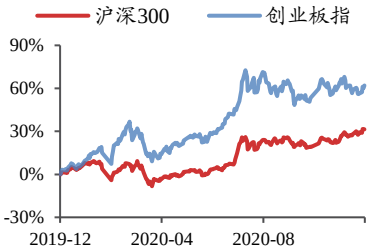
2020 年 12 月 04 日

开源晨会 1204

——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(%)
医药生物	2.2
农林牧渔	1.23
食品饮料	0.92
计算机	0.87
商业贸易	0.42

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
有色金属	-2.93
采掘	-2.16
国防军工	-1.99
钢铁	-1.43
机械设备	-1.13

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】2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真——宏观深度报告-20201202

认清经济加速转型的本质，是厘清当下宏观形势的前提。从经济“抗疫”到政策“退潮”，传统框架对 2021 年解释力或进一步下降、建议回归本源、抱朴守真。

1、从“托底”到“退潮”，政策重心始终立足国内着眼未来，疫情冲击不改方向。

2、2021 年，或为信用“收缩”之年；从“加”杠杆到“稳”杠杆，信用收缩通道打开。

3、信用“收缩”与经济“错位”交织，国内经济结构进一步分化，外需强于内需。

行业公司

【电子】面板行业景气向上，Mini LED 启动商业化之路——年度投资策略系列五-20201203

面板景气向上，Mini LED 启动商业化之路，关注相关产业链投资机会

基于赛事备货、三星产能退出和国内新产能爬坡进度因素，我们预计，2021Q1-2021Q3 全球大尺寸 LCD 面板供需将维持紧平衡，面板价格有望保持继续上涨趋势，重点推荐京东方、TCL 科技、深天马。技术逐步成熟、成本下降，Mini LED 开启商业化之路，TCL、小米、康佳等厂商相继发布 Mini LED 背光产品，三星、LG、长虹等预计 2021 年推出此类产品。Mini LED 商业化的启动为整个产业链注入了全新活力，产业链相关公司将因此受益，包括三安光电、华灿光电、国星光电、瑞丰光电、木林森等。

【农林牧渔】养殖聚焦优质产能，种植把握景气周期——农林牧渔行业 2021 年度投资策略-20201203

2021 年农业两条主线养殖和种植景气趋势或出现分化。其中养殖链随着生猪补栏推进，猪价或高位回落，带动鸡价及其他肉类蛋白替代品价格走弱。种植链方面，随着主要的饲用粮玉米供需格局趋紧，农产品价格或延续 2020 年上行趋势。后周期方面，无论是养殖链中的动保及饲料还是种植链中的种业，随着需求回升，业绩改善明确。投资角度看，逆周期的畜禽养殖建议淡化周期，主抓高成长性及强确定性个股。而顺周期的种植、动保、饲料建议进行更广泛布局以充分享受行业 β。

【食品饮料：涪陵榨菜(002507.SZ)】做高品类价值，长期空间仍存——公司信息更新报告-20201203

中长期看主业仍有发展空间、2020 年渠道下沉进展良好，原料供应及价格基本平稳。我们预计 2020-2022 年归母净利 7.4、8.6、10. 0 亿元，EPS 为 0.94、1.09、1.27 元，分别增 23%、16%、17%，当前股价对应 2020-2022 年 43.6、37.7、32.3 倍 PE，维持买入评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】2021 年中国宏观形势展望：抱朴守真——宏观深度报告-20201202

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002

认清经济加速转型的本质，是厘清当下宏观形势的前提。从经济“抗疫”到政策“退潮”，传统框架对 2021 年解释力或进一步下降、建议回归本源、抱朴守真。

从“托底”到“退潮”，政策重心始终立足国内着眼未来，疫情冲击不改方向

2020 年的托底政策，是应急之策、并非常态，中国在主要经济体中保持理性克制。为应对疫情冲击，国内政策积极发力，财政刺激规模占 2019 年支出的比重高达 10.9%，央行通过降息、再贷款等加大货币支持。中国政府始终保持理性克制，更注重“稳增长”与“调结构”的平衡。横向比较来看，国内财政刺激规模占比远低于欧洲的 16.7%、美国的 34.5%和日本的 59.5%等，货币政策亦是如此。

“后疫情”时代，政策“退潮”乃大势所趋，从“加”杠杆到“稳”杠杆，重心重回“调结构”、“防风险”。疫情期间的托底政策，导致实体杠杆率大幅提升，2020 年 3 季度达 270%，较 2019 年底抬升 25 个百分点，债务风险进一步累积。伴随经济逐步修复，政策“退潮”已然开始，5 月以来打击资金空转、地产调控“三条红线”，以及频繁提及的“防风险”、“稳”杠杆等，政策逐步回归“常态”。

2021 年或为信用“收缩”年；从“加”杠杆到“稳”杠杆，信用收缩通道打开

2020 年，信用环境超预期扩张，与政策“加”杠杆行为紧密相关；随着政策逐步回归常态，信用修复最快的阶段已经过去。与主要经济体思路类似，中国也是通过政府“加”杠杆行为托底经济，表现为，财政大幅扩张与货币宽松。中国政府相关的融资行为，对前 3 季度社融同比增量的贡献接近 50%，是信用环境超预期主要贡献。伴随政策逐步回归“常态”，3 季度以来部分融资渠道已现放缓迹象。

2021 年，或为信用“收缩”之年；政策“退潮”下，信用收缩通道已然打开，带来的影响不容忽视。影响信用“收缩”的三条逻辑包括：（1）从“加”杠杆到“稳”杠杆，政府行为对信用环境的拉动，趋于减弱；（2）随着“防风险”加强、资管新规过渡期到期，通道产品等的压缩或加速非标融资收缩；（3）地产调控“三条红线”等政策影响。中性情境下，2021 年社融存量增速或将回落至 10%左右。

信用“收缩”与经济“错位”交织，国内经济结构进一步分化，外需强于内需

政策“退潮”下，“稳增长”支撑逻辑将有所减弱，线下消费等疫情冲击板块仍将延续修复。2020 年经济主要支撑逻辑包括，稳增长及其“外溢”效应、外需支撑下出口链景气等。前者以基建、地产、汽车等产业链条为代表，后者以防疫物资、电子等产业链条为代表。2021 年，“稳增长”链条支持力度或减弱，信用“收缩”下产业分化加大；居民收入与线下消费等，前期修复不足、未来弹性可期。

主要经济体的库存周期重启等，将带动全球经济加快修复；外需改善带动的出口机遇，可重点关注服务于美欧生产活动的出口链等。作为全球经济的“火车头”，美国库存周期已经重启；疫苗的大规模推广，会进一步加快全球经济的修复。伴随疫情“错位”影响的消退，出口链的支撑将由订单的“替代效应”驱动，过渡至“需求效应”的支持。服务于美欧生产活动的出口贸易行为等，值得重点关注。风险提示：疫情二次爆发，债务风险加速暴露。

风险提示：疫情二次爆发，债务风险加速暴露。

行业公司

【电子】面板行业景气向上，Mini LED 启动商业化之路——年度投资策略系列五-20201203

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002 | 傅盛盛（分析师）证书编号：S0790520070007

面板景气向上，Mini LED 启动商业化之路，关注相关产业链投资机会

基于赛事备货、三星产能退出和国内新产能爬坡进度因素，我们预计，2021Q1-2021Q3 全球大尺寸 LCD 面板供需将维持紧平衡，面板价格有望保持继续上涨趋势，重点推荐京东方、TCL 科技、深天马。技术逐步成熟、成本下降，Mini LED 开启商业化之路，TCL、小米、康佳等厂商相继发布 Mini LED 背光产品，三星、LG、长虹等预计 2021 年推出此类产品。Mini LED 商业化的启动为整个产业链注入了全新活力，产业链相关公司将因此受益，包括三安光电、华灿光电、国星光电、瑞丰光电、木林森等。

供需错配，面板行业景气度持续向上

供给端，三星、LGD 战略收缩，新产线投产进入尾声，LCD 的供给大幅好转。Samsung Display 预计将于 2021 年 3 月关闭旗下 LCD 产线，LGD 计划于 2021 年底前关停韩国本土的 LCD TV 面板生产线，退出产能预计占全球 13.2%。国内新产线投放进入尾声，后续只有 2021 年华星光电和惠科的两条新产线和 2022 年莱宝高科的新产线，新增产能有限。需求端，经济复苏预期叠加赛事大年刺激 2021 年 TV 消费，Omdia 数据显示，2021 年全球前 15 大电视品牌液晶电视出货量预计同比增长 9%。供需错配，我们预计，2021Q1-2021Q3 全球大尺寸 LCD 面板供需将维持紧平衡，面板价格有望保持继续上涨趋势。2022 年，面板行业供需预计将保持平衡。

技术逐步成熟、成本下降，Mini LED 商业化启动

随着 Mini LED 技术的逐步成熟、成本的下降，终端厂商纷纷导入 Mini LED 背光产品。2020 年 10 月 22 日，TCL 发布了全球首款基于 IGZO 玻璃基板的主动式 Mini-LED 142 寸显示屏，小米、康佳等厂商也已发布 Mini LED 背光产品，三星、LG、长虹等预计 2021 年推出此类产品，集邦咨询预计 2021 年 Mini LED 背光电视将会达到 440 万台，占整体电视市场比重约 2%。平板方面，苹果预计 2021Q1 推出 12.9 寸的 Mini LED 背光 iPad Pro。LEDinside 预计，到 2023 年，Mini LED 背光产品市场规模将超过 10 亿美元。

Mini LED 商业化的开启为整个产业链注入了全新活力

Mini LED 量产在即，设备厂商先行。华腾半导体已推出了全自动测试分选机（HT7600）和全自动编带机（HT6000）；K&S 推出 Mini LED 巨量转移设备 PIXALUX 等等。芯片厂商加速布局 Mini LED，三安光电 Mini LED 芯片已批量供货三星；华灿光电部分 Mini LED 背光芯片已经批量供应群创光电等。封装方面，国内国星光电、木林森、瑞丰光电、聚飞光电、兆驰股份、鸿利智汇等厂商都在积极扩产 Mini LED 产能。

风险提示：韩国三星、LGD 产能退出延期；国内面板新产线爬坡进度提前；面板需求低于预期。Mini LED 商业化进度低于预期。

【农林牧渔】养殖聚焦优质产能，种植把握景气周期——农林牧渔行业 2021 年度投资策略-20201203

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001 | 陈昕晖（联系人）证书编号：S0790120090006

种植链：2021 年国内外粮价有望共振，国内或进入主粮转基因元年。2021 年国内饲料用粮有望大幅增长，国外通胀升温，国内外粮食价格有望迎来共同上涨，同时转基因政策持续推进，国内主粮转基因或进入商业化阶段。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。

生猪养殖：淡化周期，聚焦优质产能。非洲猪瘟爆发后，不同主体间养殖成本分化明显，转型已成为行业共识，但经验的积累需要时间，较长时间维度内绝大多数产能都难以做到低成本养殖，而头部企业凭借前期积累起的丰富经验和学习能力不断迭代自身养殖体系，一直以来低于同行的成本水平也证明了自身，未来竞争优势将长期持续，有望通过出栏的快速扩张，淡化猪价周期性波动提升企业价值，重点推荐成本优势突出的牧原股份，成本持续改善

且产能快速扩张的新希望、正邦科技。

禽养殖：2021 年上游供给仍宽松，一体化延伸趋势明显。2021 年禽链供给量仍将处于历史高位，行业景气度随猪价进入下行区间，重点推荐全产业链一体化企业，熟食转化率高的圣农发展、仙坛股份，港股受益标的凤祥股份。

动物疫苗：养殖后周期加速复苏，看好平台型企业空间。动物疫苗企业核心竞争力在于研发、工艺及服务能力，高品质带来产品定价权，同时随着高致病性疾病领域前端的种毒资质逐步下放到企业，具备研发优势的动保企业有望抢占联苗研发先机，我们看好平台型、技术驱动型企业成长空间，重点推荐科前生物、普莱柯、生物股份。

饲料：猪料整体触底反弹，2021 年将继续受益于猪周期后半程。2021 年生猪补栏将持续，猪料需求将随着育肥料放量全面增长。同时上游原材料价格波动较大，重点关注业务线条全面、采购及配方能力突出的海大集团，建议关注禾丰牧业。

宠物食品："内循环"经济风口，国产品牌迎发展良机。宠物食品领域市场空间大，国内企业在"内循环"经济的背景下，着力发展自身品牌，由代工逐步向打造自主品牌转变，重点关注国内渠道基础扎实，品牌营销体系健全的中宠股份，建议关注佩蒂股份。

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，上市猪企出栏不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【食品饮料：涪陵榨菜(002507.SZ)】做高品类价值，长期空间仍存——公司信息更新报告-20201203

张宇光（分析师）证书编号：S0790520030003 | 方勇（分析师）证书编号：S0790520100003

做高品类价值，长期空间仍存

公司召开临时股东大会，公司管理层就主业发展等情况同与会股东交流，中长期看主业仍有发展空间、2020 年渠道下沉进展良好，原料供应及价格基本平稳。维持 2020-2022 年归母净利 7.4、8.6、10.0 亿元预测，预计 EPS 为 0.94、1.09、1.27 元，分别增 23%、16%、17%，当前股价对应 2020-2022 年 43.6、37.7、32.3 倍 PE，维持"买入"评级。

当下以榨菜主业为主，做高品类价值，未来空间仍可看长

公司管理层认为目前榨菜市场上面临品类老旧、低端化等传统问题。公司多年来通过提价不断提升品类价值，引导行业向好发展，未来公司将继续做高品类价值，我们认为这是一个长期方向，继续强化榨菜与众不同的市场定位。基于榨菜发酵有多种衍生品可供开发，例如豆瓣酱、辣椒酱都是不错选择，但当下仍以榨菜为主继续深挖品类价值，管理层对主业发展充满信心，长期看榨菜仍有发展空间。

渠道下沉进展良好，业绩贡献提升

榨菜主流消费区域仍集中在华南、华东等一线市场及重要省级市场，县级市场人口众多且酱菜消费习惯成熟。2020 年以来完成绝大部分县级市场开发，渠道下沉进一步完善经销体系。县级市场同比销售增长较快，销售占比逐渐提升。

青菜头种植面积增加，原料供应平稳

2020 年年初受疫情影响，青菜头在收割、运输等环节不畅，导致公司青菜头供应紧张。2020 年气候稳定，总体来看全年青菜头种植面积有所提升，预计 2021 年青菜头原料供应平稳、价格整体平稳。因为农产品种植户减少是个长期问题，预计原料价格长期或呈上扬态势，但公司将通过做高产业链价值方式和合作社深入合作等方式保证原料供应。

风险提示：宏观经济波动风险、市场拓展及竞争风险、原料价格波动风险等

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（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