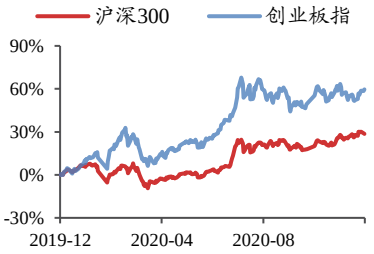
2020 年 12 月 09 日

开源晨会 1209

——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(%)
食品饮料	1.32
汽车	1.2
电气设备	0.92
综合	0.4
化工	0.26

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	-1.51
钢铁	-1.06
农林牧渔	-0.97
非银金融	-0.82
轻工制造	-0.69

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

【固定收益】信用风险的演化及实质——信用的两极分化-20201207

当前融资周期在不断加速，整个融资环境并没有对信用风险构成明显制约；当前违约是部分信用较脆弱企业的风险落地；当前的信用风险不太会波及全盘流动性走势及货币政策节奏；边际信用风险还会延续，需要更为关注自下而上视角下隐含收益率低于 AA-（包含）的主体风险。

行业公司

【电气设备】全球景气度向上，优质供应链取胜——新能源汽车行业年度策略-20201207

产品端驱动销量增速提升：我们预计 2021 年是放量大年、增速提升，重点把握优质产品供应链：Tesla（预计 2021 年销量 89 万辆，同比增长 79.6%）、大众 MEB 平台车型（预计 2021 年销量 43.7 万辆，同比增长 136.9%）、造车新势力（预计 2021 年蔚来/小鹏/理想销量 7.7/4.3/4.2 万辆，分别同比增长 74.6%/75.2%/40%）、比亚迪（预计 2021 年销量 30.9 万辆，同比增长 78.3%）。

【电气设备】市场化大周期开启，中国创新引领全球——光伏行业 2021 年投资策略-20201207

全球减排共识下，光伏迎来市场化发展大周期

【电气设备】多重共振向上，看好龙头和周期性环节——锂电池行业 2021 年度投资策略-20201207

长期，我们推荐优质赛道中具备强大核心竞争力的龙头公司宁德时代；中期，我们看好中上游产业链各环节龙头的进化能力，恩捷股份、璞泰来、天赐材料、新宙邦、当升科技、科达利等公司受益；短期看，磷酸铁锂、碳酸锂、六氟磷酸锂等环节景气度向好，优质供应链中的二线龙头有望表现出较好业绩弹性，德方纳米、中科电气、亿纬锂能等公司受益。

【商贸零售】市场下沉、渠道效率升级，新品牌新业态乘风而起——商贸零售行业年度投资策略-20201207

颜值经济主线重点关注功能性和皮肤学级护肤品（“医研赋能”）、国货彩妆和上游化妆品 ODM 龙头，此外轻医美产品生产商也在快速发展；电商主线重点关注两个电商洼地（下沉市场和海外市场）与两个新兴业态（直播电商、社交电商）；传统线下零售重点关注黄金珠宝和母婴赛道龙头。

研报摘要

总量研究

【固定收益】信用风险的演化及实质——信用的两极分化-20201207

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002

当前融资周期在不断加速，整个融资环境并没有对信用风险构成明显制约

近期密集的违约并非是系统性原因造成的，当前融资周期在不断加速，整个融资环境并没有对信用风险构成明显制约。分裂的信用体系可能是问题的原委，信用利差也在高度分化：只有信用评级本偏高的企业才在一定程度上受益于此次融资扩张，而资金对低评级主体的信用风险仍然高度警惕。

当前违约是部分信用较脆弱企业的风险落地

谨慎的情绪把信用划分为彼此隔离的两个世界，其原因有二：

1）客观上，资金回流银行的趋势注定了风险偏好不会大幅上升；

2）主观上，违约不断密集的趋势也使得机构风控无法应对融资环境的短时宽松而做出灵活调整。

因此，当前的违约只是部分信用较脆弱企业的风险落地。2020 年以来违约的主体在违约前的隐含评级已经偏低，这些主体早已在市场高度警惕的名单之中；在信用的另一个世界中，正因融资的扩张，大多数信用偏优的企业的风险其实是下降的，2020 年的信用评级上调数史无前例地高于评级下调数。

当前的信用风险不太会波及全盘流动性走势及货币政策节奏

1）当前因情绪谨慎而资金无法下潜的部分只占到融资体系中很小的比例（10%左右），这一局部区域的风险不太会波及全盘流动性或融资走势；

2）这种局部风险也不会引起货币政策的节奏出现太大变化，一则当前信用下潜不充分的原因并非货币政策，货币政策即使重新宽松，也不会改变当前信用风险的脆弱性；二则在另外 90%的世界中，其环境是走向通胀的，货币政策也在更大力度上存在着收紧的压力。因此，总量货币政策很难重启宽松，政策更可能的组合是宽信用政策及结构性宽松的货币政策。

边际信用风险还会延续，需要更为关注自下而上视角下主体风险

边际上的信用风险还会延续，且另外令人担心的是：信用违约一旦与资金的谨慎情绪相互共振，可能会使得后续的违约风险陆续加大。我们需要更为关注的是自下而上视角下隐含收益率低于 AA-（包含）的主体风险，一旦这一区域的债券在近期出现明显下跌，可能说明资金的挤兑已经开始，原则上我们不建议对这些低价信用债进行抄底。

风险提示：经济复苏超预期、货币政策超预期。

行业公司

【电气设备】全球景气度向上，优质供应链取胜——新能源汽车行业年度策略-20201207

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

1.优质产品驱动真实需求崛起，预计 2021 年将是全球新能源车放量大年

产品端驱动销量增速提升：2020-2022 年预计全球将有大批重磅新能源车型推出，我们预计 2020/2021/2022 年

全球新能源车销量分别为 272.7/436.1/587.8 万辆，同比增速分别为 23.9%/59.9%/34.8%，2021 年是放量大年、增速提升，重点把握优质产品供应链：Tesla（预计 2021 年销量 89 万辆，同比增长 79.6%）、大众 MEB 平台车型（预计 2021 年销量 43.7 万辆，同比增长 136.9%）、造车新势力（预计 2021 年蔚来/小鹏/理想销量 7.7/4.3/4.2 万辆，分别同比增长 74.6%/75.2%/40%）、比亚迪（预计 2021 年销量 30.9 万辆，同比增长 78.3%）。政策端护航向上周期：国内补贴退坡温和；欧洲政策持续向好；由于美国新任总统拜登在清洁能源领域政策上更积极，我们预计美国电动化进程有望超预期。

2.市场结构持续优化：国内市场短期呈现“杠铃型”结构，全面替代有望提速

得益于特斯拉、比亚迪、造车新势力、宏光 MINIEV 等优质供给的催化，目前国内新能源乘用车市场呈现高、低端两头大的“杠铃型”结构。展望未来 2-3 年，特斯拉、比亚迪、造车新势力等企业将逐步把产品梯次下沉，优质供给仍将成为新能源汽车销量增长的主要动力；同时，由于政策向好，ToB/G 端市场有望回暖。此外，2021 年是氢能源汽车产业从 0 到 1 的关键一年，产业和相关龙头公司有望实现翻倍以上的增长。

3.国内优质供应商开启全球化新周期，从短、中、长期视角筛选供应链优质标的

从长期看，新能源汽车产业链中必备的元素（碳酸锂）、元器件（电池、热管理）和创新能力较强的企业将受益于新能源汽车市场的持续增长。从中期看，壁垒较高环节（例如隔膜）的龙头公司有望维持较高的议价权。从短期看，一方面随着行业景气度的向好，供需格局出现阶段性紧张的环节有望获取超额利润，例如六氟磷酸锂、磷酸铁锂；另一方面，凭借技术实力提升实现客户结构优化的二线公司或将具备较强的业绩弹性。推荐标的：宁德时代、恩捷股份、中科电气、宏发股份、中材科技；受益标的：璞泰来、天赐材料、当升科技、三花智控、德方纳米。从氢能源汽车等新方向来看，亿华通等公司是核心受益标的。

风险提示：新技术发展超预期、下游需求低于预期、新能源市场竞争加剧。

【电气设备】市场化大周期开启，中国创新引领全球——光伏行业 2021 年投资策略-20201207

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

全球减排共识下，光伏迎来市场化发展大周期

减排目标已逐渐成为全球共识：2020 年 9 月第 75 届联合国大会上，习近平总书记表示，将力争在 2030 年前实现碳达峰，2060 年前实现碳中和；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。未来行业将进入市场化发展大周期：目前光伏已经在全球多数地区成为平价清洁能源，而且随着未来光伏发电性价比的进一步提升，其有望在很多地区成为成本最低的能源；光伏平价后，行业品牌、渠道、集中度等因素将持续优化，优质龙头企业机会明显。短期看，2021 年是行业增速较好的一年：我们预计 2021 年全球光伏装机有望达到 163GW，同增 34%；长期看，市场化发展大周期中行业的长期稳定性增强：根据国际能源署 2019 年在可持续发展中的预测，2040 年全球光伏累计装机将达到 7200GW，年均新增复合装机增速达到 11.4%。展望未来一年，我们重点看好创新引领发展的龙头企业：从技术、工艺、商业模式、竞争格局、供需变化等角度优选相关公司。

2021 年重点关注供给端的变化，看好供需格局较好的环节

回顾过去，季度较好投资窗口期（全球装机同比增速持续提升）已经过去：2020 上半年疫情肆虐，全球光伏产业受到重创，装机同比下降 9%；疫情恢复后，国内市场竞价项目集中在四季度，海外需求逐渐恢复，三季度组件出口同/环比持续提升，预计 2020 年四季度出现全球光伏需求热潮，装机有望达到 40GW 以上（+31%）。看未来，供给端的变化值得重视：需求好转叠加部分环节供给受限，硅料、玻璃、胶膜等环节相继涨价，供需的研判将继续成为 2021 年投资机会的重点；通过对各环节供需情况进行梳理，我们发现硅料、玻璃、胶膜环节在 2021 年有望继续维持紧平衡状态，价格相对有支撑；硅片、电池、组件环节供给压力增加，对企业盈利或将造成负面影响。因此，在 2021 年，我们相对看好硅料、玻璃和胶膜等具有供给壁垒的环节；另一方面，由于需求出现快速增长，行业新

进入者有可能快速成长，硅片等环节的竞争格局有望重塑。

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。

【电气设备】多重共振向上，看好龙头和周期性环节——锂电池行业 2021 年度投资策略-20201207

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

目前看，行业技术进步、成本下降带来锂电产品性价比持续提升，下游三大主力需求市场（新能源汽车、储能、电动自行车）已迎来高增的临界点；展望 2021 年，新能源汽车行业平价和新产品周期将带来渗透率加速提升、新能源大规模上网必配储能、电动自行车重量强约束等多重因素推动锂电池需求加速向上。从供给端看，行业过去经历两三年低谷期，竞争格局、产能、资本开支等方面持续优化，建议关注高技术壁垒环节竞争格局的持续集中以及周期性环节供需格局改善带来的投资机会。长期，我们推荐优质赛道中具备强大核心竞争力的龙头公司宁德时代；中期，我们看好中上游产业链各环节龙头的进化能力，恩捷股份、璞泰来、天赐材料、新宙邦、当升科技、科达利等公司受益；短期看，磷酸铁锂、碳酸锂、六氟磷酸锂等环节景气度向好，优质供应链中的二线龙头有望表现出较好业绩弹性，德方纳米、中科电气、亿纬锂能等公司受益。

行业供需格局持续向好，优质龙头迎来战略性产业机会

1、需求端：新能车、电动自行车、储能共振向上。新能车将迎平价时代：2020 年电池包成本下降明显（三元方形电池包报价 0.775 元/Wh，比年初下降 20.5%；磷酸铁锂方形电池包报价 0.625 元/Wh，比年初下降 28.6%），新能源汽车竞争力逐步凸显，2021 年渗透率加速提升趋势确定；电动自行车“铅酸替代”：此外，新国标推动电动自行车市场由铅酸替换成重量只有 1/4 的锂电池；风光上网标配储能：新能源大规模上网拉动电化学储能需求成为锂电池需求新的增长极。

2、供应端：电池安全性加重考核，优质企业竞争力进一步加强。《电动汽车用动力蓄电池安全要求》将于 2021 年正式实施，对动力电池系统安全提出更高要求。以当前技术路线看，磷酸铁锂、中低镍三元路线可以满足这一规定，而高镍三元需要进一步的技术进步，具备强大研发实力及产品一致性优势的龙头企业受益，低端产能将因此出清，电池环节或迎来新一轮洗牌。展望 2021 年，新增车型将集中在特斯拉、戴姆勒、大众、宝马、蔚来、广汽等车企，动力电池供应商以宁德时代、LG 化学居多；此外，新进入戴姆勒、大众体系的亿纬锂能、孚能科技、国轩高科，扩产提速的 SKI 等将迎装机高速增长；相关供应链受益明显。

看好周期性环节的弹性：以正极、电解液产业链为主

磷酸铁锂正极、电解液环节在 2019-2020H1 已经经历行业洗牌，集中度已明显提升，2020 年 11 月已验证旺季龙头产品供不应求逻辑。展望 2021 年，磷酸铁锂、六氟磷酸锂新增产能增速或低于需求增速，预计龙头企业产品仍会出现供应偏紧局面。且正极、电解液环节的定价机制多为“成本加成”，当前原料价格中枢普遍处于历史底部，锂盐、六氟磷酸锂等仍有涨价空间，涨价向下游传导速度快。建议关注周期性环节景气度持续提升带来的弹性机会。

风险提示:下游市场不及预期、行业竞争加剧、固态电池等新技术超预期等

【商贸零售】市场下沉、渠道效率升级，新品牌新业态乘风而起——商贸零售行业年度投资策略-20201207

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

疫情后“人、货、场”持续演进升级，下沉市场和渠道效率是竞争关键

2020 年，新冠疫情对零售行业影响显著，但随着疫情缓和，整体社会消费和零售企业经营均已在稳步复苏。后疫情时代，人口代际变迁和渠道流量变革，也在推动“人、货、场”持续演进升级：Z 世代崛起、下沉市场孕育消费潜力；疫情驱动线上电商渗透率提升，直播仍在风口；DTC、C2M 等模式反哺供应链，各类“新物、好物”涌现。对零售企业而言，深挖下沉市场红利，通过数字化赋能，围绕“人、货、场”实现渠道效率提升，仍是未来重要竞

争策略和方向。

年度零售关键词：“社区团购”、“私域”、“新品牌”、“悦己消费”

2020 年，“新品牌”（元气森林、三顿半、钟薛高等）、“私域”（思维从流量收割升级为用户运营，降本增效促裂变）、“悦己消费”（颜值经济、潮玩、时尚珠宝）先后成为行业热词。到了下半年，“社区团购”兴起：作为依托社区和团长社交关系发展的新零售模式，以“预售+次日达+自提”实现模式创新，大幅优化损耗和履约成本，低客单价下仍能盈利，长期看有望带来下沉市场的零售效率革命。

“颜值经济”：一路向“美”，由可选变为刚需

化妆品行业直播营销仍在风口，品质化升级和数字化赋能是重要趋势。行业发展历程看，每一次渠道流量变革，都孕育着新品牌的机会。我们看好三大细分赛道：1）功能性和皮肤学级护肤品，国货品牌凭“医研赋能”构筑差异化竞争优势；2）彩妆：受益“国潮风+快迭代”趋势，国货品牌在大众彩妆市场实现弯道超车；3）产业链上游：ODM 龙头更能充分享受行业整体增长红利。除化妆品外，医美行业也是颜值经济重要构成，其中低风险、高复购的“轻医美”呈现更高景气。目前产业链中，产品生产商占据核心环节，优质国货品牌市占率逐渐提升；产品方面除玻尿酸外，未来童颜针、肉毒素等蓝海赛道潜力也将逐步释放。

电商：疫情推动消费向线上转移，电商洼地市场与新兴业态孕育机会

疫情推动消费渠道向线上转移，重点关注电商洼地（下沉和海外市场）的潜力：电商巨头已纷纷布局下沉市场掘金；跨境电商企业则依托国内供应链优势带来的高性价比，借助 RCEP 等政策红利加速发展。新兴业态方面，我们也注意到随着流量成本上升，私域重要性凸显，品牌商纷纷寻求转化率更高的“场”：直播电商强聚集、高转化，持续占据风口，但主播头部效应也愈发明显；社交电商则依托去中心化网络，实现了低成本的快速获客与营销转化，渗透率不断提升。

线下零售：疫情缓和、消费复苏，重点关注竞争力突出的细分赛道龙头

2020 年受疫情冲击，线下实体门店普遍客流下滑，业绩承压。但另一方面，疫情也倒逼实体零售企业加速数字化建设和全渠道营销升级，到家、直播、小程序等渗透率明显提升，会员体系运营也更加完善。随着疫情缓和、消费复苏，部分竞争力突出的细分赛道龙头有望脱颖而出，重点关注受益婚庆需求释放的黄金珠宝和渠道价值突出的母婴连锁等细分赛道龙头公司。

风险提示：宏观经济风险，疫情反复，行业竞争加剧等。

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