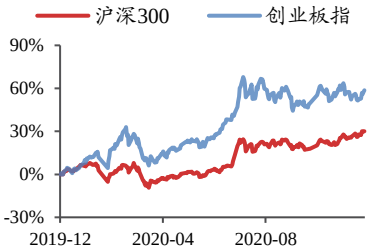
2020 年 12 月 07 日

开源晨会 1207

——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	3.05
有色金属	2.23
国防军工	1.25
轻工制造	1.24
医药生物	1.16

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
银行	-1.33
房地产	-1.33
非银金融	-1.03
汽车	-0.51
钢铁	-0.5

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】机构配置的变局时刻——2021 年度“新共识”系列（二）——投资策略专题-20201205

行业公司

【新能源与电气设备】市场化大周期开启，中国创新引领全球——行业投资策略-20201206

【非银金融】复苏育新机，转型迎发展——非银金融行业 2021 年度投资策略-20201205

【化工】海外复苏一致预期下，全球化工供给或有扰动，坚定看好大国化工在历史性机遇下快速崛起——行业投资策略-20201205

【传媒】左手成长性，右手顺周期——传媒互联网行业 2021 年度投资策略-20201205

【化工】双循环新格局下，国产替代和军工材料迎历史性机遇——新材料行业 2021 年度投资策略-20201205

【电子】把握电子元器件国产替代加速历史机遇——电子行业 2021 年度策略报告-20201205

【新能源与电气设备】多重共振向上，看好龙头和周期性环节——行业投资策略-20201205

【电子】消费电子：手机竞争格局演绎，新终端空间拓展——年度投资策略系列之六-20201205

【非银金融】借势而动，负债资产两端回暖——保险行业 2021 年度投资策略-20201205

【通信】5G 迎来可用到好用变革，自主可控与百花齐放双赢——年度投资策略-20201205

研报摘要

总量研究

【策略】机构配置的变局时刻——2021 年度“新共识”系列（二）——投资策略专题-20201205

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044

主动偏股基金的破局：追寻高 ROE，但是降低估值风险

无论全 A 还是行业，长期回报均有向 ROE 回归的特征，当估值驱动的收益率远大于 ROE 后，这部分的“透支”将在未来由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。主动偏股基金在“还旧账”时期并非简单寻找低估值，而是倾向于维持组合 ROE 不变同时降低估值水平。这是均衡了预期收益和估值风险后的占优策略。历史上看，偏股基金从不“抱残守缺”，进入还旧账时期后总在寻找估值与景气更为匹配的资产。当下看：2020Q3 主动偏股公募在金融周期的低配情况与 2010Q3/2016Q3 相似，未来正好对应历史上滞胀/过热，这与当下市场两种经济的主流预期恰好一致。历史经验显示，后续时期将面临负债端流入减缓、抱团瓦解等特征，而金融板块都成为了增配的方向，成长板块会面临减配调仓的压力。主动偏股基金当下持仓 ROE 只是中高水平，但估值为 2016 年以来的最高点，选择 ROE/PB 角度更有性价比的资产可能是未来的重要任务。大类板块看金融和周期最符合提升性价比的需求。

陆股通的抉择：寻找性价比的“新核心资产”

“还旧账”期北上往往会选择提升组合 ROE，或者在维持 ROE 的同时降低 PB。7 月 2 日以来北上主要净买入金融周期，净卖出消费，北上资金正在积极定价中国复苏，而未来随着全球经济复苏共振，北上可能将继续增配金融和周期板块。以年度看，2020 年以来北上资金持有白酒板块市值大幅增长背后是外资在逐步净卖出白酒板块，较贵的估值可能是其背后的原因，“越涨越卖”背后指示了核心资产也有性价比的考量，投资者不应该单纯根据北上资金进行交易，但应该重新审视组合的风险收益比。当下北上持仓 PB 已经达到 2014Q4 以来的高点，ROE 处于自身历史上的中等水平。北上资金大概率会选择维持自身高 ROE 的同时降低组合 PB。从持仓大类板块性价比看，金融与周期是未来配置倾斜的重点。

其他各类机构：“新共识”正在汇聚

险资：截至 2020Q3，保险资金前 50 重仓股 PB 水平较低，ROE 继续下行，当前位于历史中枢以下位置，寻找高景气，提升 ROE 资产可能是当下保险资金的配置选择。而险资在“还旧账”期均倾向于增配金融，且当下金融周期板块中高 ROE 或预期 ROE 边际提升资产较多，估值较低，金融周期板块未来预计将获得保险增配。

社保：截至 2020Q3，社保前 50 重仓股 ROE 水平处于 2010 年以来低位，PB 绝对数较低但处于自身中枢以上的水平，提高组合 ROE 并降低资产 PB 可能是主要资产配置方向。

QFII：截至 2020Q3，QFII 前 50 重仓股 ROE 处于历史低位，PB 处于高位，提升 ROE 并降低 PB 将是 QFII 投资者的最优选择。

机构“新共识”形成：唯变不破

对于 2021 年，投资者应该从过去 2 年形成的“好赛道”的惯性认知抽离，以寻求改变的态度，重新衡量全市场的风险与收益比。当下宏观经济的复苏已经为更广维度的价值发现提供了基础。历史经验启示我们，专业机构投资者将逐步从传统的配置习惯中走出，积极求变，立于市场变更浪潮之中。

风险提示：国内经济下行超预期；货币超预期宽松；海外经济复苏不及预期

行业公司

【新能源与电气设备】市场化大周期开启，中国创新引领全球——行业投资策略-20201206

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 2021 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。

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。

【非银金融】复苏育新机，转型迎发展——非银金融行业 2021 年度投资策略-20201205

高超（分析师）证书编号：S0790520050001 | 龚思匀（联系人）证书编号：S0790120110033

保险行业

借势而动，负债和资产两端回暖。1）新冠疫情造成 2020 年保费承压，上市险企积极备战 2021 年开门红，经济复苏、人力企稳和转型见效有望助推全年负债端改善。2）2021 年保障型产品占比有望提升，保费增速和价值率改善有望带动全年 NBV 增速改善。3）经济复苏延续，流动性边际趋紧，长端利率有望持续抬升，支持保险估值进一步修复。4）资负两端双轮驱动，板块估值仍然较低，看好保险板块全年投资机会，维持行业“看好”评级。受益标的：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

风险提示：开门红业务开展不及预期；宏观经济复苏受阻，长端利率超预期下行。

证券行业

注册制及创新业务驱动下，ROE 有望进一步上行。信用债风险边际减弱，短期看板块跨年行情可期。全面注册制、长期资金引入等政策有望超预期落地，券商在注册制及创新业务驱动下，ROE 有望持续上行，我们预计上市券商 2021 年整体净利润同比+18.8%，ROE 有望达 9.3%，经济持续复苏有望带来权益市场投资机会，维持行业“看好”评级。推荐标的：国金证券和东方财富，受益标的：兴业证券、中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安。

手续费业务占比提升，杠杆率持续上行。经纪将加速向财富管理转型，全面注册制下，股权和债券融资规模持续扩张，驱动投行业务进一步发展；资管业务上，券商向加速主动管理转型。场内衍生品品种扩容，场外衍生品持续扩张，预计未来衍生品业务将持续增长。融券机制松绑下两融规模大幅扩张，未来更多机构有望参与证券出借，融券规模持续扩张。

风险提示：政策落地不及预期；新冠肺炎疫情反复，对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。

【化工】海外复苏一致预期下，全球化工供给或有扰动，坚定看好大国化工在历史性机遇下快速崛起——行业投资策略-20201205

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 龚道琳（联系人）证书编号：S0790120010015

终端需求边际继续改善，化工周期东风已起

目前，随着国内经济复苏、化工龙头业绩持续改善。随着国际油价反弹，化工景气指数已大幅提升。市场流动性和风险偏好已经有所变化，展望 2021 年，我们更看重个股绝对估值的安全性和业绩改善的确定性，坚定看好顺周期、涨价、低库存品种及子行业龙头。我们建议继续关注海内外需求边际继续改善、行业向龙头集中且集中度提升、现金流量健康、估值较低的化工子行业龙头：聚氨酯、煤化工、氟化工、氨纶、粘胶、维生素、农药行业等。

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;【低估值龙头】三友化工、金石资源、海利得、巨化股份、三美股份、利民股份;【弹性标的】鲁西化工、新凤鸣、滨化股份、华谊集团、江苏索普。

我们预计海外需求终将重走中国复苏之路，化工行业有望全面景气

我们认为当前海外疫情发展情况类似于 2020 年 2 月份的中国,如今部分海外国家采取“封国”等举措来控制疫情的进一步恶化，部分海外国家物流亦不通畅。2020 年 4 月以来，欧美经济亦有所复苏。2020 年 7 月-10 月，美国和欧元区 PMI 数据已连续 4 个月处于荣枯线之上。目前新冠疫苗研发不断取得新进展，疫情终将过去。我们预计未来海外需求将大幅复苏，重走中国复苏之路。随着未来海外需求复苏叠加国内需求边际改善，我们预计需求的力量将带动化工子行业进入“全面高景气”行情，我们建议加紧布局粘胶短纤、氨纶、聚酯等化纤产业链、醋酸、MDI 等子行业，买入复苏。

疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升

至 2018 年，中国制造业工业增加值占全球制造业工业增加值的 28.4%。而中国化工产业作为中国最重要的基础制造业之一，在全球的话语权亦不断提升。根据 Cefic Chemdata International 数据，2018 年中国化工品销售额共计 11,980 亿欧元（约合 9,854 亿人民币），占世界化工品销售总额的 35.80%。全球化工品产能将持续向中国集中。2020 年受业绩压力及需求疲弱影响，海外巨头业绩大幅下降，频现裁员潮。2020 年 10 月份标普全球表示，在疫情冲击下许多欧美企业因无法正常运营而陷入违约风险，预计未来 9 个月美国的企业违约率将从 6.2%升至 12.5%。即使未来海外需求大幅复苏，海外化工巨头的开工、销售体系等或无法快速恢复。即是没有疫情到来，部分化工品海外装置年限较为久远，未来海外装置开工或存变量。疫情洗牌加速提升中国化工行业话语权，化工品订单内流或将可持续，中国化工全球市占率有望进一步提高。

风险提示：宏观经济下行、原油价格大幅下跌、安全生产及环保风险

【传媒】左手成长性，右手顺周期——传媒互联网行业 2021 年度投资策略-20201205

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

1. 业绩估值底部再出发，沿“成长性”和“顺周期”两条主线把握投资机会

复盘 2020 年 A 股传媒板块，年底估值回到全年底部区域，前三季度业绩处于触底反弹阶段；疫情影响下，2020 年子板块业绩分化明显，视频、游戏为代表的线上娱乐受益，电影、体育为代表的线下娱乐受损；展望 2021 年，成长性板块将延续成长性，而疫情受损行业顺周期修复正在进行时。

成长性主线：视频加速货币化，游戏蛰伏中育新机

长视频：芒果 TV 和哔哩哔哩通过“内容壁垒+高用户粘性”构建护城河，推出短剧及创新剧极致用户体验，开创剧场形式及营造社区化氛围提升用户粘性；且左手内容出圈，从下沉市场突破用户增长瓶颈，右手探索直播、电商等货币化新模式，商业模式不断验证，有望不断缩小与“腾爱优”用户及收入差距，加速向一线平台进军。

短视频：从用户规模和时长来看，商业化基础已夯实，直播电商或成为重要变现路径；两大平台龙头抖音、快手通过加大限制外链力度，培育自身电商闭环决心日益坚定，直播电商将拉动其广告及佣金收入增长，且基于品牌运营的角度，抖音和快手也为直播电商产业链中的代运营服务商和 MCN 带来重要机遇。

游戏：头部游戏近期密集上线虽短期推升买量成本，但带来的增量用户效应不可忽视，叠加 A 股部分游戏公司储备的精品游戏后续上线，或驱动新一轮行业增长；近期调整后，游戏公司估值再次具备提升空间，蛰伏中建议布局。

2. 顺周期主线：梯媒、电影、体育，“否极泰来”

梯媒：疫情对广告投放造成一定影响，但随着疫情缓解和经济活动恢复，广告投放强势修复，其中电梯电视和电梯海报增长最为强势；这轮顺周期修复中，在线教育、新兴消费品牌及新能源汽车广告主的投放花费明显增加，而由于消费品公司往往较互联网公司具有更长的生命周期，因此新兴消费品牌的崛起有望改善梯媒广告主结构，从更长维度看，或弱化梯媒的周期属性，强化其成长属性。

电影：人们观影意愿提升和新片上映的正反馈，或驱动票房逐季提升，行业顺周期复苏持续；而疫情带来影院出清及银幕增速放 缓，有望改善头部院线盈利能力。

体育：2021 年开始多项体育大赛陆续举行，将拉动以赛事为核心的竞技体育产业链收益，其中的中游营销传播相关公司业绩弹性 或更大，而估值修复或早于业绩修复，受益标的往往在大赛前夕获得明显超额收益

3. 重点推荐及受益标的

成长性主线重点推荐芒果超媒、值得买、壹网壹创、元隆雅图、姚记科技、完美世界，受益标的包括哔哩哔哩、蓝色光标、华扬 联众、腾讯控股、网易、吉比特、三七互娱；顺周期主线受益标的包括分众传媒、万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、 上海电影、横店影视、金逸影视、当代文体、视觉中国、中体产业。

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；视频平台格局变迁受到多方面因素影响；体育大赛后续能否举行仍不确定。

【化工】双循环新格局下，国产替代和军工材料迎历史性机遇——新材料行业 2021 年度投资策略-20201205

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 吉金（联系人）证书编号：S0790120030003 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

1. 新材料行业 2021 年展望：双循环催化，电子化学品、军工材料加速发展

双循环新格局下，显示面板、集成电路、5G 等产业加速向国内转移，相应地也将带动新材料配套需求快速提升，实现新兴产业的自主发展，尤其应首先从电子化学品等高端原材料入手，攻关“卡脖子”领域。另外，军工行

业增长确定性较高，国防军工作为国家重要战略之一，国外技术、人才、供应链封锁较为严格，“内循环”对军工材料来说有先天的适用性优势。

2.军工材料：“十四五”开启军工材料备货，军转民迈向新蓝海

2020 年中国国防预算 1.268 万亿，同比增长 6.6%，疫情之下保持稳健而有力增长。“十四五”规划即将进入开局之年，年底备货行情有望成为军工行业步入长期景气上行通道的起点。军用航空航天是国防建设最侧重的领域，材料是实现军用航空航天跨越式发展的基础支撑，军品竞争格局稳定、技术含量高端。新装备放量叠加备战需求，配套军用航空航天装备的上游材料，以及军用耗材品迎来确定性机会。另外，拥有技术优势的传统军工企业将积极开展“军转民”，进入国产民航蓝海，进一步打开成长空间。受益标的：昊华科技、光威复材、中简科技。

3. OLED 材料：终端应用百花齐放，国产成品材料星火燎原

OLED 屏在手机等小尺寸应用领域的渗透趋势确立，DSCC 预计 2021 年 OLED 手机渗透率将超过 50%；随着大尺寸 OLED 生产技术的成熟以及终端价格的下降，OLED 电视有望得到大范围推广；IT 设备、照明等新兴应用或成为未来重要增长点。2018、2019 年是国内厂商集中投产的时间，带动了 OLED 产业规模持续高增。国内升华前材料厂商在精细化工行业积累了丰富的生产经验，有望凭借成本管控、快速响应的优势，享受行业快速增长的红利，受益标的：濮阳惠成、瑞联新材、万润股份。下游面板商的本土化配套需求，以及海外材料企业的部分专利到期，给国内成品材料厂商创造了极佳的发展机遇，受益标的：奥来德。

4. 半导体材料：大陆晶圆厂扩产高峰，上游材料进入产能释放期

受 5G、车用电子、IoT 等需求拉动以及产业链安全保障的影响，大陆晶圆制造进入高景气周期。中芯国际三季报显示，2020 年资本开支计划为 59 亿美元，大幅高于年初计划的 31 亿美元以及近年资本开支水平。受需求拉动、政策支持、技术突破多因素驱动，半导体材料国产化有望提速。国内领先企业为保持先发优势，将通过产能扩张抢占国内市场份额，如彤程新材的 1.1 万吨光刻胶项目、昊华科技的 4600 吨含氟特气项目，以及格林达、江化微在眉山的湿电子化学品项目，均将于 2021 年建成投产。受益标的：彤程新材、昊华科技、雅克科技。

5. 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。

【电子】把握电子元器件国产替代加速历史机遇——电子行业 2021 年度策略报告-20201205

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007 | 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019 | 盛晓君（联系人）证书编号：S0790120080051 | 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

PCB 行业下游需求呈现复苏，汽车类产品见到确定性修复，车用 PCB 市场随着汽车电子化及新能源车的趋势，有望加速扩容，内资厂商亦将逐渐替代台资厂商的份额。

从厂商竞争力维度，厂商扩大规模生产优势，并逐步体现成本管理能力，受益标的：胜宏科技、生益科技、南亚新材、深南电路；从下游需求复苏维度，看好 HDI 及汽车 PCB 的景气度提升，受益标的：中京电子、景旺电子、世运电路。

在终端厂商对供应链自主可控诉求大幅提升背景下，我们看好 MLCC、铝电解电容、电感、电阻领域的国产替代机遇，重点推荐风华高科，其他受益标的包括三环集团、顺络电子、艾华集团、江海股份。此外，新能源汽车和光伏风电对薄膜电容器市场的拉动明显，我们认可薄膜电容器行业未来几年新能源驱动的成长逻辑，重点推荐法拉电子。

在各类功率器件中，MOSFET 和 IGBT 作为先进的功率器件，将具有最大的需求弹性。这两类器件市场空间大，国产化程度低，国内部分企业积极布局，在技术实力以及销售规模上已取得一定突破。建议关注有相关产品布局、技术实力领先，产能具有弹性的厂商：新洁能、斯达半导、捷捷微电、华润微、扬杰科技等

5G 手机相比于 4G 的手机的变化主要在于射频前端的变化，5G 手机单机射频芯片数量需求相较于 4G 手机大大提升，随着各大手机厂商逐渐推出中低端 5G 手机，预计 5G 手机的渗透率将会进一步提升，射频芯片的需求也会在未来快速增长，建议关注国内射频芯片龙头：卓胜微。

晶圆制造建议关注国内晶圆代工龙头:中芯国际。封测行业景气度较高，先进封装是未来趋势，建议关注长电科技、通富微电、华天科技。

风险提示：下游需求不及预期；供应链降价风险；汇兑损益风险。

【新能源与电气设备】多重共振向上，看好龙头和周期性环节——行业投资策略-20201205

刘强（分析师）证书编号：S0790520010001

2021 年将是多重共振向上的一年，看好优质龙头和景气度向好的环节

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 2020 年年初下降 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。

【电子】消费电子：手机竞争格局演绎，新终端空间拓展——年度投资策略系列之六-20201205

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 林承瑜（联系人）证书编号：S0790120080105

手机厂商换机周期来临，品牌厂商塑造新格局

后疫情时代，关注手机出货量需求回补与 5G 手机渗透率提升。假设 2021-2022 年全球智能手机出货量维持 14.0 亿部，根据 IDC 预测 2022 年全球 5G 手机渗透率有望将达到 53.6%。华为受贸易摩擦影响，各价位段区间内品牌厂商重新洗牌，高价位区间看苹果、海外市场看小米补位。苹果受益于自身的价格下沉及高价区间的竞品缺位，预计 2021 年苹果将迎来换机高峰期；小米 2020Q3 全球份额已见明显的提升，预计 2021 年欧洲市场扩张的趋势有望持续。

手机存量换机时代，品牌与零件厂商寻求破局

手机进入存量换机时代，渗透率进入瓶颈期，导致总量难现增长，因而总量维度的主要看点在于需求回补与换机周期。业务空间拓展维度，关注零件厂商打破零件与整机的生产制造壁垒，拓宽业务空间，如立讯精密、蓝思科技通过收购方式加快组装业务的导入，零件厂商开始平台化布局，垂直整合体现成本优势，如歌尔股份、领益智造、比亚迪电子；部分品牌厂商寻求破局，如小米、传音进入硬件与系统、软件携手并进的时代。

AIOT 渐行渐近：TWS 渗透率提升，展望 VR/AR

TWS 耳机从萌芽期步入开花期，苹果、安卓阵营齐发力。TWS 耳机仍然处于高速渗透阶段，全球手机活跃用户接近 80 亿，艾瑞咨询预计 2020 年全球 TWS 耳机销量为 4 亿套，自 2016 年以来累积出货量为 7.8 亿套，相对手机活跃用户配套的渗透率仅为 9.8%。我们测算 2020 年 AirPods 配套存量用户数仅为 10.6%，处于渗透率提升的阶段，预计未来 2-3 年 AirPods 系列产品仍能维持 25%的年复合增长率。创新消费电子终端方面，全球 AR/VR 市场有望回暖，VR 市场率先成熟，我们预计 2022 年 VR 设备的渗透率将提升至 20%，假设每台设备的平均单价为 2500 元，对应市场空间为 800 亿元。AR 增强现实类的产品仍需克服硬件难点，蓄势待发。苹果有望引领 AR 技术普及，预计苹果 AR 头戴式设备将在 2021 年后推出。

投资观点：消费电子新终端拓展，关注厂商垂直整合+软硬件协同

受益于苹果、小米份额提升的供应链公司与垂直整合拓展业务空间的厂商，受益标的：小米集团、鹏鼎控股、东山精密、立讯精密、环旭电子。消费电子终端切换方面，TWS 仍处于渗透率提升拉动出货期，往后看，把握产品功能提升带来的市场扩容机遇。VR 有望领先于 AR 率先成熟，关注组装及成品方案环节受益的厂商，受益标的：歌尔股份。

风险提示：下游需求不及预期、供应链降价风险、汇兑损失风险

【非银金融】借势而动，负债资产两端回暖——保险行业 2021 年度投资策略-20201205

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

借势而动，宏观经济复苏有望带动负债和资产两端回暖

新冠疫情逐渐得到控制，保险行业负债端线下展业活动得以恢复开展，同时，疫情刺激下，居民保障需求、安全稳定的理财需求得到提升，预计 2021 年负债端供需将进一步修复提升。同时，上市险企积极备战开门红，2021 年开门红有望超预期，经济复苏、人力企稳和转型见效有望助推全年负债端改善。宏观经济复苏延续，流动性边际趋紧，长端利率有望持续抬升，支持保险估值修复。资负两端修复驱动，板块估值仍然较低，看好保险板块投资机会，维持行业“看好”评级。受益标的：中国平安、中国太保、新华保险和中国人寿。

历史回顾：疫情拖累保险行业跑输指数

截至 2020 年 12 月 2 日，保险指数全年累计收益率跑输沪深 300 指数 14.16%。主要由于疫情发生无法开展面见客户、产品说明等营销活动，同时宏观经济承压，长端利率不断下探，冲击保险内含价值估值模式，造成保险股整体表现不佳。但随着疫情好转，线下展业恢复、长端利率回升，保险股跑输幅度有所收敛，其中中国人寿、新华保险因新业务保费表现较好，分别跑赢保险指数 13.59%、17.50%。

宏观经济向好，负债端有望实现明显改善

宏观环境逐步复苏，可选消费恢复明显，疫情刺激下民众对于保险的保障与理财需求更加重视，2021 年保险需求有望提升。各家上市险企提前布局开门红，业务诉求强烈，2021 年开门红有望超预期。队伍规模企稳回升，5 家上市险企 2020H1 代理人共计 463.94 万人，较 2019 年底增长 3.84%，微增态势有望延续，新业务保费有望改善；疫情好转后，复杂高价值产品销售效率有望提升，带动整体新业务价值率提升。保费、价值率双改善，2021 年上市险企寿险新业务价值有望改善。车险综改后，车均保费下滑约 27%，中国平安、中国人保 2020 年前 10 月车险保费同比增速较前 3 季度分别降低 1.06%、1.24%，车险保费收入承压，但随着乘用车销量逐渐回暖，有望实现以量补价减轻综改压力。非车险方面预计保持高速发展，农险、责任险、企财险等险种将持续发力助力财险增长。车险保费收入承压，非车险保费收入不断增长，预计财险板块未来仍将承受一定压力。

宏观经济支撑，政策打开弹性，利好上市险企资产端

随着宏观经济复苏，流动性边际趋紧，长端利率逐步回升至 3.3%附近，并有望持续抬升，险资运用压力缓解，为保险股提供估值支撑。监管多轮政策松绑险资运用，综合偿付能力充足的险企可上调权益类投资上限，上市险企寿险公司均可提升至 30%或 35%，空间较大；财务性股权投资行业限制放开，险资为市场提供长期资金的同时拓宽自身投资渠道，增加投资收益弹性。宏观经济叠加政策松绑，增大投资收益弹性，利好险企资产端。

风险提示：开门红业务开展不及预期；宏观经济复苏受阻，长端利率超预期下行。

【通信】5G 迎来可用到好用变革，自主可控与百花齐放双赢——年度投资策略-20201205

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

5G 全面覆盖已到，通信规模效益触发量变到质变，5G“好用”带来超预期

截至目前我国已经建成超 70 万 5G 基站，建设工作仍然在快速推进，城区有数据流量需求的区域基本实现了连续覆盖，5G 网络从“可用”正在朝着“好用”方向转变。2021 年随着中国移动和中国广电共建共享 700MHz 5G 基站加速推进，700M 将作为 5G 广覆盖的打底网，除了满足全国 5G 网络的连续广覆盖外，还能轻松满足电梯楼宇、地下停车场、高楼等信号差及高密度覆盖区域强信号需求，5G 信号质量甚至优于 2G，感知速率又大快于 4G，叠加联通电信的 2.1G 频段 5G 的试点，5G 的全面好用时代即将来临。

目前通信板块处于超低配阶段，2020 年 Q3 基金公司持股通信市值占比下降至 1.15%，较通信在全部 A 股市值占比 1.53%相比低额配置 0.37%，和 4G 时代超额配置形成比较大的反差，反差的关键在于 5G 的“好用”没有被认可，市场存在较大的预期差。规模效益在通信行业尤显重要，5G 的连续覆盖以及深度覆盖的边际改善将进一步提升 5G 网络使用率，5G 网络好用，使用人数就会增加，进而带来增加投资的超预期。

5G 区别 4G 的关键在于产业链的自主可控，落脚点在于 5G 应用的百花齐放

当前正处在中美科技较量的大环境之中，4G 时代中国的通信是跟随，5G 时代目标是引领，要引领必须要有杀手锏和高普及率。杀手锏对产业链来说，关键在于自主可控，作为短板的高质量的芯片必然是未来重要的突破口。大到 5G 基站用到的各类关键芯片，小到配套设备用到的光芯片，国产替代都是毋庸置疑的，行业景气度将持续走高。

高普及率除了 5G 2C 端的消费终端之外，2B 端的垂直行业应用也将是重中之重，而 5G 的特性（大带宽、低时延、广连接）注定了行业应用将是其特色名片。除了 5G 带来的大视频业务触发的高清视频会议系统快速普及之外，5G 正和大数据、云计算、人工智能等融合，开启万物互联新时代，使能全行业数字化，成为基础的生产力，而车联网是物联网在高价值细分领域的首要切入点，叠加新能源电动车特斯拉带来的大变革，车联网将在 5G 时代进一步快速落地繁荣。

5G 兑现看业绩增速：大空间的 5G 应用、预期差 5G 设备、强确定的 IDC

5G 业绩兑现带来通信行业 2020Q3 净利润环比+25.8%，细分领域表现各有差异，其中 5G 应用的物联网、云视频会议、IDC、以及 5G 设备之光模块表现优异。随着运营商三期集采临近，5G“好用”更加速，我们认为在 5G 应用、IDC、5G 设备产业链业绩的高增速将是考察个股表现的关键因素。推荐标的：光模块新易盛（300502）、中际旭创（300308），光芯片仕佳光子（688313），专网佳讯飞鸿（300213），物/车联网移远通信（603236）、广和通（300638）、移为通信（300590），视频会议亿联网络（300628）、会畅通讯（300578），5G 消息梦网集团（002123），IDC 光环新网（300383）、数据港（603881）、科华恒盛（002335）。

风险提示：中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展；国内 5G 商用未及预期

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（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