 周，信用债发行 82.2 亿元，同比增加 8%，环比减少 13%，平均加权利率 4.25%，环比减少 56BPs；海外债发行 8.4 亿美元，同比增加 13%，环比增加 12%，平均加权利率 5.61%，环比减少 274BPs。

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。

【钢铁】黑色链条价格持续强势——行业周报-20201220

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

黑色链条价格持续强势

本周（2020.12.14-2020.12.18，下同）黑色系价格再次出现普涨，螺纹、热卷相较于上周（2020.11.07-2020.11.11，下同）涨幅分别达到 210 元、120 元，而最新普氏价格指数报收 164 美金，更是创下 2011 年以来的历史高点。近期黑色系价格表现之所以强势，一方面是由于钢铁需求偏强对商品价格具备强有力支撑，即便近期出现需求走弱也更多是季节性因素，但和往年同期相比依然维持高位；另一方面则是中期乐观预期难以证伪，资金借此推波助澜带来了商品价格持续大涨。2020 年钢铁需求表现超强，线性外推之下市场一致认为 2021 年开春需求强度也将较为可观，短期此种预期无法证伪，即使后期需求出现走弱但这也并非博弈的关键，因为历年钢铁需求到了这个阶段本就逐级下滑，所以从基本面角度而言春节前钢市并不存在大的利空，更多是价格超涨之后带来的监管风险（尤其是铁矿石）。我们认为后期需要重点关注的是，2020 年底行业产能置换较多，这对 2021 年形成供应增量，因此 1 月上旬开始的累库速度需密切注意，加之情绪高涨之后容易带来产业链提前囤货，这对来年开春价格不利，如果届时累库速度超预期，春节前价格也应当保持适当谨慎。

中央经济工作会议政策定调相对积极

本周召开的中央经济工作会议对 2021 年的经济方针政策具有统领性的意义。会议一方面肯定了我国“成为全球唯一实现经济正增长的主要经济体，三大攻坚战取得决定性成就”，另一方面强调“疫情变化和外部环境存在诸多不确定性，我国经济恢复基础尚不牢固”，表示“2021 年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”、“政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效”。之前市场普遍担忧 2021 年政策的转向，虽然从方向上看，转向依然会有，但会议特别强调“不急转弯”从某种程度上显示后期政策取向可能依然是相对积极，不仅对当前股市和商品市场情绪存在一定提振，从中期来看钢铁需求出现大幅回落的概率也在降低。考虑到近期板材价格出现快速上涨，我们建议继续关注钢铁板块投资机会，主要受益标的有宝钢股份、华菱钢铁、新钢股份等。

板块重点数据跟踪

需求略降：本周全国建筑钢材成交量均值 21 万吨，周环比下降 2.14 万吨。根据 Mysteel 数据测算显示，螺纹钢表观消费 379.7 万吨，周环比下降 2.32%；热轧板卷表观消费 343.5 万吨，周环比上升 0.43%；

供应略有回升：全国高炉开工率（163 家）66.85%，周环比上升 0.28pct；唐山钢厂产能利用率 80.38%，周环比上升 1.65pct。五大品种全国周产量共 1046.2 万吨，环比下降 15.08 万吨，降幅 1.42%；

盈利表现全线回升：本周螺纹钢吨毛利 86 元，环比上升 48 元；热轧板吨毛利 271 元，环比上升 21 元；冷轧板吨毛利 486 元，环比上升 142 元；中厚板吨毛利-97 元，环比上升 106 元；

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

【食品饮料】调味品提价预期回落，社零数据趋势向好——行业周报-20201220

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：海天味业暂缓提价，11 月社零数据持续回暖

酱油为民生产品，提价较为敏感，海天味业官宣 2021 年不提价。考虑到大豆价格走高，预期 2021 年包材价格也可能上调，调味品成本确有上涨压力，海天味业可能通过内部生产效率提升（之前产线一直在技改）、减少促销买赠等方式来消化。海天味业为调味品龙头，具有行业定价权。本次以官宣方式告知不提价，估计竞品企业也难有提价动作。成本压力为行业共性问题，龙头企业抗风险能力强，中小企业在疫情影响（餐饮仍未完全恢复）以及成本提升的双重压力之下，更可能退出市场，加速行业集中度提升。

2020 年 11 月社会消费品零售总额增速回升至 5.0%，侧面反应出经济持续复苏。但 11 月餐饮及限额以上餐饮，粮油食品类、烟酒类增速均有不同程度回落，应是与中秋节后消费自然回落有关。食品饮料月度数据波动较大，我们把数据合并来看，观测季度数据变化情况： 2020 年 10-11 月社会消费品零售额增速较 Q3 回升 3.7pct，餐饮与限

额餐饮收入增速分别回升 7.2pct 与 7.0pct，表明消费仍处于复苏势头中。10-11 月食品粮油增速较 Q3 回暖 1.9pct；饮料增速较 Q3 提升 3.7pct；烟酒类增速较 Q3 提升 3.4pct。我们认为食品饮料 10-11 月增速上行，主因在于：一是中秋节日旺季形成消费高潮；二是疫情影响逐渐减弱，行业整体仍处于复苏势头中。预计 2020Q4 食品饮料行业增速仍将保持回暖趋势。

推荐组合：贵州茅台、五粮液、中炬高新与海天味业

（1）贵州茅台回款节奏按计划进行，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，预计全年大概率完成双位数增长。（3）中炬高新淡季增速略有回落，公司已积极调整费用投放节奏，全年目标压力较大。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。（4）海天味业动销良性发展，三季度营收略超预期，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 14 日-12 月 18 日，食品饮料指数涨幅为 3.9%，一级子行业排名第 4，跑赢沪深 300 约 1.6 pct，主要是食品饮料子板块具备提价预期。子行业中黄酒（24.5%）、其他酒类（9.5%）、乳品（5.4%）相对领先。个股方面，皇台酒业、金种子酒、老白干酒等涨幅领先；ST 中葡、*ST 西发、龙大肉食等跌幅居前。

重点新闻：泸州老窖头曲系列产品将实施价格双轨制

泸州老窖博大酒业营销有限公司发布《关于实施泸州老窖头曲价格双轨制的通知》的文件。自 2020 年 12 月 15 日起，泸州老窖头曲系列产品将实施价格双轨制。

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。

【非银金融】基本面改善有望超预期，重视非银板块跨年行情——非银金融行业周报-20201220

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 吕晨雨（联系人）证书编号：S0790120100011 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

周观点：继续看好非银金融板块跨年行情

目前上市险企开门红逐步从规模转向价值，预售情况良好，积极备战、人力触底回升和疫情改善有望助推 2021 年开门红及全年保费增速超预期，经济复苏延续利于保险估值修复，继续看好保险板块投资机会。中央经济工作会议再次明确促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，本周退市制度落地利于股市优胜劣汰，制度完善和行业转型驱动券商新业务快速增长，ROE 上行趋势确认，继续看好券商跨年行情。目前非银板块估值尚未充分反映基本面改善，看好板块跨年行情。

保险：开门红改善可期，经济复苏利于保险估值修复

1）本周（2020.12.14-2020.12.18，下同）《互联网保险业务监管办法》正式稿落地，强调持牌经营，明确了保险公司、中介机构和互联网企业开展互联网保险业务的门槛，后续各类主体有望加大互联网保险业务布局，龙头险企和互联网巨头优势明显。2）上市险企开门红进入第二阶段，重心从规模逐步转向价值，积极备战、人力触底回升和疫情改善有望驱动 2021 年开门红保费、价值增速改善。3）中央经济工作会议强调外部环境不确定性，政策方向保持连续性和稳定性，明确转型方向，经济复苏延续利于长端利率保持稳中有升趋势，保险资产端改善有望持续，2021 年保费增速有望超预期，继续看好保险股投资机会。受益标的：中国太保、中国平安和新华保险。

券商：政策利好不断延续，看好券商板块跨年行情

1）政策面看，本周两个交易所发布退市新规征求意见稿，新规退市指标更加严格，缩短退市流程，堵住部分监管漏洞，有利于加大市场出清力度，股市优胜劣汰有利于助力指数“慢牛”。此外，周末证监会副主席方星海在

国际期货大会上表示，要继续推动新品种上市，加快商品指数及其期货期权品种研发和上市，适度加快发展我国金融衍生品市场。后续商品和金融衍生品有望进一步丰富，利好券商期货和衍生品业务。2）展望 2021 年，中央经济工作会议再次明确促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，资本市场基础制度持续优化、机构资金占比持续提升的背景下，证券行业传统和创新业务均持续受益，盈利有望保持 15%至 20%的正增长，ROE 将继续上行。3）目前板块估值低于历史中枢，看好龙头券商跨年行情，继续推荐国金证券和东方财富，受益标的招商证券，兴业证券，中信证券，华泰证券。

受益标的组合:

保险：中国太保，中国平安，新华保险;

券商：东方财富，国金证券，招商证券，兴业证券，中信证券，华泰证券。

风险提示：海外不确定性造成权益市场风险偏好下降；长端利率走低带来保险利差损担忧。

【石油化工】油价周线七连阳创新高，涤纶长丝&LNG 持续上涨——行业周报-20201220

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价周线七连阳创新高，涤纶长丝&LNG 持续上涨

截止本周五（12 月 18 日，下同），Brent 油价为 52.37 美元/桶，较上周（12 月 11 日，下同）上涨 2.30 美元/桶；WTI 油价为 49.10 美元/桶，较上周上涨 2.54 美元/桶，两市涨幅逾 5%。美国新冠援助计划及疫苗推出提振市场需求前景，加之美国原油库存减少，构成三方面利好因素，油价连续第七周收阳；聚酯方面，本周涤纶长丝市场延续涨势，上游原料价格维持高位，当前 POY 库存天数 3-7 天处于较低水平，补库预期下产销放量，POY 报价 5805 元/吨，周环比增加 330 元/吨，持续上涨。天然气方面，本周 LNG 价格指数为 6738 元/吨，周环比增加 23.09%。原料气资源紧张局面加剧，多数液厂被迫停工或减产。随着冷空气来袭，冬季 LNG 的需求量攀升，长沙、武汉、西安等地区天然气缺口较大，局部地区城燃仍存在采购 LNG 补库操作，供需双重因素推动 LNG 价格持续上涨。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。

原油库存减少&供需改善，美国新冠援助计划及疫苗推出提振市场需求

供给维稳：根据 EIA 最新数据，12 月 11 当周美国原油产量为 1100 万桶/天，周环比减少 10 万桶/天的产量；根据 Baker Hughes 最新数据，12 月 18 日美国活跃钻机数量为 346 台，周环比增加 8 台；库存减少：12 月 11 日当周美国油品总库存为 13.68 亿桶，周环比减少 624.3 万桶，其中商业原油库存为 5 亿桶，周环比减少 313.5 万通。需求增加：12 月 11 日当周，美国炼厂原油加工能力为 1839 万桶/天，维持上周（12 月 4 日，下同）的加工能力；本周（12 月 14 日至 12 月 18 日，下同）开工率为 79.10%，周环比下降 0.80%；美国油品消费总量为 1934 万桶/天，周环比上升 80 万桶/天，汽油消费 798 万桶/天，周环比增加 38 万桶/天。美国启动新冠疫苗接种活动，正式签署辉瑞新冠疫苗的许可，同时美国 9000 亿美元的新冠援助计划接近达成，多方利好提振了市场需求前景。虽然周内新冠援助计划及疫苗的乐观情绪主导市场，但 OPEC 下调 2021 年需求预期在一定程度上冲抵乐观情绪，后期仍需密切关注疫情控制情况。

补库预期下产销放量，涤纶长丝价格持续上涨

本周涤纶长丝市场延续涨势，上游原料价格维持高位，原油反弹使 PTA 在现货偏紧的环境之中持续上涨，乙二醇供应量也处于偏紧态势，原料支撑下，市场对于长丝价格上涨存在一定预期，当前 POY 库存为 3-7 天，FDY 库存 8-12 天，DTY 库存 18-22 天，处于较低水平，下游补货预期较强，产销明显放量，本周江浙主流大厂产销率为 100-120%。价格方面，本周 POY 报价 5805 元/吨，周环比增加 330 元/吨，FDY 报价 6800 元/吨，周环比增加 250 元/吨，DTY 报价 7550 元/吨，周环比增加 275 元/吨。价差方面，本周 PX-石脑油价差扩大 0.89%；PTA-PX 价

差扩大 4.00%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差扩大 11.31%。

供不应求推动 LNG 价格持续上涨

根据百川盈孚，本周 LNG 价格指数为 6738 元/吨，周环比增加 23.09%。供给端，原料气资源紧张局面加剧，多数液厂被迫停工或减产，部分液厂不对外销售，仅供城燃以及加气站。需求端，随着冷空气来袭，冬季 LNG 的需求量攀升，长沙、武汉、西安等地区天然气缺口较大，局部地区城燃仍存在采购 LNG 补库操作，支撑需求，供不应求下 LNG 价格持续上涨。

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】利安隆拟收购康泰股份进军润滑油添加剂市场，国产 ArF 光刻胶取得突破——行业周报-20201220

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（12 月 14 日至 12 月 18 日，下同）行情回顾

截至本周五（12 月 18 日，下同），上证综指收于 3394.9 点，较上周五（12 月 11 日，下同）的 3347.19 点上涨 1.43%；创业板指报 2780.73 点，较上周五上涨 3.46%。新材料指数报 3560.65 点，较上周五上涨 2.85%，跑输创业板指 0.61%；半导体材料指数报 1733.26 点，较上周五下跌 0.85%，跑输创业板指 4.31%；液晶显示指数报 10055.83 点，较上周五下跌 0.56%，跑输创业板指 4.01%；OLED 指数报 2740.21 点，较上周五下跌 0.45%，跑输创业板指 3.91%；尾气治理指数报 2178.91 点，较上周五上涨 0.41%，跑输创业板指 3.05%。

本周新材料板块的 100 只个股中，有 44 只周度上涨（占比 44%），有 55 只周度下跌（占比 55%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：天奈科技、同益股份、鼎龙股份、巨化股份、永太科技；7 日跌幅前五名的个股分别是：银禧科技、凯美特气、金宏气体、利安隆、中芯国际。

开源化工新材料周观察：我国润滑油添加剂市场国产化空间广阔

润滑油添加剂是润滑油的重要成分，有助于提高润滑材料的润滑性能，被广泛应用于汽车润滑油、工业润滑油等领域。据全球咨询和研究公司克莱恩及上海市润滑油品行业协会预测，全球润滑油添加剂市场规模将从 2018 年的 143 亿美元稳步增长到 2023 年的 185 亿美元，国内规模将达 38.11 亿美元。国际四大润滑油添加剂公司路博润、雪佛龙奥伦耐、润英联、雅富顿长期占据全球 85%以上的市场份额。中国润滑油添加剂产业起步较晚，与国际四大公司相比仍存在很大差距，国内市场亦主要被国际四大知名公司所占据，尤其是高级别添加剂领域仍主要依赖于进口。本土企业在质量上紧盯国际添加剂公司，其中瑞丰新材、泰康股份有望通过资本市场做大做强，把握我国润滑油添加剂市场“国产化”的战略窗口。

重要公司公告及行业资讯

【利安隆】12 月 17 日，公司拟以发行股份及支付现金的方式购买韩谦、禹培根、韩光剑、禹虎背、曹建影等 45 名自然人合计持有的康泰股份 92.2109%股权，暂定交易作价 59,584.43 万元，同时拟以现金方式收购其他股东所持康泰股份合计不超过 7.7891%股权，交易价格预计不超过 8,000 万元。本次发行股份购买资产的发股价格为 28.26 元/股，发行股份数量不超过发行前公司总股本的 30%。

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 2020 年尾气催化材料、医药 CDMO 进入加速增长元年，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、凯赛生物、斯迪克等。

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】社会消费稳步复苏，看好消费升级类商品表现——商贸零售行业周报-20201220

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

11 月社会消费稳步复苏，看好消费升级类商品表现

本周（12 月 15 日），国家统计局发布 2020 年 11 月份社会消费品零售总额（下简称“社零”）数据。2020 年 11 月，我国社零总额为 39514 亿元，同比增长 5.0%，增速环比 10 月提升 0.7pct。考虑到 11 月 CPI 受畜肉类价格波动影响同比-0.5%（食品类 CPI-2.0%），若扣除价格因素影响，11 月社零实际同比增长为 6.1%，整体看社会消费在稳步复苏。从品类看，粮油食品、饮料、烟酒、药品等必选消费品类增速保持稳健，而偏消费升级的部分可选消费品类表现更为亮眼：化妆品类同比+32.3%，增速环比+14.0pct，我们认为主要受益于 2020 年双十一购物节期间，海内外化妆品品牌纷纷采用直播等方式加大促销力度，带来亮眼销售增长；金银珠宝品类同比+24.8%，增速环比 10 月+8.1pct，终端需求继续呈现复苏势头。从 11 月社零数据整体来看，疫情后的消费带动已逐渐由基本生活消费增长恢复至消费升级因素驱动。此外，从线上线下渠道数据看，1-11 月实物商品网上零售总额同比+15.7%，占社零总额比重为 25.0%，环比 10 月仍有一定提升，整体零售的线上化趋势显著。展望未来，我们持续看好以颜值经济（医美化妆品）、黄金珠宝为代表的消费升级类板块，随着元旦、春节等节假日（消费旺季）临近，有望持续较好的销售表现。

行业关键词：数字人民币、C2M 淘工厂、社区生鲜、社区团购、SHEIN 等

【数字人民币】京东场景双十二期间近 20000 笔订单通过数字人民币支付。

【C2M 淘工厂】阿里 C2M 淘工厂直营店年度活跃用户破亿。

【社区生鲜】社区生鲜品牌钱大妈正式进入北京市。

【社区团购】滴滴、美团、拼多多社区团购 12 月日单量峰值超千万。

【SHEIN】SHEIN 孵化新品牌，推出美妆独立站 SHEGLAM。

板块行情回顾

本周（12 月 14 日-12 月 18 日，下同）零售板块（商业贸易指数）报收 3329.11 点，下跌 0.42%，跑输上证综指（本周上涨 1.43%）1.84 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 24 位。各细分板块中，本周贸易板块表现较好（+1.66%），2020 年年初至今专业市场板块表现最好。个股方面，本周上海物贸（+14.7%）、家家悦（+9.6%）、远大控股（+9.1%）涨幅靠前。

投资建议：关注医美、化妆品和黄金珠宝板块

投资主线一：颜值经济时代，化妆品消费由可选变为刚需，关注皮肤学级和功效性护肤品、彩妆和产业链上游 ODM 龙头三条细分赛道优质标的；

投资主线二：医美行业蓬勃发展，医美产品生产商占据产业链核心环节，重点推荐国内玻尿酸产品龙头爱美客。

投资主线三：线下消费复苏、终端需求改善明显，黄金珠宝板块重点推荐品牌力突出的老凤祥和优先布局时尚珠宝和电商新渠道的周大生。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

【煤炭开采】短期动力煤紧供给或将持续，关注保供稳价措施——行业周报-20201220

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

短期动力煤紧供给或将持续，关注保供稳价措施

本周（12 月 14 日至 12 月 18 日，下同）动力煤价不改上涨势头，秦港动力煤现货平仓价上涨至 689 元/吨，政策控价并未能快速有效抑制价格，主因短期供给紧张格局较难改善，本周秦港库存不增反降。本周基本面来看，需求方面，全国范围持续降温，南方受寒潮入侵降温尤其明显，推动电厂日耗增长释放需求，库存下降采购力度加大，本周海运费持续大涨，同时工业用煤也处于高峰时段；供给方面，产地产能释放有限，主因安监力度加大有所限产，同时临近年终超产存在压力，进口政策放宽但新增进口煤仍未集中到港，尚未形成有效供给。本周湖南、浙江等省份限电调控或主因用电需求快速增长导致机组容量紧张，缺煤或并非主要因素。后期判断，需求端，居民用电与工业用电均支撑今冬旺季需求，且从电厂低库存及可用天数下降来看，补库仍将持续；供给端，短期保供形势仍有压力，但从本周发改委表态与煤炭协会倡议来看，产能释放仍获政策大力支持，同时进口政策存在较强宽松预期。总体看，短期煤价或易涨难跌，但并不意味进一步上探仍有支撑，未来走势需关注三个时间窗口：1）12 月底前新增配额月底前集中到港或缓解当前供给压力；2）2021 年 1 月全年进口配额的重新获得或将快速有效补充供给缺口；3）春节前半月内工业企业开工率下滑或使需求有所回落。本周发改委在新闻发布会上表示，目前煤炭市场供需总体平衡，今冬明春煤炭供应有保障；同时煤炭协会发布保供稳价倡议书，强调发挥长协作用，平抑煤价异常波动，总体看政策方面对于保供稳价仍有信心。四季度煤价上涨行情下，煤企业绩或将环比明显改善，全年业绩有望得到修复，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：西山煤电、潞安环能、大同煤业；经济复苏高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份；积极推动债务重组受益标的：*ST 永泰。

煤电产业链：本周港口煤价上涨，关注产地及进口宽松

本周（2020 年 12 月 14 日-12 月 18 日，下同）港口动力煤价上涨至 689 元/吨，政策控价未明显见效，紧供给格局持续催化煤价走强。需求方面，南方大幅降温推动电厂日耗增长，采购力度不减；供给方面，保供工作短期存在扰动，产地在安检、超产压力下增量有限。进口方面，新增配额或于中下旬陆续进入市场，澳煤仍然受限。需关注保供政策对于产地及进口的宽松调控。

煤焦钢产业链：本周焦炭涨&焦煤稳，年末焦炭去产能持续发力

焦炭方面，第九轮提涨开始落实。需求方面，环保压力下钢厂开工率有所回落，但仍处相对高位，需求仍有韧性，近期钢厂降库存明显，补库预期增强；供给方面，年末去产能加速推进下，小型焦企开工率降至低位，短期内供给仍处于收紧态势，各主产地要求年底严格完成去产能目标，增量及置换产能存在空档期，焦价或持续强势。焦煤方面，本周焦煤价格相对高位平稳，需求端焦钢企开工率仍有韧性，供给端澳煤受限后，蒙煤受其国内疫情管控影响通关有限，国内供给仍趋向收紧，叠加焦价强势下的高煤焦价差，焦煤补涨行情或仍将持续。

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

【农林牧渔】中央经济工作会议召开，转基因商业化有望加快——行业周报-20201220

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

周观察：中央经济工作会议召开，转基因商业化有望加快

中央经济工作会议 12 月 16 日至 18 日在北京举行。会议确定 2021 年 8 项重点任务，其中第 5 项指出，解决好种子和耕地问题。保障粮食安全，关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略。要加强种质资源保护和利用，加强种子库建设。要尊重科学、严格监管，有序推进生物育种产业化应用。要开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打一场种业翻身仗。回顾 2019 年中央经济工作会议，关于农业的表述出现在第 5 项着力推动高质量发展部分，提出要坚持巩固、增强、提升、畅通的方针，以创新驱动和改革开放为两个轮子，全面提高经济整体竞争力，加快现代化经济体系建设。要狠抓农业生产保障供给，加快农业供给侧结构性改革，带动农民增收和乡村振兴。要加快恢复生猪生产，做到保供稳价。

展望未来，我们认为随着政策的推进，国内主粮转基因商业化有望加快，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，受益标的苏垦农发。

周观点：猪肉价格继续回暖，动保产品需求加速释放

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 10 月能繁母猪和生猪存栏继续回升，存栏量同比分别增长 31.5%及 26.9%，其中能繁母猪存栏同比已经连续 5 个月正增长，生猪存栏量同比已连续 4 个月正增长。随着生猪加快恢复，养殖后周期动保板块持续回暖。展望未来，一方面猪价仍将保持较高水平运行，刺激行业补栏积极性提高，另一方面，国家政策层面不断出台扶持政策，保障生猪供给有效恢复，动保企业未来三年业绩增速确定，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。

本周市场表现（12.14-12.18，下同）：农业跑输大盘 0.88 个百分点

本周上证 A 指上涨 1.43%，农业指数上涨 0.55%，跑输大盘 0.88 个百分点。子板块看，宠物食品、农产品加工及林业、饲料板块领涨，分别上涨 4.61%、3.77%、3.45%；禽养殖及渔业板块出现下跌，跌幅分别为 2.99%和 0.64%。

本周重点新闻（12.14-12.18，下同）：能繁母猪和生猪存栏已恢复到正常年份水平 90%以上

【能繁母猪和生猪存栏已恢复到正常年份水平 90%以上】

【华储网：2020 年 12 月 17 日中央储备冻猪肉投放 2 万吨】

本周价格跟踪（12.14-12.18）：生猪、仔猪、817 毛鸡、毛鸭、草鱼、鲈鱼、大宗农产品价格上涨，鸡苗、毛鸡、中速鸡、鸭苗、对虾价格下跌

生猪养殖：根据 Wind 数据，本周自繁自养头均利润 2066.14 元，环比上涨 15.96 元；外购仔猪头均利润 513.19 元，环比下跌 9.53 元。

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。

【化工】建议关注化纤、氟化工产业链，甲醇、尿素价格高位运行——化工行业周报-20201220

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

本周行业观点：建议关注化纤、氟化工产业链，甲醇、尿素价格高位运行

本周（12 月 14 日-12 月 20 日，下同）各化纤品种表现有所改善，我们继续看好海外需求复苏，带动化纤行业景气上行。宏观方面，根据卓创资讯，截至 12 月 18 日，布伦特原油期货价格报收于 52.26 美元/桶，WTI 原油期货报收于 49.1 美元/桶。下游出口方面，根据国家统计局数据，2020 年 1-11 月，我国纺织业出口交货值为 2,346.1 亿元，11 月累计同比降幅为 2020 年首次缩窄至两位数。同时，2020 年 11 月我国化纤制造业出口交货值当月同比增速为 2020 年以来首次转正。下游开工方面，织造业开机率仍处于历史高位。库存方面，各化纤品种库存仍处于历史低位。在基本面改善情况下，本周化纤价格继续上涨。截至 12 月 18 日，中国盛泽化纤指数报 99.31，较上周同期上涨 0.49%，自 12 月初以来保持不断上升态势。在原油价格复苏及海外需求复苏的背景下，我们坚定看好化纤行业持续景气上行。受益标的：华峰氨纶、恒力石化、新凤鸣、荣盛石化、三友化工。

目前在需求复苏、成本面支撑作用下，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。在二代制冷剂陆续退出、四代制冷剂普及遥遥无期，而下游需求稳定增长的背景下，我们看好三代制冷剂有望在反转后开启未来高景气的“黄金十年”，龙头即将引领周期景气反转。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（12 月 14 日-12 月 20 日，下同）原油及煤炭价格上涨，天然气制甲醇装置、天然气制尿素装置继续限产，

甲醇、尿素价格延续涨势。原油方面，欧美原油期货涨至 9 个多月来最高点。煤炭主产地受煤管票、安检以及部分矿产能任务完成等限制，在需求旺季背景下，煤炭市场供需依旧配错，价格快速上涨。供应端，国内天然气制甲醇装置继续限产，截至 12 月 17 日，国内甲醇整体装置开工负荷为 71.05%，较 2019 年同期下跌 0.36%。气头尿素装置开工亦处低位，根据百川盈孚数据，截至 12 月 17 日，气头尿素装置开工仅 30.92%，环比减少 25.66%。我们预计短期甲醇或将偏强震荡，尿素高位整理为主。受益标的：华鲁恒升、鲁西化工。

随着海外需求逐渐复苏，我们建议继续关注顺周期、涨价、低库存品种：钛白粉、PVC、粘胶、氨纶、涤纶长丝等，布局顺周期化工子行业龙头。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；【绝对低估值龙头】金石资源、三友化工、海利得、巨化股份、三美股份、利民股份、滨化股份；【弹性标的】江苏索普、华谊集团、鲁西化工、新凤鸣。

本周行业要闻：浙江巨化集团研发高性能巨芯冷却液打破国外垄断

【PVC 行业】海湾化学二期项目全部投产，PVC 产能达到 80 万吨/年；【氟化工行业】浙江巨化集团研发高性能巨芯冷却液打破国外垄断；【农药行业】UPL 印度农药开设最先进的烯草酮生产工厂，现有原药、中间体产能进一步扩大。

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。

【通信：佳力图(603912.SH)】布局 IDC 协同发展，机房环控龙头再飞跃——公司首次覆盖报告-20201220

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

机房环控龙头，布局 IDC 上下游协同，首次覆盖给予“增持”评级

佳力图是国内具有领导地位的机房空调专业制造商和机房环境一体化解决方案服务商。公司自成立以来，一直专注于数据机房等精密环境控制技术的研发，是一家为数据机房等精密环境控制领域提供节能、控温设备、一体化解决方案以及相关节能技术服务的高新技术企业。公司客户主要为中国移动、中国电信等通信运营商以及大型金融企业和互联网公司。随着云计算放量，IDC 需求增长，公司多产品线将持续受益，业绩有望保持快速增长。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 1.27/1.70/2.25 亿元，同增 49.9%/34.3%/32.1%，EPS 为 0.58/0.78/1.04 元，当前股价对应 PE 分别为 26.0/19.4/14.7 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

政策引导 IDC 绿色发展，机房环控前景开阔，公司业绩有望边际改善

随 5G 商用进程的推进，万物互联时代开启，数据流量急剧增长，IDC 作为数据储存的地方，景气度随之提升。根据科智咨询，2019 年我国 IDC 市场规模达到 1562.5 亿元，而 2022 年预计将翻倍，预测将达到 3200.5 亿元。国家通过政策支持引导数据中心绿色发展，进行合理节能规划，机房环控市场需求打开，前景开阔，公司作为机房环控龙头，业绩有望边际改善。

优化产业链布局，推进数据信息服务行业下游延伸

公司在控温、节能方面积累了丰富的技术和经验，能够提供机房节能管理以及维保方面的技术服务，公司在控温、节能方面的技术储备有助于数据中心项目降低能耗成本，保障数据中心的精密运行环境。公司于 2019 年投资建设“南京楷德悠云数据中心项目”进军 IDC 行业。公司进入 IDC 业务领域的优势在于与原有主营业务形成协同效应，降本增效提高议价能力，未来业绩释放可期。

风险提示：宏观经济波动风险；公司客户所处行业较为集中；材料价格波动风险。

【计算机：致远互联(688369.SH)】协同管理领军，“平台+生态”战略开启广阔空间——公司首次覆盖报告-20201220

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

协同管理软件及云服务的领先厂商，首次覆盖给予“买入”评级

公司作为协同管理软件及云服务的领先厂商，紧跟行业平台化、移动化、云端化、智能化的大趋势，坚持“平台+生态”的发展战略，收入有望明显提速。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 1.15、1.39、1.75 亿元，EPS 为 1.49、1.80、2.28 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 47、39、31 倍，公司 PE 及 PS 估值均低于行业可比公司平均水平，首次覆盖给予“买入”评级。

协同管理逐渐走向平台化、移动化、云端化、智能化

中国协同管理软件行业已从文档与信息共享、组织与流程化协作阶段步入全面的组织协同管理阶段。随着新一代信息技术的发展和企业数字化转型升级的速度的加快，协同管理软件开始向产品平台化、应用移动化、服务云端化、管理智能化等方向发展，成为企业、政府统一的工作入口和运营中台。

从 V5 协同管理平台到致远协同云，平台化战略持续升级

软件的产品化、标准化和规模化是协同管理软件厂商发展的基础，产品平台化是其核心竞争力。2013 年公司发布致远协同管理平台 V5，2020 年公司正式发布致远协同云，致远协同云是致远互联基于平台化战略向平台型企业持续升级的战略举措，定位于企业业务应用定制服务。基于低代码和零代码平台，打造企业数字化转型的协同运营中台；以协同云应用商城作为支撑，为企业数字化提供应用与定制一站式云服务。随着公司平台化战略的持续升级，公司的核心竞争力有望进一步提升。

携手合作伙伴，构建可持续发展生态体系

自成立以来公司一直将协同生态作为核心发展战略之一。基于协同生态发展战略，致远互联整合了第三方企业级管理软件、国产化产品、互联网及增值服务等上下游产业链资源，与华为、腾讯、中国移动形成良好的合作伙伴关系，进一步拓展了致远协同应用解决方案的广度和深度。

风险提示：新产品开发不及预期；技术研发及业务人员流失的风险。

【中小盘：海阳股份(830921.OC)】进击的华东养老龙头，医养融合驱动加速发展——中小盘首次覆盖报告-20201220

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

华东地区养老医疗综合服务供应商，首次覆盖，给予“买入”评级

公司以传统安保服务为基础，近年来积极开拓养老及医疗护理业务，目前已经成为安保、养老和医疗护理的综合方案解决商。目前，公司安保业务收入稳定，并且凭借多年以来所积累的口碑效应，客户群体仍在稳步扩张。而养老业务在行业需求强劲的背景下快速发展，未来有望凭借专业化的运营能力以及标准化的管理体系，成为华东地区领先的养老龙头。我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.39/0.55/0.67 亿元，对应 EPS 分别为 0.48/0.69/0.83 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 14.9/10.5/8.7 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

老龄化催生十万亿养老需求，亟待优质养老机构崛起

近年来，在人口老龄化、政策支持和消费升级的趋势下，国内养老行业快速发展，预计 2022 年市场需求规模将突破十万亿。然而，在养老需求快速增长的背景下，国内养老行业面临着供给不足、支付体系欠缺以及养老产业结构不完善等问题。因此，当前国内养老行业仍旧以传统的居家养老为主。2020 年以来国内开始大规模试点并推广长护险，养老服务的支付能力有望得到显著提升。对标日本养老行业，在供需错配的行业初期，优质的服务供给和完善的支付体系是推动行业快速增长的关键。展望未来，国内养老行业有望随着支付体系的逐步建立（长护险的普及等）以及优质供给的相继涌出迎来快速发展。

深化政府合作、推动医养融合，构筑华东地区综合养老龙头

公司以类 BOT 的模式持续开拓机构养老业务，并通过长周期签约的方式进一步深化与政府机构的合作。同时，公司积极推行“医养康护”四位一体模式，并以数字化赋能实现老人、医院等各个主体互联互通，有效提升养老服务质量。经过多年积累，公司创新推出“CCHC（持续照料社区）”养老服务模式，并通过服务体系标准化的方式使其具备较强的可复制性。公司有望凭借专业化的运营模式以及标准化的管理体系快速扩张，向华东地区综合养老龙头进发。

风险提示：养老行业政策变动等，养老支付体系建设推进低预期。

【中小盘：北京君正(300223.SZ)】并购 ISSI，国产车规级存储龙头起航——中小盘首次覆盖报告-20201220

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002

国产“CPU+存储芯片”龙头扬帆起航，首次覆盖，给予“买入”评级

公司通过并购 ISSI 已经变身为国内车规级存储芯片的龙头，将充分受益于汽车电动智能化趋势下对存储芯片需求的大幅提升以及车规级存储芯片的进口替代。同时，公司立足于利基型车载存储市场，搭建起全方位的车载芯片研发平台，不断引入新的技术和产品（LED Driver 以及车载通信芯片等），驱动公司的长期稳定成长。我们预计，公司 2020-2022 年归母净利润分别为 1.05/6.00/8.39 亿元，对应 EPS 分别为 0.22/1.28/1.79 元，当前股价对应 2020-2022 年的 PE 分别为 413.9/72.5/51.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

电动化、智能化驱动车载存储量价齐升，进口替代正当时

在汽车智能化、电动化的趋势下，车用半导体需求增速领跑国内各类半导体应用市场。车用存储芯片广泛应用于 BMS、智能座舱、自动驾驶等多个领域。随着智能化和电动化水平的不断升级，存储芯片容量、带宽升级将带来车用存储芯片需求的量价齐升。同时，车用半导体由于对安全性要求较高，行业准入和客户认证壁垒较高，一直以来且均由外资厂商垄断（全球 CR8 为 63%），行业竞争格局稳定。在芯片进口替代的浪潮之下，公司通过并购 ISSI 后成为了国内车规级存储芯片的龙头，将充分受益行业需求的快速增长和进口替代趋势。

构建全方位车载芯片研发平台，看好北京君正与矽成的协同发展

北京矽成（ISSI）目前已立足于利基型车载存储芯片市场，建立起了全方位的车规级芯片研发平台，并持续通过自研+并购的方式导入新产品和新技术。前期导入的 LED Driver 正在持续放量，新产品 LIN、CAN、G.hn 等网络传输芯片以及 MCU 和光纤通信驱动芯片等正在快速推出和量产。北京君正自身是国内 CPU 设计的龙头，收购 ISSI 之后搭建起了“CPU+存储芯片”的平台。一方面可以 ISSI 可以借助君正大力开拓国内车用存储芯片市场，另一方面君正可以借助 ISSI 的车载平台将 CPU 设计能力逐步导入至汽车市场，形成良好的协同和互动。

风险提示：车用半导体景气度下行的风险；中美贸易摩擦的风险。

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（underperform）	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（underperform）	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