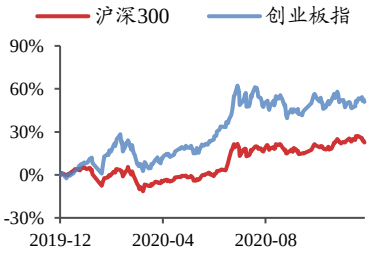
2020 年 12 月 14 日

开源晨会 1214

——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(%)
家用电器	-0.24
采掘	-0.26
食品饮料	-0.46
汽车	-0.61
医药生物	-0.76

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
传媒	-2.85
国防军工	-2.1
计算机	-1.88
电子	-1.84
通信	-1.79

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】周期行情：从“破晓”走向“黎明”——投资策略周报-20201213

【宏观】“需求侧改革”，战略意义和内涵理解——宏观经济专题-20201213

【宏观】拜登新政展望，从美国社会割裂谈起——宏观深度报告-20201212

行业公司

【非银金融】低估值叠加基本面改善，重视非银板块跨年行情——非银金融行业周报-20201213

【房地产】政策延续趋势不变，宁波调控升级，成交不温不火——行业周报-20201213

【化工】涤纶长丝、MDI、制冷剂、醋酸等价格上涨，继续布局顺周期化工子行业龙头——化工行业周报-20201213

【石油化工】油价破 50 美元创新高，长丝持续上涨&LNG 供不应求——行业周报-20201213

【食品饮料】提价预期起，通胀再升温——行业周报-20201213

【计算机】贯彻总体国家安全观，网安重要性高度凸显——行业点评报告-20201213

【煤炭开采】动力煤价疯涨引政策调控，山西国改加速推进资产注入——行业周报-20201213

【农林牧渔】11 月禽链价格回暖，深加工企业持续拓展 C 端——行业点评报告-20201213

【化工】新宙邦拟投建 2.5 万吨湿电子化学品，MLCC 纳米镍粉厂商博迁新材上市——新材料行业周报-20201213

【计算机】周观点：底部布局高景气板块——行业周报-20201213

【计算机：深信服(300454.SZ)】定增成功落地，优质投资机构认购彰显市场信心——公司信息更新报告-20201213

【煤炭石化：西山煤电(000983.SZ)】现金收购集团优质资产，焦煤龙头再启航——公司事件点评报告-20201212

研报摘要

总量研究

【策略】周期行情：从“破晓”走向“黎明”——投资策略周报-20201213

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001

市场反复，“新共识”仍是破局之点

上周（2020 年 12 月 7 日至 12 月 11 日）市场走弱的背后隐含着市场对于经济复苏持续性的担忧。前期强势的周期+金融出现调整，市场出现明显风格的反复。但同时成长风格投资者也在退守食品饮料、新能源等“确定性”最高的板块，部分板块也出现了明显下跌。当下市场面临一种困境：“好”的东西前期定价充分，投资者开始意识到“贵”；“便宜”的东西经过修复后，对“变好”的要求提高了。而基本面的实际情况是，当下对于全球复苏和再通胀的交易，其实是疫苗后的“预期交易”，基本面真正的信号又尚需等待。投资者应该保持耐心和信心：未来的机遇仍在疫情后世界经济的复苏能否带来低位资产出现持续的景气回升。

理解“信用收缩”下的市场表现

11 月社融增速出现 0.1%的回落，引发了市场信用收缩的担忧。我们的观点是：第一，我们年度策略中进行了测算，政策退出+基数效应本身就会导致社融 11 月开始逐步走弱，而明年 1 季度即使其他保持高增长，也会出现“数据型”回落的假象，类似情况在 2017Q1 开始出现过。第二，历史上信用收缩导致股票下跌主要发生在收缩后期，往往经济过热+通胀，当下 M1 持续上升，企业居民中长期贷款持续回暖指示实体强势融资需求，属于标准的以政策退出为代表的收缩前期；第三，历史上看，信用收缩前期，经济往往出现过热，此时股票的回报大概率为正且弹性较大，持续时间最长 3 个季度，而与经济周期相关板块表现良好。

破晓已临，黎明将至

从开源策略的风格与行业轮动框架看，M1-M2 同比上行与 PPI 同比回升指示着金融+周期的占优。从 2016-2017 年的经验看：一方面周期行情与南华工业品指数走势相关，近期这种相关性在加强；而在 PPI 从负值开始上行过程中，周期板块虽然有所反复但逐步开始占优，而弹性最大的时刻在 PPI 转正之后。从 ROE 变化为视角看：周期板块 ROE 的抬升构成了 PB 持续修复的基础，周期板块的 ROE 改善幅度将很大程度上决定周期板块收益率的空间。上述规律指示：三季度周期板块 ROE（TTM）刚开始改善，相较上一轮经济复苏期的高点仍有较大距离，PPI 尚处负值阶段，周期行情最丰厚的时刻可能尚未来临。考虑到本轮复苏和疫苗进程的强相关，市场在此之前因为疫苗进程可能频繁抢跑，我们建议投资者可以利用这一时期积极布局，勿进行“折返跑”而错失收益。

走向“新共识”，布局明年机遇

投资者需要以更长视角理解当下市场变化，重视盈利是明年的重要收益来源。我们维持年度策略推荐：第一，价值重估组合（银行、保险、房地产）；第二，出口制造业供需突围：工业机械，电子（覆铜板、照明、功率半导体、面板），电气设备（仪器仪表），化工（大炼化、钛白粉、醋酸），集运，家电，家居；第三，通胀交易把握原材料和中间品：铝、铜、大宗类化工品以及油服。

风险提示：国内经济复苏不及预期，海外需求大幅下滑

【宏观】“需求侧改革”，战略意义和内涵理解——宏观经济专题-20201213

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 张蓉蓉（分析师）证书编号：S0790520070006| 段玉柱（联系人）证书编号：S0790120070013

“扩内需”重心，从投资驱动转向消费驱动，居民消费结构升级为大势所趋

12 月政治局会议，首次提出“需求侧改革”，是“双循环”大战略下的重要政策布局。政治局会议提出，要“注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡”，首次提出“需求侧改革”概念。类似表述，在 11 月刘鹤署名文章中便已出现。这是“双循环”大战略下的重要政策部署，着力发挥国内超大规模市场优势。

传统债务驱动型的增长模式已难以为继；需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动。传统“扩内需”，更多依赖于债务驱动型的投资扩张；伴随存量债务累积，投资效率不断下降。2019 年，融资付息率达 70%左右，传统增长模式已难以为继。需求侧改革，意味着“扩内需”的重心从投资驱动转向消费驱动；可能的举措，或从需求端“牵引”、供给端“创造”两个维度展开。

政策完善分配制度，着力改善居民可支配收入水平；促消费注重结构性支持，进行制度优化、改善消费环境。政策通过精准脱贫、乡村振兴、扩大社保等举措，提高居民收入水平；加大个税改革、调控房价等，减轻居民支出压力，增强消费内生动能。促消费举措，从以往的“全面”刺激为主、向“结构性”支持转变，比如因地制宜安排补贴、重点支持新兴产业等，并通过制度优化，改善消费环境。

在供给端创造需求，通过科技和业态等创新，扩大新型消费供给；配套基础设施建设，重点支持农村基建、新型基建等领域。引导科技创新，扩大新型、绿色、高技术商品的供给；比如 5G 技术应用，创造出了 5G 通信、5G 手机等需求。推动业态创新，比如构建“智能+”消费生态体系，培育新场景、新模式等。同时，加大消费基础设施建设力度，尤其是农村流通体系等基础建设，推动消费下沉。

从投资驱动向消费驱动的转变，是经济发展的必然；在“供应链收缩”大背景下，“需求侧改革”激发内需活力，适逢其时。2011 年起，中国经济增长的核心驱动已开始逐步体现，但仍低于美日韩等发达经济体的可比阶段。在近年来的全球供应链收缩、重构大背景下，外需对中国经济增长的贡献趋于减弱，内需重要性进一步凸显。“需求侧改革”有助于加快激发内需活力，助力经济增长动能切换。

政策助力内需加快释放下，全方位消费升级是大势所趋，服务消费提升空间巨大、“长尾效应”下大众消费升级空间广阔。中国人均 GDP 在 2011 年跨过 5000 美元门槛、2019 年首次突破 10000 美元，消费升级需求加快释放。其中，医疗、文化娱乐等为代表的服务消费，上升趋势“确定”、空间较大。实物消费升级，在必需消费中体现为追求高品质和健康、在可选消费中体现为关注品牌、质量等。此外，低线城市与农村消费升级存“长尾效应”，对应大众消费升级空间广阔。

风险提示：宏观经济出现大幅调整；新冠疫情出现超预期变化。

【宏观】拜登新政展望，从美国社会割裂谈起——宏观深度报告-20201212

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

虽然拜登胜选，但特朗普赢得的选票数高居历史第二，共和党在国会选举中表现远好于民主党。拜登的胜选过程非常艰难，在多个关键州仅以微弱优势险胜特朗普，后者获得的总选票数达 7400 多万张、高居历史第二。民主党在国会选举中的表现更是远低预期，不仅未能夺回参议院，还在众议院中被共和党抢走多个席位。

拜登险胜及民主党表现“大跌眼镜”背后，是美国选民意识形态的进一步极化，社会割裂持续加剧。此次大选中，美国保守派选民占比及对特朗普和共和党的支持率，均创下历史新高。同时，相比于大部分中上层选民支持拜登，以低收入、少数族裔为主的中下层选民，对特朗普和共和党的支持率较 2016 年进一步提升。

美国社会割裂持续加剧、中下层民众越发右倾，与贫富差距的两极化关联密切。上世纪 80 年代以来，美国富人越来越富、穷人越来越穷，基尼系数由 40%左右大幅增长至 49%。贫富差距的两极化，使美国社会阶层固化、代际流动性大幅下降。失去奋斗希望的美国中下层民众越发右倾，拥抱反移民、反自由贸易等主张。

产业发展失衡、过度自由化、金融环境持续趋松等，共同导致了美国贫富差距越拉越大。一方面，美国制造业

发展陷入停滞后，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，新自由主义思潮下的频繁减税，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。

由于国会大概率继续分裂及共和党全面右倾，拜登的加税、绿色基建等内政主张较难落地。拜登虽然提出了加税及增加医疗、绿色基建投入等一揽子新政主张，但因涉及到财政，均需国会批准通过。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，随着共和党在过去 4 年高度绑定特朗普、支持减税及增加传统基建等，拜登的加税、绿色基建等政策较难通过国会。

上任后，拜登执政重心或在外政上，为讨好美国中下层民众、对外立场难言友好。不同于税收、基建等内政主张，外交、贸易等外政的主导权，完全归属美国总统。此次大选投票前，拜登公开撰文、系统地阐述了自己的外政理念。其中，与传统民主党政客一致的是，拜登继续主张美国领导全球；不同的是，面对社会割裂、中下层民众右倾，拜登强调与盟友国合作，通过制定规则、遏制非盟友国的发展。

风险提示：美国党争超预期

行业公司

【非银金融】低估值叠加基本面改善，重视非银板块跨年行情——非银金融行业周报-20201213

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 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

我们认为上市险企开门红保费增速有望超预期，重疾险销售有望带动 2021Q1 NBV 增速超预期，资产端和负债端双轮驱动下，继续看好保险板块机会。上周（2020.12.7-12.11）证监会表示近期拟对退市制度公开征求意见，退市制度改革将利于资本市场实现优胜劣汰，是“慢牛”行情的基础制度，制度完善利于证券行业健康发展，龙头券商估值明显低于历史估值中枢，ROE 上行趋势确认，继续看好券商跨年行情。非银金融板块整体估值较低，基本面改善可期，半年度和年度节点后的机构调仓或带来行情催化，看好非银金融跨年行情。

保险：开门红保费和价值增长有望超预期，继续看好保险板块机会

1）上市险企全面发力 2021 年开门红，目前预售情况良好，重疾险定义修订或带来短期需求提升，利于价值率修复，我们预计龙头险企 2021Q1 新单保费增速+15%至+20%，NBV 增速有望超过 20%。2）经济复苏延续在资产和负债两端利好保险，资产端看，经济复苏利于十年期国债收益率进一步上行，支撑保险股估值提升；负债端看，经济复苏逐步带动可选消费品销量增长，有利于后续保费端持续改善，当下板块估值仍较低，继续看好保险板块投资机会。受益标的中国平安，中国太保和新华保险。

券商：退市制度拟于近期出台，看好券商板块跨年行情

1）政策面看，作为“提高上市公司质量”新目标下的两大举措，退市制度和上市公司治理专项行动上周（2020.12.7-12.11）均有推进。证监会周末表示，两大交易所正在修订退市相关规则，拟于近期公开征求意见。我们预计后续的退市制度有望在全市场推行，涉及完善退市标准、简化退市程序、拓宽多元退出渠道、强化交易所退市实施的主体责任、强化退市监管力度、优化投资者保护机制六大方面。此外，证监会目前已经开展上市公司治理专项行动，以推动提高上市公司治理水平。随着 IPO 的快速扩容，后续监管重点更加侧重“质量提升”，利于资本市场长期健康发展。2）展望 2021 年，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，华泰证券，中信证券。

受益标的组合：

保险：中国平安，中国太保，新华保险；

券商：东方财富，国金证券，兴业证券，招商证券，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。

【房地产】政策延续趋势不变，宁波调控升级，成交不温不火——行业周报-20201213

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。

政治局会议未提房住不炒，宁波调控加码

1）中央政治局会议未提及房住不炒，但调控仍趋严。政治局会议指出“促进房地产市场平稳健康发展”，“房住不炒”未被提及。会议尽管未提“房住不炒”，但房地产市场仍会处于平稳运行的区间。2）地方政策覆盖面广，宁波调控加码，整体调控以稳为主。政策保障方面，川渝两地住建部门联合出台住房保障合作政策，提出两地将在建立常态化联络机制、推进完善住房保障体系、协同解决新市民住房问题。资金监管方面，唐山、湖南、山西、江西加强商品房预售资金监管。人才政策方面，南昌提出重点产业企业人才、研发机构人才及全市引进的人才，购买首套商品住房不受落户限制；珠海放宽引进人才的对象范围、部分人才的引进条件、"先落户后就业"人才引进条件及持重点企业一线优秀员工引进入户。公积金政策方面，兰州与西宁实现住房公积金互认互贷。政策收紧方面，宁波升级调控政策，提高二套首付比例，市六区已有 1 套住房且贷款已结清的家庭，再购房首付比例不低于 40%，贷款未结清的，首付比例不低于 60%；②父母投靠成年子女落户未满 2 年、离异单身未满 2 年的，在限购圈内购房资格收紧；③无房家庭优先认购新建商品住房的，除增加或变更为购房人配偶外，不得办理商品房买卖合同购房人变更备案手续等。

成交：单周一二手成交不温不火

1）新房：根据房管局数据，2020 年第 50 周，全国 32 城成交面积 438 万平米，同比下降 10%，环比下降 21%；从累计数值看，年初至今 32 城累计成交面积达 21497 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 50 周，全国 9 城成交面积为 134 万平米，同比持平，前值-1%；年初至今累计成交面积 5806 万平米，同比增速-4%，较前值持平。

资金：信用债、海外债单周发债规模分化

2020 年第 50 周，信用债发行 94.8 亿元，同比增加 267%，环比减少 16%，平均加权利率 5.05%，环比减少 70BPs；海外债发行 7.5 亿美元，同比减少 67%，环比增加 50%，平均加权利率 8.35%，环比减少 125BPs。

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。

【化工】涤纶长丝、MDI、制冷剂、醋酸等价格上涨，继续布局顺周期化工子行业龙头——化工行业周报-20201213

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

上周（2020.12.7-12.11）行业观点：涤纶长丝、MDI 价格上涨，制冷剂或将迎来边际改善

涤纶长丝：截至 12 月 10 日，POY 库存天数较 12 月 3 日的 18.5 天下降 1 天，维持在 17.5 天左右，此外由于淡季影响下游织机开工率下滑至 78.51%，但是仍然高于往年 65%-70%的同期水平。上周（2020.12.7-12.11）POY 价

格再度拉涨，截至 12 月 11 日价格为 5450 元/吨，同时 POY 价差再度扩大至 1130 元/吨。

MDI：当前处于 MDI 需求淡季，但是由于万华化学宁波装置检修在即，具备一定提振作用，陶氏、万华化学等均已上调价格。根据万华化学公告，万华化学（宁波）MDI 二期装置（80 万吨/年）将于 2020 年 12 月 15 日开始停产检修，预计检修 25 天左右。受万华化学即将检修的影响，据财联社消息，自 2020 年 12 月 15 日或合同允许时间起，陶氏化学在北美地区提高部分 MDI 产品价格 0.05 美元/磅。据百川盈孚数据，截至 12 月 11 日，万华化学华东市场价格为 18000 元/吨，价格小幅上涨。

制冷剂：2020 年用作制冷剂的 R22 将出现供需缺口，随空调市场逐步启动，当前厂家持惜售态度。在当前时点上，场内供应略显紧张，R22 剩余配额有限，市场价格坚挺维稳，厂家调涨意愿明显，据百川盈孚数据，华东市场主流成交价格在 13,500-13,800 元/吨，30 日涨幅为 7.69%。三代制冷剂前期供应过剩、价格进入底部区间，在当前时点上，至暗时刻已过，三代制冷剂小幅提价。据百川盈孚数据，截止上周五（12 月 11 日），R32、R134a、R125 三种品种价格分别报价 11200、16000、19500 元/吨，7 日涨幅达 4.67%、6.67%、19.63%，30 日涨幅达 6.67%、8.11%、34.48%。

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。

上周（2020.12.7-12.11）行业要闻：氢能写入多省市十四五规划，相关技术和材料将迎发展机遇

日前，氢能发展规划已写入多省市十四五规划。据化工新材料新闻报道，近日，辽宁、河北、山东、上海等省市陆续发布十四五规划和 2035 年远景目标，并将能源问题写入规划，氢能、清洁能源、可再生能源等关键期也被写入相关行动纲领。辽宁省将培育壮大氢能、风电、光伏等新能源产业。河北省将大力发展光伏、风电、氢能等新能源。山东省将大力发展新能源和可再生能源、氢能。上海市将推动充电桩、换电站和加氢站建设。我们认为，国家各项政策的逐步推进，有助于提高氢能源的发展速度，相关化工技术和材料也有望获得新的增长空间。

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。

【石油化工】油价破 50 美元创新高，长丝持续上涨&LNG 供不应求——行业周报-20201213

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价逼近 50 美元创九个月新高，长丝市场价格强势上涨

截止上周五（12 月 11 日），Brent 油价为 50.07 美元/桶，较上上周（2020.11.30-12.4）上涨 1.04 美元/桶；WTI 油价为 46.56 美元/桶，较上上周（2020.11.30-12.4）上涨 0.59 美元/桶，OPEC+减产协议落地带来利好支撑，虽然美国原油库存意外增加给油价短期走势带来压力，但多国疫苗进展提振了市场对需求前景的乐观预期，油价周线实现六连阳；聚酯方面，上周（2020.12.7-12.11）受原料 PTA、乙二醇价格上扬刺激下，长丝企业报价上调 100-150 元/吨，买涨情绪主导，局部产销回暖，江浙主流大厂平均产销在 90-110%左右。年末终端纺服偏谨慎，下游织机开工率为 77.41%，周环比下降 1.06%，当前长丝以去库行情为主。天然气方面，新一波冷空气来袭，气温大幅下降，天然气需求骤增，市场交投火热，供不应求。华东区域上海五号沟、新奥舟山 LNG 接收站满负荷运行，中海油北仑高负荷运行。据金联创，华东 LNG 价格为 5176 元/吨，周环比上涨 857 元/吨（19.8%）。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。

原油库存意外录得大增，疫苗进展提振需求预期

供给持平：根据 EIA 最新数据，12 月 4 日当周，美国原油产量为 1110 万桶/天，与上上周（2020.11.30-12.4）

产量持平；根据 Baker Hughes 最新数据，12 月 11 日当周，美国活跃钻机数量为 338 台，周环比增加 15 台。库存增加：12 月 4 日当周，美国商业原油和油品总库存为 13.74 亿桶，周环比增加 1992.6 万桶。其中，商业原油库存为 5.03 亿桶，周环比增加 1518.9 万桶，超预期意外录得大增。需求回暖：12 月 4 日当周，美国油品消费总量为 1853 万桶/天，周环比上升 7 万桶/天；其中汽油消费 760 万桶/天，周环比减少 37 万桶/天。上周（2020.12.7-12.11）炼厂开工率为 79.9%，周环比上升 1.7%。疫苗进展：辉瑞疫苗已经达到英国药品和健康产品管理局安全、质量和有效性的严格标准。美国食品和药物管理局已批准紧急使用首款非处方家用新冠病毒检测系统，一旦辉瑞/BioNTech 新冠疫苗获得美国食品药品管理局的紧急授权，美国联邦政府预计在上周（2020.12.7-12.11）内开始分发 290 万剂新冠疫苗，加拿大卫生部也批准了辉瑞和 BioNTech 的新冠疫苗，多国疫苗进度以推进提振市场对需求恢复的预期。

原料上涨推升长丝价格，预计四季度仍以去库存为主

上周（2020.12.7-12.11）受原料 PTA、乙二醇价格上扬刺激下，长丝企业报价上调 100-150 元/吨，买涨情绪主导下，局部产销回暖，江浙主流大厂平均产销在 90-110%左右。下游织机开工率为 77.41%，周环比下降 1.06%，年末终端纺服偏谨慎，船运及货柜费用上涨施压出口，加之今年春季终端服装成品库存压力较多，多数企业选择年末清库为主，长丝仍延续去库行情。价差方面，上周（2020.12.7-12.11）PX-石脑油价差扩大 0.65%；PTA-PX 价差扩大 8.38%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差扩大 4.20%。

LNG 接受站满负荷运行，供不应求价格持续上涨

新一波冷空气来袭，气温大幅下降，天然气需求骤增，市场交投火热，供不应求。华东区域上海五号沟、新奥舟山 LNG 接收站满负荷运行，中海油北仑高负荷运行。据金联创，华东 LNG 价格为 5176 元/吨，周环比上涨 857 元/吨（19.8%）。内外盘价差扩大：上周（2020.12.7-12.11）国内天然气内外盘价差为 1924.30 元/吨，周环比上涨 214.17 元/吨（13%），月环比上涨 573.87 元/吨（42%）。

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。

【食品饮料】提价预期起，通胀再升温——行业周报-20201213

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：行业迎来提价窗口，白酒与调味品更受益通胀

白酒淡季再提价，抢占价格高点。近期市场对于五粮液提升团购渠道价格预期升温；同时剑南春正式发布通知对旗下金剑南、银剑南系列五大产品全线提价，牛栏山也于周末公告三款产品上调价格。淡季提价是白酒常规操作策略，一方面为旺季到来打下基础，提振公司业绩；另一方面也利于品牌力拉升，抢占价格高点。白酒品牌力集中体现为价格占位，因此在消费升级为主要驱动力的背景下，直接提价或换代升级是品牌酒企的一致行动策略。五粮液的团购价格如果提升，类似价格双轨制，可更好的平衡各渠道之间关系，同时拉升报表业绩增速。

市场对于调味品的提价预期较高。从历史经验来看，酱油行业通常三年左右会普遍提价，提价的触发因素通常为成本上涨或渠道利润变薄。无论是从提价节奏（距离上次提价已经接近四年），还是从触发因素来看（大豆价格上涨较多，同时近几年渠道利润率也有下行），目前均具备较为充分的提价条件。我们估计龙头海天味业可能率先提价，进而带动酱油行业价格整体普调。而榨菜行业近几年提价频繁，当前又有提价预期，可能对会 2020 年尚未提价的产品价格进行直接或间接提升，对于 2021 年的收入与利润均有显著贡献。乳制品行业虽未有明显出厂价格提升，但部分白奶买赠力度减少，也相当于变相提价。行业迎来提价窗口期，在 2021 年通胀的预期下，我们建议关注白酒与调味品两个直接受益板块。

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 7 日-12 月 11 日，食品饮料指数涨幅为 1.2%，一级子行业排名第 1，跑赢沪深 300 约 4.7 pct，子行业中其他酒类（15.5%）、葡萄酒（8.8%）、黄酒（8.5%）相对领先。个股方面，老白干酒、张裕、ST 舍得等涨幅领先；仲景食品、华文食品、海融科技等跌幅居前。

重点新闻：天猫超市宣布开启最大规模茅台酒单月供应

天猫超市宣布开启最大规模茅台酒单月供应，预计超过 40 万瓶 500ml 装 53° 飞天茅台以 1499 元平价投放市场（来源于酒业家）。

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。

【计算机】贯彻总体国家安全观，网安重要性高度凸显——行业点评报告-20201213

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

网络安全行业重要性逐步提升，未来几年有望维持高景气

习总书记重点强调贯彻总体国家安全观，网络安全重要性凸显。国家对网络安全的重视程度逐渐提升，《网络安全法》、等保 2.0 条例等重磅政策法规陆续出台，网络安全实战化攻防演习行动力度逐渐加大，网安占 IT 支出的比例也有望进一步增加，未来几年网安行业有望保持高景气。重点推荐深信服、安恒信息、奇安信、绿盟科技、美亚柏科、启明星辰、迪普科技；其他受益标的包括天融信、拓尔思、中新赛克。

习总书记重点强调贯彻总体国家安全观，网安作为国家安全的“第五疆域”，其重要性不言而喻

根据新华社报道，12 月 11 日下午，中共中央政治局就切实做好国家安全工作举行第二十六次集体学习，强调“坚持系统思维构建大安全格局，为建设社会主义现代化国家提供坚强保障”。习近平在会议上就贯彻总体国家安全观提 10 点要求，其中第六点提出要“坚持统筹推进各领域安全，统筹应对传统安全和非传统安全，发挥国家安全工作协调机制作用，用好国家安全政策工具箱”。第九点提到“提高运用科学技术维护国家安全的能力，不断增强塑造国家安全态势的能力”。习总书记此前也提出“没有网络安全就没有国家安全”，因此网络空间作为国家安全的第五疆域，其重要性不言而喻。

“十四五”期间，网络安全能力建设的重要性有望进一步提升

回顾“十三五”期间，《网络安全法》、等保 2.0 条例等重磅政策法规相继落地与实施。同时，从 2016 年起，网络安全实战化攻防演习行动涉及的单位数量逐年增多，攻击手段逐年多样，并逐渐走向常态化。可以看出，国家对网络安全的重视程度逐渐增强。面对复杂的国际形势，我们认为“十四五”期间网络安全能力建设重要性有望进一步提升。

新基建浪潮下，网络安全有望逐渐走向与信息化“同步规划、同步建设、同步运营”

伴随着 5G 网络、大数据、工业互联网等新基建的推进，“创可贴”式的安全思路已经无法真正有效保护信息系统的安全，“安全嵌入”需求更加迫切，安全企业需要跟集成商、研究院、设计院在一起，在信息化和信息化改造的初期把安全规划做进去，基于动态综合防御体系进行规划，实现信息化和安全同步规划、同步建设和同步运营，同时安全投入在信息化投入中的占比也有望提升。例如，北京、重庆、浙江等省市纷纷出台“新基建三年规划”，网络安全为重要建设内容之一，特别是关键信息基础设施保障更是成为重中之重。

风险提示：人才流失风险；市场竞争加剧；政企 IT 支出缩减。

【煤炭开采】动力煤价疯涨引政策调控，山西国改加速推进资产注入——行业周报-20201213

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

动力煤价疯涨引政策调控，山西国改加速推进资产注入

上周（2020.12.7-12.11）动力煤超预期强势上涨，秦港动力煤现货平仓价大涨至 671 元/吨，供给持续紧张仍是主要因素，港口局部市场来看，秦港库存仍保持 500 万吨低位震荡运行，优质煤缺货问题未见改善。上周（2020.12.7-12.11）基本面延续“供紧需旺”格局：需求方面，全国气温持续下降，供暖需求推动电厂日耗超预期上涨，下游采购加速，上周（2020.12.7-12.11）海运费大涨；产地供给方面，年末在安检、超产等压力下，主产地煤矿虽保持高开工率但未有明显增产；进口方面，新增配额逐渐开始到港，但总量上仍然受限。后期判断，需求方面，短期内供暖旺季需求仍将保持高位，且从电厂低库存及可用天数下降来看，补库仍将持续；供给方面，主产地增产仍有压力，同时铁路运力增量空间较小，均对短期保供形成压力。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环解当前供给压力；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。政策方面，煤价大涨引发政策调控力度加大，周六发改委紧急召集电企召开保供稳价座谈会，在煤炭采购价格、库存及进口等方面提出要求，同时中电联也于上周（2020.12.7-12.11）发布稳价倡议，引导煤炭市场价格回归合理区间，需关注政策效果及下一步调控进展；发改委印发文件要求早签、多签、签实、签长煤炭长协，要进一步提高长协签订比例，同时煤炭交易会上实现超 10 亿吨长协合同，规模超过以往，“基准价+浮动价”参照往年标准，长协稳价“压舱石”作用将更加突出；西山煤电收购焦煤集团煤炭资产，山西国改资产证券化拉开帷幕，后续整合动作或将加速。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：上周（2020.12.7-12.11）港口煤价大涨，短期内供给或持续紧张

上周（2020 年 12 月 7 日-12 月 11 日）港口动力煤价大涨至 671 元/吨，紧供给格局持续催化煤价走强。需求方面，随着气温持续下降供暖季全面开启，电厂日耗明显增长；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。发改委政策调控力度加大，需关注下一步调控进展。总体看短期煤价或保持强势。

煤焦钢产业链：上周（2020.12.7-12.11）焦炭涨&焦煤稳，焦炭落实第八轮提涨

焦炭方面，第八轮提涨于上周（2020.12.7-12.11）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；供给方面，年末去产能加速推进下，小型焦企开工大跌，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，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，焦煤补涨获得支撑。

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】11 月禽链价格回暖，深加工企业持续拓展 C 端——行业点评报告-20201213

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

11 月供需格局短期改善，禽链价格回暖

11 月禽链供需格局短期内出现改善，其中供给端主要受两方面影响短期收缩，一方面是前期禽链价格走弱影响养殖积极性，导致 11 月父母代、商品代鸡苗销量环比下降，供给端短期小幅缩紧，据中国禽业协会数据显示，样

本企业 11 月商品代鸡苗销量为 24041.92 万羽，环比下降 1.03%，父母代鸡苗销量为 461.92 万套，环比下降 5.37%。中长期看，在产祖代鸡存栏量仍处于历史较高水平，截止 11 月底祖代鸡存栏量为 108.70 万套，同比为 9.01%。短期内鸡苗销量环比下降，影响毛鸡供应量。另一方面是 11 月海关进口冻品中频繁检测出新冠病毒，海外疫情未能有效控制，新增感染人不断创新高，政策层面收紧了对冻肉和水产品的进口。需求方面，随着 11 月气温降低，全国大部分地区进入冬季，同时南方地区进入腌制腊肉的季节，肉类消费进入旺季。整体来看，生猪产能缺口仍在，毛鸡供应环比略有下降，进口渠道受阻，导致价格出现上涨。据 Wind 数据显示，11 月底生猪及毛鸡价格分别为 29.82、7.83 元/公斤，环比分别上涨 3.33%、29.64%。12 月进入春节前消费旺季，白羽鸡供需结构有望持续改善，价格随生猪价格继续上涨。建议关注肉制品渠道稳步发展、养殖成本不断改善的全产业链龙头企业圣农发展。

11 月鸡苗企业收入及单价环比均大幅增长

11 月商品代鸡苗企业销售收入及单价环比均出现上涨。益生股份及民和股份销售收入环比分别上涨 151.36%及 191.71%，销售单价方面，益生股份及民和股份环比分别上涨 192.76%及 187.30%。

11 月鸡肉企业加强肉制品生产，重视 C 端渠道拓展

仙坛股份 11 月肉制品销量 0.1 万吨，同比增长 60.21%，圣农发展 11 月实现肉制品销量 2.17 万吨，创 2020 年单月新高，同比增长 39.22%，公司深加工板块增速明显，其中 C 端渠道截至 11 月，累计销售额已超 7 亿元，同比增长 119.88%。下游鸡肉及肉制品加工企业，多渠道稳步拓展，持续加大肉制品销售力度，稳定企业整体利润。

11 月黄羽鸡企业表现稳定，收入小幅改善，均价稳定

11 月黄羽鸡价格整体表现较稳定，各企业销量环比实现正向增长，11 月南方地区气温还未降低至冬季水平，需求未完全体现，销售价格稳中小幅下跌。温氏股份、立华股份及湘佳股份 11 月销售均价分别为 12.56、11.60 及 10.17 元/公斤，环比小幅下跌 0.79%、1.86%及 0.49%。

风险提示：禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌，企业亏损；出现禽流感等疫情，导致需求端及供给端受到严重影响；下游消费复苏不及预期。

【化工】新宙邦拟投建 2.5 万吨湿电子化学品，MLCC 纳米镍粉厂商博迁新材上市——新材料行业周报-20201213

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

上周（2020.12.7-12.11）行情回顾

截至上周五（12 月 11 日），上证综指收于 3347.19 点，较上上周五（12 月 04 日）的 3444.58 点下跌 2.83%；创业板指报 2687.78 点，较上上周五下跌 1.58%。新材料指数报 3461.92 点，较上上周五下跌 1.36%，跑赢创业板指 0.22%；半导体材料指数报 1748.07 点，较上上周五下跌 2.44%，跑输创业板指 0.86%；液晶显示指数报 10112.12 点，较上上周五下跌 5.2%，跑输创业板指 3.62%；OLED 指数报 2752.52 点，较上上周五下跌 6.34%，跑输创业板指 4.76%；尾气治理指数报 2170.04 点，较上上周五下跌 1.67%，跑输创业板指 0.1%。

上周（2020.12.7-12.11）新材料板块的 100 只个股中，有 15 只周度上涨（占比 15%），有 84 只周度下跌（占比 84%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：新宙邦、碳元科技、天奈科技、凯美特气、菲利华；7 日跌幅前五名的个股分别是：广信材料、彩虹股份、美联新材、强力新材、中石科技。

开源化工新材料周观察：关注 MLCC 小型化趋势下纳米镍粉的发展机遇

纳米镍粉是一种电子专用高端金属粉体材料，MLCC 是其主要应用领域之一。镍粉具有球形度好、振实密度高、电导率高、电迁移率小、对焊料的耐蚀性和耐热性好、烧结温度较高、与陶瓷介质材料的高温共烧性较好的特性。电子元器件的片式化、小型化发展趋势使得 MLCC 制造用金属粉体材料从微米级向纳米级方向缩小。MLCC 发

展前景广阔，作为上游关键材料的纳米镍粉将随之快速发展。从国内市场看，根据中国电子元件行业协会发布的数据，2018 年中国 MLCC 行业市场规模约为 434.20 亿元，2019 年中国 MLCC 行业市场规模预计将达 438.20 亿元，到 2023 年预计将达 533.50 亿元，行业规模将不断扩大。全球 MLCC 市场较为集中，据中国电子元件行业协会统计，2018 年全球前十大厂商合计占据 93.80%的市场份额。三星电机作为全球 MLCC 市场份额占比超过 20%的生产商，其资金实力雄厚，近年来，博迁新材通过对核心技术进行突破和掌握，顺利打入三星电机供应链，全面提升了我国纳米镍粉行业的技术水平和产品品质。

重要公司公告及行业资讯

【新宙邦】公司拟投资 7,000 万元建设年产 2.5 万吨新型电子化学品项目，包括 1.5 万吨超纯氨水、1 万吨超纯氨溶液（BOE），项目建设周期 1 年。

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。

【计算机】周观点：底部布局高景气板块——行业周报-20201213

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

一周市场回顾：上周（12 月 7-11 日），沪深 300 指数下跌 3.48%，计算机指数下跌 4.72%。

周观点：底部布局高景气板块

板块估值处于底部，拐点日益显现。

截至 2020 年 12 月 11 日收盘，计算机指数较 2019 年末上涨 9.25%，同期沪深 300 指数上涨 19.36%，计算机指数跑输。计算机板块已出现一些 2021 年估值低于 30 倍的个股；业绩方面，单 3 季度营收与 2 季度相比环比增长 2.3%。

科技创新加速，两大核心科技趋势方兴未艾。

1）5G 建设进程加速，产业应用不断丰富，带来数据的计算量、存储量的激增。从应用层面来看，5G 将在 4G 的基础上推动消费者体验升级，推动工业互联网及智能网联汽车的落地与应用。2）国产化全面提速。国产基础软硬件已经初步替代 Win+Tel 体系的能力，逐渐从“可用”走向“好用”，信创体系建设加速。

结合产业大势，逐渐布局高景气赛道。

1）网络安全：新一轮信息化建设浪潮下网络安全有望实现与信息化“同步规划、同步建设”。同时，等保 2.0、关保等合规性政策持续催化，行业有望保持高景气。2）云计算：在线上化需求激增、新基建等多重因素驱动下，中国云计算市场有望保持强劲增长。3）工业软件：政策支持力度有望持续加大，国内制造业企业信息化、智能化水平较低，内在升级改造需求和动力强劲，千亿市场开启。4）信创：历经前期项目试点，2020 年开始各地信创项目大面积铺开，信创产业有望逐步进入收获期。5）智能网联汽车：发展路径明朗，产业生态逐渐丰富。

投资建议：

重点推荐国联股份、中科曙光、华宇软件、淳中科技、金山办公、深信服、用友网络。

1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、宝信软件、鼎捷软件；其他受益标的包括浪潮信息、致远互联、新开普、泛微网络、福昕软件、石基信息、辰安科技。

2）网络安全：推荐深信服、绿盟科技、奇安信、启明星辰、安恒信息、迪普科技；其他受益标的包括南洋股份（天融信）、美亚柏科、拓尔思、中新赛克。

3)工业软件：推荐中控技术、鼎捷软件、宝信软件；其他受益标的包括中望软件（拟上市）、赛意信息等。

4）信创行业：推荐中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国长城、中国软件、诚迈科技、北信源、太极股份、东华软件、东方通等。

5）金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。

6）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，受益标的包括思创医惠、万达信息。

7）人工智能：受益标的包括科大讯飞、中科创达、千方科技、汉王科技等。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【计算机：深信服(300454.SZ)】定增成功落地，优质投资机构认购彰显市场信心——公司信息更新报告-20201213

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

高度看好公司的长期成长，维持“买入”评级

我们维持预测公司 2020-2022 年归母净利润为 9.03、11.77、14.83 亿元，EPS 为 2.21、2.88、3.63 元/股，当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 98、75、60 倍，考虑公司良好的成长属性，维持“买入”评级。

定增成功落地，获得腾讯、高毅等优质投资机构的认购

根据公司公告，本次非公开发行共发行股票 480.18 万股，发行价格为 185.01 元/股，共募集资金 8.88 亿元。发行对象最终确定为 4 家，包括林芝腾讯科技（3.3 亿）、高毅资产（2.81 亿）、嘉实基金（1.77 亿）、中金公司（1.0 亿）。本次发行价格最终确认为基准价格的 1.17 倍，获得腾讯、高毅、嘉实等优质投资机构的认购，充分彰显对公司长期发展价值的认可。

腾讯入股有望加强双方业务协同

公司与腾讯已经形成良好的战略合作关系，公司发挥自身在网络安全、云计算和 IT 基础设施领域的强大实力，与腾讯在数字政府、企业微信、私有云平台等方面都开展了合作及对接，涉及公司智安全的系列产品、应用交付及腾讯 DDoS 防御等相关产品，并且目前已经有多个具体方案落地，给双方业务带来了很大的价值提升。未来，公司与腾讯的合作有望进一步深化，在大数据、混合云、AI 及网络安全等领域展开更广泛的探讨和沟通，形成新的合作解决方案。

安全与云业务成长前景可期

信息安全领域，受益于行业高景气度，公司将进一步完善“网端云”加安全服务的安全业务布局，应用于更广泛的行业用户和更广泛的应用场景，有望持续维持高增长；云计算领域，公司判断根据业务特性提供相应 IT 承载资源的混合云架构将是企业级用户 IT 基础架构的主流。2020 年以来，公司在各地召开信服云峰会，发布“信服云”实现“新战略”升级，从过去的超融合承载业务向数据中心全面云化完成转变。

风险提示：全年业务受新冠疫情影响风险；行业竞争加剧；人才流失风险。

【煤炭石化：西山煤电(000983.SZ)】现金收购集团优质资产，焦煤龙头再启航——公司事件点评报告-20201212

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

事件：公司发布公告，拟以 63.33 亿元收购汾西矿业集团持有的水峪煤业 100%股权，以 3.89 亿元收购霍州煤

电集团持有的腾晖煤业 51%股权。

乘山西国改之风，资产注入开始全面加速。维持“买入”评级

此次收购体现出山西国改持续深化背景下，焦煤集团加大力度开展专业资产整合及资产整体上市的战略意图，优化资产格局也将推动经营管理水平及盈利能力的提升，同时有助于解决此前长期存在的集团内部同业竞争问题。截至 2020Q3，集团资产证券化率仅 25.4%，煤炭产能证券化率仅 33%，当前整合举措或只是开始，后续资产注入或将加速。假设 2021 年初实现资产并表，我们预计 2019/2021/2022 年公司实现归母净利 19/27.9/28.6 亿元，EPS 分别为 0.46/0.68/0.7 元；不考虑资产并购情况下，我们维持公司盈利预测，预计 2020/2021/2022 年分别实现归母净利润 19/20.5/21.7 亿元，同比增速 11.2%/7.8%/5.8%; EPS 分别为 0.46/0.5/0.53 元，对应当前股价 PE 为 12.6x/11.7x/11x。维持“买入”评级。

两处煤矿产能合计 520 万吨，进一步巩固公司焦煤龙头地位

水峪煤矿保有资源储量 5.19 亿吨，核定产能为 400 万吨，主产低灰、中高硫、特高发热量焦煤、肥煤，腾晖煤矿保有资源储量 6330 万吨，核定产能为 120 万吨，主产中灰、低硫、中高发热量的贫瘦煤，两处煤矿合计权益产能 461 万吨。两处煤炭均属于优质的炼焦煤品种，整合完成后公司总产能将提升 16%至 3780 万吨水平，权益产能提升 15.6%至 3407 万吨水平，进一步巩固焦煤龙头地位。

原股东提供业绩承诺，现金收购增厚公司业绩

同时本次收购中，汾西矿业承诺水峪煤业在 2020 年 10-12 月/2021 年/2022 年扣非净利润分别不低于 1.35/5.97/5.97 亿元，霍州煤电承诺腾晖煤业扣非净利润分别不低于 0.35/2.77/2.77 亿元，若业绩未达标，原股东将对差额作现金补偿，保障了公司所收购资产的盈利性。同时我们注意到，对于煤企资产整合而言，上市公司在收购资产时更倾向于现金支付，一方面现金收购将增厚每股净利润，另一方面也是供改深化背景下煤企现金流状况明显改善的表现。就历史表现来看，水峪煤业、腾晖煤业 2019 年分别实现 2.89/2.44 亿元净利润，净利率为 13.2%/28.6%；以承诺业绩及 2020Q3 净资产（两家分别 33.5/4.39 亿元）测算，2021 年预计两家 ROE 分别为 17.8%/63%，均显著高于当前公司 ROE 水平（2019 年 8.7%）；根据权益计算将增厚公司业绩 7.38 亿元，预计 EPS 将增厚 0.18 元/股。

风险提示：经济恢复不及预期；煤价下跌超预期；集团重组不及预期。

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。

开源证券股份有限公司

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