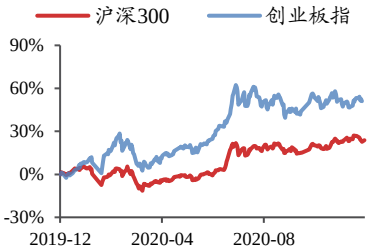
2020 年 12 月 15 日

开源晨会 1215

——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	3.05
农林牧渔	2.46
电气设备	2.31
食品饮料	2.18
国防军工	1.82

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	-3.78
钢铁	-2.18
家用电器	-0.33
建筑装饰	-0.15
交通运输	0.05

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

【宏观】信用“收缩”年，再融资压力的结构分化

随着政策“退潮”等，企业再融资压力上升，尤其是上半年到期偿付压力较大；部分偿债压力上升较快、负债稳定性下降的行业和地区，债务风险容易暴露。

【宏观】“特朗普主义”未离开

特朗普即将离任，但美国社会大割裂下，“特朗普主义”对拜登执政影响深远

【固定收益】若隐若现的社融拐点，以及依然需要警惕的利率债市场

根据历史经验，社融上升周期按照先后次序可分为三个阶段，短期收益率的下行更多是情绪性且暂时性的，建议对利率债市场维持谨慎。

行业公司

【钢铁】黑色链条价格全线上涨

本周黑色价格出现全线上涨，螺纹钢、热卷、冷轧、铁矿石价格相较于上周分别大涨 140 元、170 元、270 元以及 15.4 美元，期现价格的强势表现使得黑色系成为近期商品市场关注的焦点。

【新能源与电气设备】优质产品推动销量超预期

从 11 月数据看，新能源汽车销量略超预期，主要原因在于市场化车型的大卖：首先是特斯拉国产 Model 3，产品 10 月份降价后订单持续提升，11 月交付量才体现出来；比亚迪汉、宏光 MINI EV 等优秀产品仍在持续放量向上。

【传媒】关注跨年晚会、新游定档及头部新片上映

1、跨年晚会或再提升视频双雄流量，游戏新品陆续定档或增强业绩确定性。2、梯媒顺周期修复逻辑未变，调整带来布局良机。3、头部影片供给释放在即，积极把握电影板块“临门一脚”机会。

【新能源与电气设备】减排助力光伏长期发展，短期装机超预期概率小

光伏在可再生能源新增装机占比达到 60%，全球光伏发电进入大规模平价时期，预计“十四五”期间全球光伏年均新增装机达到 222~287GW，国内同期年均装机达到 70~90GW。

【农林牧渔】生猪期货上市时间确定，长期利好养殖规模化提升

生猪期货上市时间确定，长期利好养殖规模化提升；猪肉价格继续回暖，动保产品需求加速释放。

【钢铁：明泰铝业(601677.SH)】显著低估的高成长铝材加工龙头

公司作为铝加工行业的龙头企业，通过进军交通运输、新能源用铝等高端领域，实现由传统加工向高端制造的升级。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.43 亿元、12.46 亿元、14.57 亿元，EPS 分别为 1.69 元、2.02 元、2.36 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 7.80 倍、6.53 倍、5.58 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】信用“收缩”年，再融资压力的结构分化——宏观经济专题-20201213

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

随着政策“退潮”等，企业再融资压力上升，尤其是上半年到期偿付压力较大

随着政策“退潮”、防风险加强，信用“收缩”通道开启，企业再融资压力趋于上升。贷款展期等政策支持下，企业贷款和债券融资等明显放量，非标融资也有所放缓，1-10 月企业债务融资净增 15 万亿元、较 2019 年同期增长近 38%。随着政策“退潮”等，部分“稳增长”相关融资增速已经开始放缓，信用环境逐步进入“收缩”通道；债务到期增多、非标收缩压力上升等，或加大企业再融资压力。

2021 年，企业偿债压力明显上升、尤其是上半年，而非标压缩等压力可能在年中开始加速显现。贷款展期规模，截至 11 月初已超过 3.7 万亿元，使得企业偿付压力延后至 2021 年上半年；同时，信用债到期和回售规模达 7.4 万亿元、较 2020 年多增超 7000 亿元，其中 3 月和 4 月合计超过 1.5 万亿元。此外，资管新规过渡期到期，或加快通道业务等收缩，进而加大信托贷款和其他债权融资等难度。

部分偿债压力上升较快、负债稳定性下降的行业和地区，债务风险容易暴露

分行业来看，地产等传统高负债行业偿债压力上升、现金流压制凸显；休闲服务等偿债规模较小，但主体资质偏弱、短期债务负担加重。地产、交运、商贸等行业，2021 年贷款、债券等到期规模居前，且经营性现金流持续偏弱；休闲服务等行业，虽然偿债规模相对较小，中低评级主体或民企占比较高，同时，受疫情冲击影响大、经营情况改善进度相对偏慢，杠杆率、对短期债务依赖度明显抬升。

分地区来看，近年来债务压力较大的省市，城投债偿付压力进一步加大；部分地区偿债能力持续偏弱、甚至下降。2020 年，地方债务率明显抬升，仅显性债务率就有一半以上省市超过全国警戒线。2021 年，东部和西部城投债到期和回售规模增长居前；其中，天津、四川、贵州等，到期和回售规模增长均超过 30%。部分中、西部地区财政收支平衡压力较大，财政收支逆差甚至较 2019 年同期扩大。

信用风险的暴露，或进一步加大再融资压力，加剧行业和地区等的结构分化

随着债务风险持续累积，违约事件明显增多，一旦触发交叉违约等特殊条款，或导致偿债压力陡增、加速风险暴露。频现的信用违约，导致违约信用债占债券净融资的比重逐步抬升，前 11 个月达 8%、较 2019 年抬升 1.6 个百分点。当前存量信用债中有 2.5 万亿元附带交叉违约条款，其行业和地区分布，与 2021 年到期分布大体匹配；一旦信用违约触发交叉违约，或导致相关主体的偿债压力陡增。

信用风险暴露，或进一步加大再融资难度，加剧行业和地区等的结构分化。回溯历史，信用违约不仅导致违约主体丧失融资能力，也会对相关地区、同类性质主体等融资产生冲击。例如，2018 年民企违约较多，导致民企债券发行难度大幅上升、融资成本高企，净融资显著负增长。2021 年，信用“收缩”之年，违约风险或加速暴露，进而导致相关行业和地区等企业再融资压力上升，分化进一步加大。

风险提示：测算过程中的偏误和遗漏。

【宏观】“特朗普主义”未离开——宏观经济专题-20201213

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

特朗普真的输了吗？特朗普得票数高居历史第二，共和党在国会选举中大放异彩。不同于选前民调预测的惨败，特朗普在此次大选中获得了 7400 多万张选票，高居历史第二；其中，中下层民众对特朗普的支持率刷新历史新高。与特朗普高度绑定的共和党，在国会众议院选举中夺回多个席位，参议院中率先拿到 50 席。

特朗普和共和党表现远超预期背后，是“特朗普主义”走向前台，反映了美国社会大割裂。“特朗普主义”代表了反传统建制派的思想，包括反全球化、反非法移民，及支持通过极端的贸易保护措施等、直接打压其他国家。作为过去的非主流思想，“特朗普主义”获得超过 7000 万民众支持，反映了美国社会的大割裂。

美国社会大割裂，与产业发展失衡、过度自由化等导致贫富差距两极化紧密相关。1980 年以来，因制造业发展陷入停滞，美国越来越多的中下层民众被迫从事收入水平更低的中低端服务业。同时，新自由主义下的频繁减税，及金融环境持续趋松、带动金融资产价格大涨等，使富人更富、进一步加剧贫富差距问题。伴随贫富差距两极化、社会阶层逐渐固化等，失去奋斗希望的中下层民众开始右倾。

拜登的对富人加税、加强金融监管、增加医疗支出等主张，均是缓解贫富差距的良策；但受国会制约，较难落地。拜登的加税、加强金融监管、增加医疗及教育支出等主张，均需获得国会的投票批准、才能落地。但从新一届国会情况来看，因共和党在参议院选举中领先，国会大概率继续分裂。同时，与特朗普高度绑定的共和党，已全面转向支持减税、放松金融监管，以及减少医疗及教育支出等。

随着贫富差距难以缓解，美国社会割裂将继续加剧，“特朗普主义”盛行；为拉拢中下层民众，拜登或将区别于传统建制派政客，在外交、贸易等领域持强硬立场，对他国“不符合”美国利益的行为实施打击。对于拜登及民主党而言，为获得更多政治利益，必须全力拉拢投票率长期高企、越发保守的中下层民众。因多项内政主张较难落地，拜登或在外政上大做文章，在外交、贸易等领域持强硬立场。最新表态来看，拜登已表示将暂时保留对华关税，并积极寻求与盟友合作。

风险提示：美国党争超预期。

【固定收益】若隐若现的社融拐点，以及依然需要警惕的利率债市场——固收专题-20201213

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

根据历史经验，社融上升周期按照先后次序可分为三个阶段

社融的上升周期按先后次序分为三个阶段：贷款、债券融资及非标融资，这是与流动性的传导次序相关联的。

当前社融的上升已经跨入第三个阶段。最优质的主体往往会最先享受到信用扩张带来的好处，而评级偏低、风险偏高的主体只能在社融上升一段时间后，融资环境才能变好。

社融是否见顶取决于非标，当前非标的韧性偏弱，社融拐点或将提前到来

（1）受监管影响，信托贷款和委托贷款或将成为后续非标融资的拖累项；

（2）在去委外的过程中，风险偏好无法充分上升，偏高风险的非标产品难以与当前的风险偏好充分匹配；

（3）在此次社融的上行阶段，非标对社融的拉动力弱于以往。

若非标融资后续弹性不大，社融拐点或将提前到来。

社融拐点初现并不影响短期债券收益率的运行轨迹

（1）根据历史经验，利率见顶往往滞后于社融见顶，滞后时间在 6-12 个月；

（2）在一轮信用扩张周期过后，资金的风险偏好仍然会惯性上升，且仍然会带来以通胀为主的基本面压力，这些压力会导致货币政策不会因社融的见顶而很快宽松；

（3）当前 M0 停留在高位，且 PPI 尚在周期低位，从这两个指标看，对利率债市场不利。

PPI 的拐点与利率拐点更为贴近，这一次的 PPI 不但还没有充分启动，且本身尚停留在周期低位，收益率需要等待 PPI 继续走升且见顶后，才存在反转的基础，经验上，这个过程还需要 2-3 个季度。

短期收益率的下行更多是情绪性且暂时性的，建议对利率债市场维持谨慎

当前社融拐点初现可能仅仅代表着资金对经济增长的推动接近结束，但后续风险偏好的上升还会使得货币政策继续边际收紧一段时间。

短期收益率的下行更多是情绪性且暂时性的，我们依然建议对利率债市场维持谨慎，在操作上维持短久期、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

【钢铁】黑色链条价格全线上涨——行业周报-20201213

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

黑色链条价格表现抢眼

本周（2020 年 12 月 7 日至 2020 年 12 月 11 日，下同）黑色价格出现全线上涨，螺纹钢、热卷、冷轧、铁矿石价格相较于上周分别大涨 140 元、170 元、270 元以及 15.4 美元，期现价格的强势表现使得黑色系成为近期商品市场关注的焦点。商品价格的大涨虽然有需求偏强的客观因素，但近期以铁矿为代表的期货盘面表现尤其亮眼，这一方面和其品种自身高弹性有关，另一方面资金在整体预期向好之际起到的推波助澜效应也不容忽视。由于宏观情绪亢奋，价格短期出现一定超涨苗头，后期黑色系波幅会将加大，但考虑到春季需求复苏预期尚难证伪，我们预计年前商品价格整体将维持高位，对应受益标的河钢资源、宝钢股份、华菱钢铁等，建议继续关注钢铁股估值修复机会。

为何年前黑色系价格容易上涨

我们回顾了 2010 年以来 12 月到春节期间黑色系价格表现情况，发现绝大多数时期期货都出现了明显的上涨行情以修复贴水。这种反复出现的贴水修复行情存在客观的逻辑：12 月以后需求逐渐进入淡季，因此后期成交走弱并不会对钢价形成压制，这种低预期的客观环境反而容易导致钢价易涨难跌。此外，由于度过春节的需求冰点阶段，正月十五之后行业将迎来需求的集中释放期，因此这阶段市场博弈的焦点往往是春季需求复苏力度。一旦前期（10-11 月）需求强度可观或者宏观刺激政策形成，市场线性外推之下商品价格上涨便容易演变成燎原之势，并且由于此种预期无法证伪，期货盘面价格常常出现超涨，进而带来盘面强势修复贴水。

板块重点数据跟踪

需求淡季不淡：本周全国建筑钢材成交量均值 23.1 万吨，周环比上升 3.78 万吨。测算显示，螺纹钢消费表现 388.7 万吨，周环比上升 5.71%；热轧板卷消费表现 342.0 万吨，周环比下降 3.24%。；

供应略有下滑：全国高炉开工率（163 家）66.57%，周环比下降 0.28pct；唐山钢厂产能利用率 78.73%，周环比上升 1.33pct。五大品种全国周产量共 1061.3 万吨，环比下降 4.24 万吨，降幅 0.40%;

盈利表现整体下滑：本周螺纹钢吨毛利 38 元，环比下降 160 元；热轧板吨毛利 249 元，环比下降 52 元；冷轧板吨毛利 344 元，环比下降 40 元；中厚板吨毛利-203 元，环比下降 82 元;

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

【新能源与电气设备】优质产品推动销量超预期——行业周报-20201213

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

周观点：新能源汽车销量超预期，优质产品是关键

（1）新能源汽车：从 11 月数据看，新能源汽车销量略超预期，主要原因在于市场化车型的大卖：首先是特斯拉国产 Model 3，产品 10 月份降价后订单持续提升，11 月交付量才体现出来；比亚迪汉、宏光 MINI EV 等优秀产品仍在持续放量向上。但市场化车型大卖的因素也存在上海等地政策的影响，后续持续性值得关注。展望未来，市场化车型将持续提升产品力和性价比，预计 2021 年将是年度销量增速加速向上的一年；目前优质龙头公司订单比较充足，我们预计部分核心部件龙头公司的产品有望出现供不应求的情况：比如电池、隔膜、铁锂等。具体到投资层面，目前投资方向已经在延伸：从终端车企到中上游材料和零部件（比如近期的碳酸锂涨价），从一线环节到二线环节（优质供应链角度），从确定性板块到模糊性板块（氢能源、储能等）。长期的投资方向，核心是特斯拉、宁德时代产业链。（2）光伏：近期光伏行业大会和习总书记的讲话进一步提振了行业的长期发展预期；但短期产业链价格的坚挺使得近期下游需求超预期的概率低。行业的大机会在于产业链价格跌价之后的终端投资上升。优质龙头公司进一步提升市占率，隆基股份 2020 年提前一个月实现 20GW 组件销量就是典型。投资方面，中长期关注具有全球核心竞争力的公司，隆基股份、通威股份等龙头受益；短期关注逆变器、玻璃、胶膜等环节的弹性机会，阳光电源、福莱特、福斯特等受益。

11 月国内新能源汽车销量同比+104.9%，预计产业链未来景气度持续性较好

11 月国内新能源汽车销量达 20 万辆，同比+104.9%，环比+24.1%。分类型来看：①乘用车销量 18.6 万辆，同比+137%，环比+25.2%。其中，EV 乘用车销量 15.4 万辆，同比+136.8%，环比+25.9%；②商用车销量 1.4 万辆，同比-28%，环比+11.8%。分级别来看，11 月延续了此前“高端低端两头大”的趋势，A00 级 BEV 销量 4.8 万辆，占比达 32%（宏光 MINI EV3.31 万辆，欧拉 R1 0.95 万辆）；B 级 BEV 占比达 23%，环比+2pct。分车型看，Model 3、比亚迪汉、宏光 MINI EV、欧拉 R1 表现尤为亮眼。我们预计 2020 年/2021 年国内新能源车销量 130 万辆/200 万辆，同比+7.9%/53.8%。受益标的：（1）各环节龙头：宁德时代、恩捷股份、璞泰来、三花智控、宏发股份。（2）优质产品供应链/短期量价齐升：中科电气（受益于比亚迪等放量）；天赐材料（深度受益于六氟磷酸锂涨价）、德方纳米（LFP 量价齐升）。

板块和公司跟踪

新能源汽车行业层面：1-10 月全国锂离子电池产量同比增长 10.9%。

新能源汽车公司层面：亿纬锂能与 SKI 签署《债权转股权合同》和《亿纬集能合资经营合同》。

光伏行业层面：2020 年我国新增光伏装机量预计达 35GW。

光伏公司层面：福斯特发布第三期员工持股计划。

风险提示：新技术发展超预期、疫情导致需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【传媒】关注跨年晚会、新游定档及头部新片上映——行业周报-20201213

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

跨年晚会或再提升视频双雄流量，游戏新品陆续定档或增强业绩确定性

随着哔哩哔哩发布 2020 跨年晚会的主题影片《不再撤回》，正式进入跨年晚会倒计时，我们判断将进一步带来哔哩哔哩流量的增长，而从宣传海报可以看到包括冠名总赞元气森林、首席合作商美的及题拍拍在内的多家赞助商，有望驱动哔哩哔哩品牌广告收入 2020Q4 和 2021Q1 较快增长。另一家视频平台芒果超媒跨年晚会也临近，晚会或正式推出的“小芒电商”App 值得期待，同时 12 月 18 日将上线的“NZND 顶牛演唱会”也有望带来流量及会员收入增长。另外，泡泡玛特上市引发的潮玩盲盒关注度或持续升温，哔哩哔哩有代销泡泡玛特盲盒，而芒果 TV 此前

已上线“芒果盲盒”模块，潮玩盲盒也有望成为小芒电商重要品类，后续哔哩哔哩及芒果超媒亦有望受益于潮玩行业的高增长。游戏方面，12 月 11 日，吉比特自研放置类手游《一念逍遥》定档 2021 年 2 月 1 日上线，我们认为 A 股游戏龙头公司的头部新游陆续定档，或增强 2021 年业绩确定性，在近期游戏板块调整较多的情况下，有望提振游戏板块估值。视频板块我们建议当前重点关注跨年晚会带来的机会，重点推荐芒果超媒，受益标的为哔哩哔哩；游戏板块建议把握新游定档带来的估值修复机会，重点推荐完美世界，受益标的包括吉比特、三七互娱、腾讯控股、网易。

梯媒顺周期修复逻辑未变，调整带来布局良机

梯媒龙头分众传媒近日有所调整，我们判断或由于年底机构调仓叠加市场对于 Q4 业绩存在一定担忧所致，但基于“双 12”及年度跨年营销活动的开展，我们判断梯媒刊挂率有望维持高位至 2021 年 1 月，且同比或仍有提升，Q4 业绩或存在预期差；随着疫苗研发推进，全社会消费和线下活动有望在 2021 年进一步恢复，新兴消费品牌及在线教育、在线医疗、新能源汽车为代表的新经济领域广告主仍有望加大在梯媒的投放，梯媒顺周期修复逻辑未变。

头部影片供给释放在即，积极把握电影板块“临门一脚”机会

《紧急救援》和《神奇女侠 1984》即将于 12 月 18 日上映，开启 2020 年贺岁档，加上定档 12 月 31 日的《温暖的抱抱》及 2021 年春节档的影片，头部新片供给集中释放，内容出品方、院线公司及影院广告公司业绩 2020Q4 至 2021Q1 底部反转的确定性增强。另一方面，由于国庆档至贺岁档之间的这段时间缺少头部新片供应，票房再次遇冷，我们判断又有部分影院在 10-12 月关停，行业集中度或进一步提升。我们再次强调顺周期布局电影板块，内容出品方受益于重要档期的头部新片上映，业绩弹性或较大；院线龙头有望受益于疫情带来的行业出清和集中度提升，将更大程度分享疫情后的行业增长红利。电影板块受益标的包括万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、横店影视、上海电影、金逸影视。

风险提示：疫情的发展及对线上线下娱乐时长的影响仍存在不确定性；视频平台格局变化受到多方面因素影响；已定档影片和游戏的上映（上线）时间仍有可能变动。

【新能源与电气设备】减排助力光伏长期发展，短期装机超预期概率小——行业点评报告-20201213

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

光伏市场化发展大周期开启，长期空间逐步打开

近期官方表态进一步聚焦行业未来空间，总体看，行业长期成长性非常强：（1）2020 年 12 月 10 日“2020 年中国光伏行业协会年度大会”上，王勃华秘书长提出 2025 年全球可再生能源在新增发电装机中占比达到 95%，光伏在可再生能源新增装机占比达到 60%，全球光伏发电进入大规模平价时期，预计“十四五”期间全球光伏年均新增装机达到 222~287GW，国内同期年均装机达到 70~90GW。（2）2020 年 12 月 12 日，习总书记在气候雄心峰会上宣布，到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上，再次对我国新能源发展表明坚定的态度。之前，2020 年 9 月第 75 届联合国大会上，习总书记表示，将力争在 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和，这次更是落实到了具体指标。（3）从全球看，碳排放的外部压力及平价后的内生性发展成全球光伏发展的主要驱动力：2020 年 10 月欧洲议会上，提出 2030 年比 1990 年减排 60%，2050 年实现碳中和的目标；拜登上台重返《巴黎协定》，计划在 2035 年前实现无碳发电，在 2050 年之前达到碳净零排放。

短期看装机超预期概率小，中长期行业降本将使得装机增速加快

短期由于产业链价格的坚挺，已经部分抑制了需求端，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，对下游成本产生较大压力。中长期来看，优质供给的释放加上行业技术的进步，光伏度电成本将持续下降，将使得未来一两年后装机增速加速向上：供给端，硅片、电池、组件等环节的产能将在 2021 年持续加速释放；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。

投资层面：长期关注企业核心竞争力，中短期看技术、景气度

1、长期看，光伏已成为各类电源中成本最低的电源之一，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成长，推荐隆基股份、阳光电源，通威股份等公司受益。2、中期看，技术创新改变行业竞争格局，也助力企业穿越周期，关注产品大型化带来的成本优化、提升电池转化效率的异质结、新型应用场景 BIPV 以及带来发电增益的跟踪支架等创新应用，爱旭股份、中环股份、迈为股份、捷佳伟创、中信博等公司受益。3、短期看，硅料、玻璃等环节景气度相对较好，通威股份、福莱特、福斯特等公司受益。

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。

【农林牧渔】生猪期货上市时间确定，长期利好养殖规模化提升——行业周报-20201213

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：生猪期货上市时间确定，长期利好养殖规模化提升

证监会 2020 年 12 月 11 日宣布生猪期货将于 2021 年 1 月 8 日在大连商品交易所正式挂牌交易，总体设计理念遵循：前置管理、简单交割、多元模式、严控风险。合约内容来看，生猪期货合约设计交易单位为 16 吨/手，对应 139 头均重 115 公斤标猪，约为一车生猪，贴近现货市场，方便交割。由于生猪期货上市初期需要经历稳起步过程，预计整体及单个企业交易规模受限，短期影响有限；长期来看，由于规定的参与生猪期货交易企业规模较大，有利于大型养殖集团降低价格波动风险，提前锁定盈利，规模化进程有望加速，重点推荐牧原股份、新希望、正邦科技。

周观点：猪肉价格继续回暖，动保产品需求加速释放

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。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。年底转基因相关政策有望出台，建议关注种植链机会。2021 年，国内外在通胀升温、病虫害加深、饲料用粮缺口较大的背景下，以玉米为主的粮食价格或出现同时上涨。目前国内已基本具备主粮转基因研发体系及基本技术，有望于 2021 年进入转基因元年，种植链利好因素较多，重点推荐转基因研发能力深厚、技术成熟的大北农、基本面将触底改善的隆平高科，受益标的苏垦农发。

本周市场表现（12.07-12.11，下同）：农业跑输大盘 1.38 个百分点

本周上证 A 指下跌 2.83%，农业指数下跌 4.21%。子板块种子、渔业、饲料板块涨幅居前，分别上涨 5.22%、3.81%、1.43%；动物保健、畜养殖、农产品加工及林业板块跌幅较大，分别下跌 9.93%、5.87%和 3.03%。

本周重点新闻（12.07-12.11）：生猪期货将于 2021 年 1 月 8 日挂牌交易

【生猪期货 2021 年 1 月 8 日挂牌交易】

【严厉打击生猪屠宰违法行为，保障猪肉消费安全】

本周价格跟踪（12.07-12.11）：本周鸡苗、毛鸡、817 毛鸡、鸭苗、水产品价格上涨，生猪、仔猪、中速鸡、毛鸭、大宗农产品价格下跌

生猪养殖：据博亚和讯监测，12 月 11 日全国外三元生猪均价为 32.50 元/公斤，环比下跌 1.93%；仔猪均价为 83.83 元/公斤，环比下降 2.62%；猪料比价为 10.42。

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。

【钢铁：明泰铝业(601677.SH)】显著低估的高成长铝材加工龙头——公司首次覆盖报告-20201214

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

产量扩张叠加吨毛利提升，铝材龙头业绩有保障，给予“买入”评级

公司作为铝加工行业的龙头企业，通过进军交通运输、新能源用铝等高端领域，实现由传统加工向高端制造的升级。新建及技改项目的陆续投产，一方面带来产销量的稳步增长，另一方面推动其产品结构升级、吨毛利提升，未来公司业绩有望保持高速增长。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 10.43 亿元、12.46 亿元、14.57 亿元，EPS 分别为 1.69 元、2.02 元、2.36 元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 7.80 倍、6.53 倍、5.58 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

国内铝材供需格局逐步好转，龙头效应与结构性机会突显

现阶段我国铝材产能总量过剩，但结构呈现分化。中小企业由于成本偏高，位于行业盈亏平衡线上；而大企业凭借成本、资金、技术优势可以持续获得超额利润。由于行业产能投放高峰已过，为了进一步满足不断增长的市场需求，龙头企业具备了更强的兼并重组和产能扩张动力，行业聚集效应突显。而铝材下游需求常年维持 6%-7%的稳定增长，呈现较强的抗周期属性。近年来，以汽车轻量化用铝、轨交用铝为代表的交通运输领域需求增长尤为强劲。以上供需格局的深刻变化将为明泰铝业的发展带来新的机遇。

新建及技改项目陆续落地，公司产销量持续增长

公司凭借成本优势，进一步巩固并拓展低端产品市场。同时，高端产品下游需求旺盛，公司依托于持续的科研投入和优秀的销售体系，不断开拓中高端市场。我们预计，2019-2022 年公司产品销量将由 86 万吨陆续增加至 128 万吨。

产品结构不断优化，支撑公司吨毛利稳步提升

公司具备规模化生产带来的成本优势，同时采取了一系列降本增效措施，包括自主研发安装生产设备、自供电力与燃气等，有效降低了生产成本。此外，公司依托强大的研发实力，不断升级产品结构，未来有望进一步提升毛利水平。经过测算，我们预计 2019-2022 年公司产品吨毛利将由 1700 元逐步提升至 2100 元。

风险提示：产能投放不及预期、下游需求大幅下滑、原材料价格大幅波动。

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（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