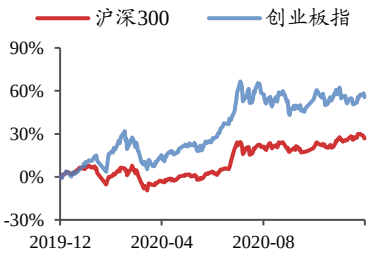
2020 年 12 月 10 日

开源晨会 1210

——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	0.69
银行	-0.03
食品饮料	-0.54
钢铁	-0.75
公用事业	-1.07

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
家用电器	-3.4
汽车	-2.74
休闲服务	-2.43
商业贸易	-2.43
农林牧渔	-2.31

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】政策“退潮”的历史复盘——宏观经济专题-20201209

政策“退潮”的历史复盘.

【宏观】出口链支撑的驱动“切换”——宏观经济点评-20201208

11 月出口超预期、单月额创历史新高，受“需求效应”、“节日效应”等支持多数大宗原料进口增速回落，或反映国内生产端的修复斜率正在“变浅”。“需求效应”对出口支持有望延续，重点关注服务于美欧生产活动相关出口

【中小盘专题】次新股说：精选层转板上市制度出炉（2020 批次 46、47）——中小盘 IPO 专题-20201208

证监会本批核发新股 8 家（上批 7 家），科创板和创业板注册 12 家（上批 10 家），核发速度与注册速度加快。主板和中小板：同兴环保、舒华体育、西上海、彩虹电器、宁波思进、健麾信息、森林包装、中晶科技。科创板：航亚科技、明微电子、悦康药业、明冠新材、鼎通精密、通源环境、福立旺。创业板：特发服务、法本信息、天秦装备、南山智尚、中伟股份。

行业公司

【石油化工】油价复苏主旋律，石化掘金正当时——石化行业 2021 年度投资策略-20201208

2021 年油价复苏主旋律，布局政策支持、成本优势、规模增长型标的：（1）民营大炼化：景气底部低成本优势已验证，油价复苏将受益于库存增值，看好政策支持的成长性龙头，受益标的：桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹；（2）煤头气头制烯烃：非油路线受益油价上行成本优势更为凸显，产能释放提供成长空间，受益标的：宝丰能源、卫星石化、东华能源、金能科技；（3）油气开采：国家能源保供政策支持且受益油价上涨带来的资本开支扩大，受益标的：中海油服；（4）管网改革：“十四五”助力天然气消费升级，且国家管网公司行业受益改革，受益标的：中油工程、新奥股份、深圳燃气；（5）加油站：看好未来站点布局扩张，受益标的：和顺石油。

研报摘要

总量研究

【宏观】政策“退潮”的历史复盘——宏观经济专题-20201209

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004 | 代小笛（联系人）证书编号：S0790120070025

伴随经济逐渐修复，政策“退潮”已然开始。2021 年，“退潮”之年，经济、市场如何演绎？历史不会简单重演，但通过历史复盘，可以为市场提供一些启示。

从“加”杠杆到“稳”杠杆，政策“稳增长”到“退潮”，并非历史简单重复

2008 年以来，我国经历了 3 轮较为明显的政策从“稳增长”到“退潮”的阶段，通常货币政策先于财政政策回归常态。历史上，经济压力较大时，财政、货币政策等托底操作逐步加码，典型时期如 2008 年、2014 年和 2020 年；随着经济逐渐修复，政策逐步“退潮”，例如 2009 年、2016 年和 2020 年 4 月等。通常货币政策先逐步回归常态，财政政策变化略有时滞，赤字率多在经济确认企稳后下降。

经济所处发展阶段不同，政策思路不同，“稳增长”到“退潮”的节奏和力度等不尽相同。传统周期下，“稳增长”政策发力时，力度较大、节奏较快，货币迅速转向全面宽松，城投平台加杠杆；随着经济修复，央行收紧“银根”、帮助经济降温。转型“攻坚”阶段大为不同，近两轮“稳增长”到“退潮”，货币政策多运用结构性工具、尤其是 2020 年，财政发力方向、力度等也不同于传统周期。

政策“退潮”下，“稳增长”相关需求回落、内生动能滞后修复，外需等不同

伴随政策“退潮”，基建等“稳增长”相关需求逐步回落，制造业投资等内生动能滞后修复，地产投资和物价等不尽相同。经验显示，过去两轮政策“退潮”过程中，总量经济趋于回落，其中基建投资率先回落，而制造业投资和消费等滞后反应；地产投资、物价走势和驱动不尽相同，2010 年至 2011 年地产投资高位下滑、CPI 大幅上行，2017 年至 2018 年上半年地产投资韧性较强、PPI 明显上行。

外部环境不同，会导致不同阶段出口存在差异；2010 至 2011 年出口增速趋于回落，而 2017 至 2018 年出口增速持续上行。随着全球景气高位回落，2010 至 2011 年出口增速约从 35%降至 20%、但仍处高位。2017 年全球景气处扩张区间、2018 年“贸易摩擦”下“抢出口”等，支持出口增速持续上行、从-10%附近升至 13%左右。疫情“错位”下，“替代效应”和“需求效应”带动 2020 年出口强劲。

伴随政策“退潮”，股市估值多承压，债券收益率先抬升、后随基本面下行

伴随政策“退潮”，股市估值多面临一定压力，但盈利有支撑的板块往往有结构性行情。前两轮“退潮”阶段，估值变化对股市的影响多为负贡献；期间受盈利变化节奏等影响，市场往往先震荡后下行，盈利较好的板块容易出现结构性行情。具体来看，2010 股市震荡、2017 年小幅上行，2011 和 2018 年估值和盈利拖累市场普跌，但 2010 年电子、医药等，及 2017 年家电、钢铁等板块表现较好。

债券收益率中枢往往阶段性抬升，随后逐步进入下行通道；信用分层现象凸显，评级利差持续走阔。政策逐步“退潮”的过程中，债券收益率中枢，跟随总量经济先抬升后下行，其中，2009 年、2010 年 4 季度收益率震荡上行，还与通胀高企、流动性收紧等有关，2016 年下半年至 2017 年债市受金融去杠杆下流动性收紧等影响较大。期间多出现信用风险事件，导致信用分层、中低评级利差走阔。

风险提示：宏观经济或监管政策出现大幅调整，市场出现大幅波动。

【宏观】出口链支撑的驱动“切换”——宏观经济点评-20201208

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

11 月出口超预期、单月额创历史新高，受“需求效应”、“节日效应”等支持

11 月出口增速“跳升”，主要商品出口普遍加快。11 月出口同比增长 21.1%，好于前值（11.4%）和市场平均预期（12%）；单月出口 2681 亿美元，创历史最高。主要大类产品出口普遍加快，其中高技术产品增速抬升 16.9 个百分点至 21.1%，机电和劳动密集型产品分别抬升 12.1 和 5.2 个百分点至 25%和 12.7%；细分产品中，医疗机械、手机、家电出口继续高增，其他商品抬升 7 个百分点至 19%。

外需趋势性修复、叠加西方圣诞节需求释放等，对我国出口拉动显著。国别视角来看，11 月中国对美国和欧盟出口最为亮眼，出口增速分别大幅抬升 24 个百分点和 17 个百分点至 46%和 26%，对东盟和金砖国家等出口增速抬升幅度相对较小，对日本出口增速小幅回落。美国等主要经济体库存周期的重启等，助力发达经济体加快修复；与此同时，西方圣诞节日消费需求释放，对中国出口起到支持。

“需求效应”对出口支持有望延续，重点关注服务于美欧生产活动相关出口

美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，将带动全球经济加快修复。美国作为全球经济“火车头”，库存周期已经重启；7 月以来，美国库存同比增速、库存领先指标制造业 PMI 新订单指数，普遍抬升。疫苗研发的进展顺利、有望在 2021 年大规模推广，会进一步加快全球经济的修复。从主要疫苗产商的产能规划及订单分布来看，美欧日等大概率将在 2021 年完成高危人群接种。

未来一段时间，出口链的支撑将由“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”支持；服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。随着全球经济加快修复，中国出口的支撑或将由前期的“替代效应”过渡至“需求效应”。考虑到美欧等生产端的修复弹性较大，以及生产需求对应的中国部分中上游行业出口的“替代效应”已基本消失，未来重点关注中国这些服务于美欧生产活动的行业出口表现。

多数大宗原料进口增速回落，或反映国内生产端的修复斜率正在“变浅”

进口增速进一步回落，主要大宗原料进口多数放缓。11 月全国进口同比 4.5%，较前值进一步下滑 0.2 个百分点；主要进口商品中，除原油进口跌幅收窄外，其他商品进口增速普遍回落，以汽车及底盘、铜材、大豆等跌幅最大。考虑到大宗品进口主要反映国内生产需求，进口增速回落或反映国内生产修复的斜率可能边际放缓；此外，伴随海外圣诞需求逐渐减弱，出口对进口的影响或也将有所弱化。

重申观点：未来一段时间，美国等主要经济体库存周期的重启，以及疫苗的大规模推广，有望带动全球经济加快修复。伴随疫情“错位”影响的消退，中国出口链的核心支撑，将由订单 “替代效应”的驱动过渡至“需求效应”的支持。中国出口链上，服务于美欧生产活动的相关出口贸易行为等，值得重点关注。

风险提示：海外宏观经济或监管政策出现重大调整；疫情出现超预期变化。

【中小盘专题】次新股说：精选层转板上市制度出炉（2020 批次 46、47）——中小盘 IPO 专题-20201208

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 7 家），科创板和创业板注册 12 家（上批 10 家），核发速度与注册速度加快。主板和中小板：同兴环保、舒华体育、西上海、彩虹电器、宁波思进、健麾信息、森林包装、中晶科技。科创板：航亚科技、明微电子、悦康药业、明冠新材、鼎通精密、通源环境、福立旺。创业板：特发服务、法本信息、天秦装备、南山智尚、中伟股份。

2020 年 11 月 27 日，上交所和深交所分别发布新三板精选层挂牌公司转板科创板和创业板上市相关制度。转

板上市门槛方面：（1）转板公司需在精选层持续挂牌一年以上；（2）满足科创板或创业板现行发行条件；（3）股东人数不低于 1000 人，且在规定期间内股票累计成交量不低于 1000 万股；（4）符合科创板或创业板定位。此外，对于 A 股上市公司的子公司，转板前还需满足分拆上市规定。从目前挂牌精选层公司看，通过精选层挂牌后转板至科创板或创业板的准入门槛并未降低，且转板至科创板的难度显著高于创业板。转板衔接制度方面：（1）交易所审核及问询回复期限均从 IPO 的 3 个月缩短至 2 个月；（2）转板上市首日的开盘价原则上为转板公司在精选层的最后一个收盘价；（3）精选层转板上市后，控股股东、实际控制人以及董监高的限售期设置为 12 个月。我们预计符合条件的首批挂牌精选层公司最快可在 2021 年四季度初实现转板上市。转板制度出炉以来，本周精选层公司周换手率达 8.72%，前一周仅 3.40%，本周平均涨幅 7.63%，前一周下跌 0.39%。2021 年精选层转板带来的投资机会值得重视。

本期科创板和创业板上会 25 家，主板和中小板上会 11 家，兴嘉生物被否

本期科创板和创业板上会 25 家，较上期 38 家减少，过会率为 96%。主板和中小板上会 11 家，较上期 5 家有所提升，过会率为 100%。本期科创板与创业板平均募资约 9.58 亿元，高于上期的 6.95 亿元。本期主板和中小板平均募资约 13.7 亿元，高于上期的 11.4 亿元。本期科创板上市首日平均涨幅 137.0%，低于上期的 230.5%。本期创业板上市首日平均涨幅 204.1%，低于上期的 208.0%。本期主板和中小板开板新股 2 只，开板平均涨幅为 74.2%，低于上期的 123.0%。

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。

行业公司

【石油化工】油价复苏主旋律，石化掘金正当时——石化行业 2021 年度投资策略-20201208

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

2021 年油价复苏主旋律，布局政策支持、成本优势、规模增长型标的

（1）民营大炼化：景气底部低成本优势已验证，油价复苏将受益于库存增值，看好政策支持的成长性龙头，受益标的：桐昆股份、恒逸石化、东方盛虹；（2）煤头气头制烯烃：非油路线受益油价上行成本优势更为凸显，产能释放提供成长空间，受益标的：宝丰能源、卫星石化、东华能源、金能科技；（3）油气开采：国家能源保供政策支持且受益油价上涨带来的资本开支扩大，受益标的：中海油服；（4）管网改革：“十四五”助力天然气消费升级，且国家管网公司行业受益改革，受益标的：中油工程、新奥股份、深圳燃气；（5）加油站：看好未来站点布局扩张，受益标的：和顺石油。

原油：新减产协议落地&疫苗有望普及，油价将整体抬升

供给端，OPEC+达成的 2021 年新减产协议以及补偿减产计划，奠定 2021 年整体供给端产量释放有序可控的基调，拜登清洁能源执政理念或许会压制页岩油的产出。需求端，OPEC 及 EIA 两大机构于 10 月海外二次疫情发生之际预测 2021 年全球需求量为 9626-9880 万桶/日，随着 11 月份全球疫苗相继获得重大进展，乐观预测全球原油需求有望接近或突破 1 亿桶/日，恢复至疫情前水平。综合判断，2021 年油价有望抬升至 55~60 美元/桶。

炼化化纤产业链：一体化优势凸显，享受油价上行利好

一体化优势凸显：2020 年初，炼厂经历库存减值、成品油需求下滑，行业进入历史景气底部，然而民营大炼化通过产能释放与一体化优势，实现逆周期盈利增长 50%。炼化方面，民营炼化具有显著的成本优势，在化工品收率、原油适应能力、装置规模等方面都领先于国有企业；在当前民营炼厂仍在享受国家政策支持的红利下，龙头企业仍能享受到产能增长的利好；当前油价处于复苏期，民营炼厂有望享受库存收益，并获得超额利润。化纤方面，上游环节 PX、PTA 未来两年正在迎来产能扩张期，PX、 PTA 价格涨幅可能会受到压制，化纤长丝产能投放有序，价格有望在需求和油价复苏带动下涨幅扩大，未来 PX-PTA-化纤产业链利润有望向化纤环节转移；此外，RCEP 贸易协议签订有望提振化纤需求。

烯烃产业链：供需格局毋须过度担忧，看好气头煤头路线

进口替代仍是主旋律：未来两年国内 PE 和 PP 产能确实处于较快增长期，但对外依存度也分别约为 50%和 15%，未来供给端的释放将更多进行进口替代，而且 PE 和 PP 的需求高增长，供需格局并不必过度担忧；此外高端聚烯烃也是进口替代的关注点。看好气头煤头路线：当油价处于较高水平时（50 美元以上），煤头和气头路线成本优势更为突出，基于我们对油价上涨的判断，这两条路线将有更强的竞争优势；此外近两年尤其是煤头路线享受国家能源战略政策的支持，龙头企业有望受益产能扩张的利好。

天然气产业链：当下确定性最强能源赛道，管网公司助力改革

根据《“十四五”天然气发展路径》的预测，我国未来五年天然气消费增速将维持在 8%以上。国家管网公司成立将助力行业运营机制的变革，拥有 LNG 接收站资源与下游客户资源的企业最为受益。

风险提示：疫苗普及进度低预期、地缘政治风险、原油大幅波动风险。

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	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