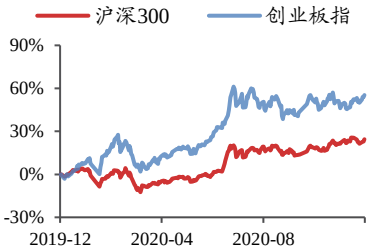
2020 年 12 月 18 日

开源晨会 1218

——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(%)
有色金属	4.09
钢铁	2.61
非银金融	2.55
采掘	2.53
医药生物	2.07

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
国防军工	-0.57
纺织服装	-0.11
电气设备	-0.04
传媒	0.07
农林牧渔	0.2

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】还“周期”以成长：制造业的十年一跃——投资策略专题-20201217

疫情下供需错配带来我国制造业在全球产业链中脱颖而出的机会，制造业的三条重塑之路：（1）行业需求低迷，由于盈利水平过于低而自发出清：纺织服装、运输设备（2）由于资源的有限性和环保政策力度加大，行业的门槛提升，新进入者有限，而行业内已存在的企业由于生产成本的差异出现大小分化：大炼化、有色金属、钛白粉、水泥（3）以品牌、渠道为代表的“软实力”经历长时间的淬炼，得到了提升：LED 照明、汽车零部件。投资制造业的配置两种思路：景气上行与价值重估。

【固定收益】乳业新星，全国化扩张——新乳转债申购价值分析——事件点评-20201217

参考相近行业、相似评级的洽洽转债（评级 AA、规模 13.4 亿元，平价 97.88 元对应转债价格 122.68，转股溢价率 25.34%）、大参转债（评级 AA、规模 14.05 亿元，平价 100.32 元对应转债价格 124.23，转股溢价率 23.83%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 20%-24%区间，价格 119.74-123.74 元，价格中枢 121.74 元。

行业公司

【食品饮料】11 月电商数据分析：大众品稳步增长，乳制品、膳食营养品景气度高——行业点评报告-20201217

根据魔镜数据，2020 年 11 月京东食品饮料行业线上销售额同比减少 26.7%，销售额下降主因销售量同比下滑 32.7%，或因 2019 年同期基数较高。环比来看，行业线上销售额环比增速达 28.5%，增速环比回升。

【新能源与电气设备】光伏玻璃产能有望放开，助力产业长期有序发展——行业点评报告-20201217

工信部公开征求对《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》的意见，指明光伏压延玻璃可不制定产能置换方案，若征求意见通过，光伏玻璃供给的释放有助于其价格回归合理水平，对行业长期有序发展起到积极作用。

【通信：科华恒盛(002335.SZ)】UPS 龙头易名“科华数据”，IDC 业务再腾飞——公司信息更新报告-20201217

2020 年 12 月 15 日，科华恒盛召开第八届董事会第十二次会议，审议通过《关于拟变更公司名称及证券简称的议案》，正式将公司名称从“科华恒盛股份有限公司”更名为“科华数据股份有限公司”，证券代码不变，证券简称变为“科华数据”。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润 3.57/5.00/6.65 亿元，EPS 为 0.77/1.08/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 29.9/21.4/16.1 倍，相对可比公司存在一定估值优势，维持“买入”评级

研报摘要

总量研究

【策略】还“周期”以成长：制造业的十年一跃——投资策略专题-20201217

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

制造业处于十年之变关键节点

在 9 月发布《结构之光：制造业的十年之变》以来，我们发现经济修复已从逆周期调控到内生动能迸发，制造业是市场关注焦点。疫情下供需错配带来我国制造业在全球产业链中脱颖而出的机会，表现为出口强势复苏，出现“小比大好”的情景，同时，我国制造业的盈利修复已经引致投资扩张，而海外却在经历产能缩减，这就使“暂时性替代”升级为“长期或永久性替代”成为可能。相比于过去的强需求主导，细分行业的格局变化，成为未来投资机会挖掘的关键命题。

格局优化：制造业的三条重塑之路

（1）行业需求低迷，由于盈利水平过于低而自发出清，自 2000 年起营收增速不及制造业整体的行业共 11 个，这些“拖后腿”的行业中大多数出现了亏损的蔓延，但在亏损之中行业逐步出清，纺织服装、运输设备形成了更加稳固的竞争格局，而轻工（造纸、包装印刷）、电气仪表则处于周期性底部，将迎来弹性最大时刻；（2）由于资源的有限性和环保政策力度加大，行业的门槛提升，新进入者有限，而行业内已存在的企业由于生产成本的差异出现大小分化：大炼化、有色金属、水泥，这三个行业均同时满足 4 项集中度指标提升，另外一个与它们相同的是已经得到“价值重估”的酒类制造业，上述三个行业均进行了后向一体化，掌握原材料资源，增强行业议价能力；（3）以品牌、渠道为代表的“软实力”经历长时间的淬炼，得到了提升，但由于需求侧疲弱，在过去没有能够使报表出现明显改善，但当下则面临较为确定性的需求上行：LED 照明、汽车零部件。

疫情后世界：还“周期”以“成长”

制造业投资增速在 2020 年年末出现大幅度的上行，既有疫情下全球供应链重塑的催化，也是历经十年之变后的历史必然。此前，我们对于投资制造业仅给出了资本开支周期的视角，在十年中制造业增速的起起落落之中，行业格局已经悄然转变，投资制造业不再只依靠“周期上行”，自部分周期性资产在 2016-2017 年的价值重估之后，在 2020 年市场又再次迎来了掘金“周期走向成长”的机会。

投资制造业的两种思路：景气上行与价值重估

（1）围绕确定性的需求上行主线，配置相应的制造业，而这些企业当前由于行业内供给出清和自身软实力提升，具备较以往更强的盈利弹性，第一，美国房地产景气上行的链条，纺织服装、LED 照明、钛白粉；第二，疫情重塑商业模式，运输及仓储业蓬勃发展的链条，造纸、包装印刷、运输设备；第三，全球经济在 2021 年疫苗普及后共振复苏，中国迎来制造业投资的又一次上行周期，投资品链条下的仪器仪表、电气自动化设备、集运。（2）价值重估的主线，配置在过去十年中进行纵向一体化，形成壁垒的行业，它们与在上一轮价值重估周期 2016-2017 年的酒类有共同特征——集中度提升趋势明显，同时，它们的资源性壁垒，相较消费品的品牌效应更容易被市场认知和认可：大炼化、有色金属、水泥。（3）制造业的配套产业：运输业，集运行业经历多次兼并重组，行业集中度已大幅提升，价格联盟稳定性更强，疫情后供应链修复，下游需求将持续旺盛。

风险提示：疫苗效果不及预期，全球复苏缓慢；技术进步打破既有壁垒

【固定收益】乳业新星，全国化扩张——新乳转债申购价值分析——事件点评-20201217

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

国内综合大型乳企业

公司是我国领先的大型综合乳制品供应商，是我国最大农牧集团——新希望集团旗下的大型集团化公司。根据2020年中报，液体乳类业务占公司总营收的92.69%，奶粉类业务占公司总营收的1.27%。2020Q1-3公司实现营业收入46.57亿元，同比增长10.32%；归母净利润1.85亿元，同比增长3.7%。营业收入的增长主要受益于疫情影响逐渐减弱，学生奶和送奶入户渠道不断恢复，以及低温鲜奶整体增长态势较好。

行业前景可期，公司全国化扩张持续推进

我国乳制品行业规模庞大，乳制品销售规模位列全球第二。常温市场领域已经趋于成熟，而随着冷链运输技术的提高、生鲜电商的兴起以及消费者对奶制品质量要求的提高，低温奶市场发展机遇已到来。公司采取差异化竞争策略，坚守“新鲜”发展理念，以低温乳制品为主，不断提高低温产品在公司销售中的比重；同时，公司通过“1+N”并购战略快速进行全国化扩张，扩展低温版图，有望成为行业新龙头。

预计上市价格中枢约121.74元

参考相近行业、相似评级的洽洽转债（评级AA、规模13.4亿元，平价97.88元对应转债价格122.68，转股溢价率25.34%）、大参转债（评级AA、规模14.05亿元，平价100.32元对应转债价格124.23，转股溢价率23.83%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在20%-24%区间，价格119.74-123.74元，价格中枢121.74元。

预计中签率约0.0017%，建议积极申购

新乳业的第两大股东为Universal Dairy Limited、新希望投资集团有限公司，持股比例分别为65.60%、15.74%。前十大股东合计持股88.93%，股权结构集中。假设原股东有80%参与配售，则预计获配5.744亿元面值转债，留给市场的规模为1.436亿元。假设新乳转债网上申购842万户，按照打满计算中签率在0.0017%左右，建议积极申购。

风险提示：原材料价格波动风险；正股及市场大幅波动风险

行业公司

【食品饮料】11月电商数据分析：大众品稳步增长，乳制品、膳食营养品景气度高——行业点评报告-20201217

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

京东食品饮料线上销售额环比回升，需求回暖

根据魔镜数据，2020年11月京东食品饮料行业线上销售额同比减少26.7%，销售额下降主因销售量同比下滑32.7%，或因2019年同期基数较高。环比来看，行业线上销售额环比增速达28.5%，增速环比回升。分行业来看，除食品礼券外，其余子行业销售额环比均增加。其中粮油调味、进口食品行业环比增速较快，同比分别增44.1%、49.5%。2020年11月休闲食品行业线上销售额占比较大，占比达36.3%。

休闲食品：线上销售额稳步增长，行业集中度持续提升

2020年11月阿里系休闲食品行业线上销售额达109亿，同比增12.5%，主要为均价同比增10.7%推动。从龙头表现来看，休闲食品行业龙头2020年11月销售额皆有所下滑，其中三只松鼠、良品铺子销售额下滑主因销量减少，而均价仍同比提升，均价提升或因2020年11月双十一促销力度同比有所减弱。从市场份额来看，龙头领先优势稳固，市场份额持续提升，行业CR3提升6.2pct至18.3%。

饮料冲调：乳制品、燕麦线上销售额快速增长，燕麦新兴品牌表现较好

饮料冲调行业中：（1）乳制品：2020年11月阿里系乳制品行业线上销售额达22亿，同比增64.2%。行业量价齐升，销售额增长主要由销量同比增53.2%推动。分子行业来看，2020年11月低温乳制品品类增速最快，同比增144%；纯牛奶其次，同比增81.4%。疫情爆发后，消费者对乳制品提升人体免疫力的认知度提升，白奶类产品均快

速增长。从龙头表现来看，乳制品龙头稳步增长，销售额增长主要由销量提升推动，其中蒙牛乳业、光明乳业皆量价齐升。从市占率来看，行业 CR3 略有下滑，同比降低 2.5pct 至 41%，但蒙牛乳业市占率提升 0.4pct 至 18.2%。（2）燕麦：2020 年 11 月阿里系冲饮麦片行业线上销售额达 6.8 亿，同比增 31.93%。行业量价齐升，销售额增长主要是均价同比增 22.3%推动。从龙头表现来看，主要燕麦品牌均实现量价齐升，其中王饱饱销售额增长主要由均价提升推动，欧扎克、西麦食品销售额增长主要由销量增长推动。从市场份额来看，2020 年 11 月燕麦行业中新兴品牌占比较高，其中王饱饱、欧扎克线上销售额占比分别达 14.8%、11.3%，份额稳步增长。行业集中度进一步提升，CR5 提升 6.3pct 至 44.8%。

膳食营养品：行业量价齐升，龙头企业市场份额持续提升

2020 年 11 月阿里系膳食营养品行业线上销售额达 35 亿，同比增 135.2%，行业量价齐升。从龙头表现来看，Swisse 销售额同比增 142.6%，主要由销量同比增 167.7%拉动。从市场份额来看，汤臣倍健市占率提升 1.2pct 至 6.4%，Swisse 市占率提升 0.4pct 至 0.7%，龙头企业市场份额持续提升。

风险提示：宏观经济波动风险、消费复苏低于预期风险、原材料价格波动。

【新能源与电气设备】光伏玻璃产能有望放开，助力产业长期有序发展——行业点评报告-20201217

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001 | 蔡紫豪（分析师）证书编号：S0790520120001

工信部公开征求意见：光伏压延玻璃可不受产能置换限制，产业痛点有望解决

2020 年 12 月 16 日，工信部公开征求对《水泥玻璃行业产能置换实施办法（修订稿）》的意见，指明光伏压延玻璃可不制定产能置换方案，但新建项目应委托全国性的行业组织或中介机构召开听证会，论证项目建设的必要性、技术先进性、能耗水平、环保水平等，并公告项目信息，项目建成投产后企业履行承诺不生产建筑玻璃。目前光伏产业主要采用超白浮法玻璃或者透明背板替代玻璃背板来缓解供给紧张的问题，但大尺寸产品对宽幅玻璃的需求依然受到抑制。若征求意见通过，光伏玻璃供给的释放有助于其价格回归合理水平，对行业长期有序发展起到积极作用，同时会加速双玻组件渗透率的提升和薄玻璃的需求，并加快大尺寸组件产品的推进应用。

之前全球光伏需求向好+光伏玻璃产能受限，供需矛盾导致价格过快上涨

光伏玻璃属于平板玻璃，因我国加大对平板玻璃落后产能的淘汰和置换，同时防止企业借用光伏或汽车玻璃名义新增普通浮法产线，2020 年 1 月工信部发布了《水泥玻璃产业产能置换实施办法操作问答》，明确所有平板玻璃须制定产能置换方案，不可新增产能。根据光伏资讯，截至 2019 年底，我国光伏玻璃熔窑 52 座，日熔量 2.75 万吨/日，有效产能可满足年化 140GW 装机需求。2020 年以来，因疫情导致光伏供需错配，7 月末开始，光伏玻璃价格大幅上涨，截止目前涨幅达到 79%，对组件厂商盈利产生较大冲击。为此，2020 年 11 月，隆基股份、晶澳科技、晶科能源等厂商联合呼吁，希望国家充分考虑放开对光伏玻璃产能扩张的限制。

总体看光伏：短期看装机超预期概率小，中长期行业降本加快装机增长

短期，由于产业链价格坚挺，部分抑制了需求，装机超预期概率小：2020 上半年，疫情肆虐至全球光伏产业受到重创，装机同比下滑 9%，疫情恢复后，国内竞价项目需求集中于 2020Q4，供需错配下，硅料、玻璃、胶膜价格大幅攀升，而这三个环节因未来短期供需维持紧平衡，价格依然有支撑力度，通威股份、福莱特、福斯特等公司受益。中期看，硅片、电池、组件等环节的产能将在 2021 年加速释放，有助于产业链价格下行，叠加行业技术的进步，以及未来光伏玻璃价格逐步回归合理，光伏度电成本将持续下降，使得未来一两年后装机增速加速向上；技术方面，随着新型电池技术、跟踪支架等提效降本的技术出现以及 BIPV 等分布式应用形式的出现，光伏电站的经济性将进一步提升；这些变化将带来配套服务商的机会和竞争格局的优化，爱旭股份、中环股份、上机数控、东方日升、迈为股份、捷佳伟创、中信博等公司受益。长期看，光伏已成为各类电源中成本最低的电源形式之一，其平价打开了市场空间，龙头企业长期形成的竞争优势有望推动公司穿越周期快速成长，推荐隆基股份、阳光电源，通威股份等公司受益。

风险提示：新技术发展不及预期；装机需求低于预期；光伏市场竞争加剧。

【通信：科华恒盛(002335.SZ)】UPS 龙头易名“科华数据”，IDC 业务再腾飞——公司信息更新报告-20201217

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

公司改名为“科华数据”聚焦 IDC 业务，维持对公司的“买入”评级

2020 年 12 月 15 日，科华恒盛召开第八届董事会第十二次会议，审议通过了《关于拟变更公司名称及证券简称的议案》，正式将公司名称从“科华恒盛股份有限公司”更名为“科华数据股份有限公司”，证券代码保持不变，证券简称变为“科华数据”。2020 年 8 月，公司发布剥离低毛利充电桩业务预案，相关增加现金将优先投入 IDC 业务。结合近期更名事件，体现出公司将更加坚定的布局 IDC 业务。我们维持预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润 3.57/5.00/6.65 亿元，同增 72.5%/40.0%/33.0%，EPS 为 0.77/1.08/1.44 元，当前股价对应 PE 分别为 29.9/21.4/16.1 倍，相对可比公司存在一定估值优势，维持对公司的“买入”评级。

公司自建 IDC 全国布局，数据中心产品毛利持续提升

公司具有超过十年的数据中心行业经验，可以为客户提供从数据中心选址咨询到增值业务的数据中心全生命周期的服务，目前已在北上广投建 7 座大数据中心，于全国 10 多个城市运营 20 多个数据中心，总建筑面积超 23 万平方米，形成华北、华东、华南、西南四大数据中心集群，拥有机柜数量达 2.8 万架。根据公司中报数据，公司数据中心产品收入占比 35.95%，毛利率 35.03%，较 2019 年提升 9.21ppt，自 2017 年以来呈现持续上升态势。

同腾讯云十年期战略合作营收确定性加强，外延拓展包钢股份等大客户

数据中心主要用于承接 5G 时代数据流量快速增长的云计算、工业互联网等行业需求。根据 DOMO 数据显示，至 2021 年预计将有约 40 万亿 GB 数据量产生，催生数据中心景气度持续上行。2020 年 7 月 17 日，公司同腾讯云签署了十年期机房服务协议，预估总金额 11.7 亿元；2020 年 9 月 10 日同厦门市特房新经济产业园运营有限公司签署战略合作协议，预计将建设机柜 5000 架；2020 年 12 月 16 日，公司同我国西部最大的钢铁上市公司包钢股份签订战略合作协议，为包钢股份提供数据中心产品解决方案、导入优质互联网客户。

风险提示：5G 及 IDC 建设不及预期；市场竞争加速

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