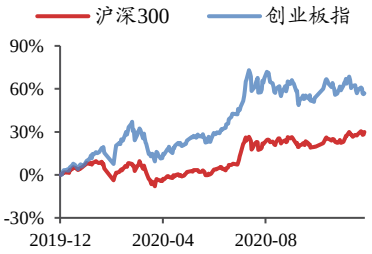
2020 年 11 月 30 日

开源晨会 1130

——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(%)
银行	2.25
农林牧渔	1.87
房地产	1.79
非银金融	1.72
国防军工	1.37

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
通信	-0.87
有色金属	-0.44
公用事业	-0.33
计算机	-0.27
纺织服装	-0.26

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】汇聚“新共识”，重归 ROE——投资策略周报-20201129

【策略】A 股的“新共识”：回归 ROE——2021 年度“新共识”系列（一）——投资策略专题-20201128

【宏观】上游原料制造盈利大幅改善——宏观经济点评-20201127

【宏观】政策回归常态的再确认——宏观经济点评-20201126

【中小盘专题】转板上市制度明确，打通精选层至 A 股上市通道——中小盘 IPO 专题-20201129

【固定收益】紫外固化和电子化学品龙头——飞凯转债申购价值分析——事件点评-20201126

行业公司

【传媒】“长视频破圈+顺周期”，不确定中的相对确定——行业周报-20201129

【石油化工】油价创九个月新高，长丝市场交投氛围活跃——行业周报-20201129

【非银金融】顺周期延续，看好低估值非银板块跨年行情——非银金融行业周报-20201129

【食品饮料】洋河产品升级换代，未来趋势乐观展望——行业周报-20201129

【电子】集成电路景气回暖，国产替代趋势加快——行业投资策略-20201129

【化工】后疫情时代我国化工龙头抗风险能力显著，继续布局顺周期——化工行业周报-20201129

【化工】C919 有望 2021 年启动量产，关注航空材料供应商昊华科技——新材料行业周报-20201129

【商业贸易】社区团购赛道火热，互联网巨头继续加码——商贸零售行业周报-20201129

【农林牧渔】进口肉新冠频繁检出，冻品检疫进入新常态——行业周报-20201128

【煤炭开采】供暖季动力煤价维持高位，继续看好煤炭股顺周期行情——行业周报-20201128

【农林牧渔】养殖聚焦优质产能，种植把握景气周期——2021 年度行业投资策略-20201128

【纺织服装：波司登(03998.HK)】直营高增长+毛利率提升带动上半财年业绩超预期——港股公司信息更新报告-20201129

【医药：昌红科技(300151.SZ)】可转债募集资金支持产线扩张，订单增速超预期——公司信息更新报告-20201129

【非银：中国太保(601601.SH)】打造全能保险公司，聚焦个险提升价值——中国太保首次覆盖报告-20201127

【房地产：金科服务(09666.HK)】规模与品质兼具，高成长风采瞩目——港股公司首次覆盖报告-20201127

【房地产：永升生活服务(01995.HK)】多轮驱动规模成长，定位智慧城市服务商

研报摘要

总量研究

【策略】汇聚“新共识”，重归 ROE——投资策略周报-20201129

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044| 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

11 月以来低估值涨幅逐步占优背后：“还旧账”正在发生

11 月以来低估值标的涨幅逐步占优，近期高 ROE 组合出现占优迹象。我们在此前报告中提到：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”将在接下来的一段时间内由 ROE 的提升与收益率的降低进行同时消化，即“还旧账”。而当下，“还旧账”的现象可能正在发生。顺周期板块由于：1）低 PB+高 ROE 的标的数量占比相对较高；2）低 ROE 且 ROE 预期边际改善的标的多为低估值标的，在配置上具有较高的性价比，将成为机构下一阶段的主要进攻方向。

机构持仓的 PB/ROE 视角：顺周期将成当下配置最优解

对于主动偏股公募而言，我们同样发现了整体收益向持仓 ROE 长期回归的特征，且短期同样存在“还旧账”的现象。前 50 重仓股较高的 ROE 是公募基金取得长期回报的源泉。2008 年以来，主动偏股基金前 50 重仓股 4 次较大幅度的估值下行期，与前 50 重仓股 ROE/PB 之比逐步提升期、“还旧账”期是相一致的，而此时前 50 重仓股持仓 ROE 往往会提升或维持高位，即公募基金在“还旧账”时期往往倾向于积极寻找高 PB/ROE 匹配度的资产以对冲估值下行带来的压力。考虑到：1）2019-2020 年主动偏股基金大幅跑赢持仓组合 ROE；2）2021 年流动性收紧，估值承压。寻找更具性价比（高 ROE、低 PB）的资产是当下主动偏股公募的主要目标，实际上，当下具有估值优势且高 ROE 或预期 ROE 提升的资产广泛出现在顺周期板块中，顺周期将成当下机构配置困局的最优解：顺周期中符合上述特征的板块将成为机构下一阶段的进攻方向，更会成为重仓方向。

部分可选消费或已透支

A 股 2014 年以前的“行业轮动”框架让投资者有了过热+信用收缩早期会出现“周期搭台，成长唱戏”的错觉。而最近一轮复苏（2016-2018 年）指示，由于周期板块机会开始对基本面滞后反应，复苏初期定价并不充分，未来只要贷款余额同比或者社融存量同比中有一个仍处于上升阶段，则金融周期板块相比于成长而言均占优。如果基准假设是信贷收缩的节奏和斜率均是缓慢的，则过早地“抢跑”信用收缩反而会错过金融+周期弹性最大的阶段，投资者更应该关注的是在未来估值压力下行业自身的 ROE 弹性，需注意食品饮料等板块近期的抢跑是否透支了未来收益。我们以历史上宏观环境相似期的市场表现与当下作对比，目前大部分顺周期行业相对表现较弱，部分可选消费抢跑严重。

回归 ROE：金融周期占优

高 ROE 与低 PB 是“还账时刻”的配置方向，而周期板块则为最优解。我们最看重三条主线：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复，最适合不喜“追涨”的投资者：金融（银行、保险、房地产）。（2）把握国内经济动能切换下制造业复苏的投资机会：化工（大炼化、钛白粉）、集运、机械设备、家电、造纸。（3）通胀交易处在预期抢跑阶段，未来将“高波动高弹性”，可以布局：有色（铜、铝），煤炭（焦煤），油服。

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

【策略】A 股的“新共识”：回归 ROE——2021 年度“新共识”系列（一）——投资策略专题-20201128

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001| 方智勇（联系人）证书编号：S0790120040049

2021 的命题：市场回报向 ROE 回归

无论是高增长的企业还是低增长的企业，收益来源都是资产为股东赢得回报的能力：二级市场持有人的回报长期看应该等于股东回报。历史上可测区间内美股、A 股的长期年化收益率与长期年化 ROE 呈现匹配关系。以年为刻度，Wind 全 A 收益率跑赢自身 ROE 超过 2 年后都会面临“还账时刻”：即未来 1 年以上收益率将跑输 ROE。2019-2020 年万得全 A 股票回报将大幅跑赢 ROE，如果投资者无法对 2021 年的流动性和政策环境给出强于当下的假设，那需要承认估值将呈现负贡献。基于盈利 ROE 水平的不同预测，Wind 全 A、沪深 300、创业板综指的预期收益率会分别落在[6.37%，8.65%]、[8.15%，9.22%]、[-10.91%，-8.77%]。

行业的 ROE 回归：金融有修复，消费、科技有压力，周期无咎

如果站在行业的角度来看，我们也会发现类似的长期回报向 ROE 回归的特征。值得关注的是不同行业之间匹配程度差异较大。有些行业由于其“好赛道”的标签天生地年化回报要略高于 ROE，而有些行业则由于长期不被看好，其年化回报与 ROE 之间存在“屏障”，但即使考虑到长期存在的偏离，当前收益率与 ROE 之间的偏离也有修正的需求。站在这个视角，就能理解投资者记忆深刻的 2013 年与 2017 年：TMT 在 2011-2012 收益率并未跑过 ROE，而 2013 迎来了盈利的高景气；2014-2016 中食品饮料与家电的 ROE 与收益率之间未有“欠账”，才迎来了景气回升下的龙马行情。脱离“底层逻辑”去归纳“经济复苏”买白酒，指数没机会买科技，无疑于刻舟求剑。明年大类板块来看，金融板块将享受收益率回归 ROE 的修复，而周期面对估值压力很小，消费和科技都面临较大压力。其中食品饮料和电子 ROE 的顺周期弹性强弱将决定板块正收益是否仍能延续。

个股层面：过度“拥抱未来”可能不是“时间的朋友”

2009 年至今上市公司作为统计，个股回报率与 ROE 整体呈现拟合状态，年化收益率偏离度在 10%以内的超过 84.42%。其中真正长期收益率能够大幅跑赢 ROE 的公司只有 7 家，均为优质白马，占比 0.47%。这背后的历史经验是：如果允许组合中长期存在收益率跑赢 ROE 的资产，胜率角度看可能并非“时间的朋友”。

“新共识”下的预期收益率

2021 年开启之际，长期收益来源的“历史观”应该作为投资者审视过去和展望未来的逻辑起点，这将成为市场的“新共识”。从这个意义出发，市场的风险和收益将被重塑，三种偏离度假设下估值有修复可能的行业是：房地产、建筑装饰、农林牧渔、纺织服装、公用事业、钢铁、商业贸易、银行、通信、轻工制造以及石油化工。上述行业景气度变化是性价比挖掘工作的重点。

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

【宏观】上游原料制造盈利大幅改善——宏观经济点评-20201127

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

规模以上工企利润增速大幅跳升，上游采矿业和原材料制造业改善较为显著

10 月工企利润增速跳升 18.1 个百分点，受基数、投资收益等因素的扰动。10 月，全国规模以上工企利润同比增长 28.2%、跳升 18.1 个百分点，创下 2017 年以来单月增速新高。1-10 月累计，利润同比增长 0.7%、增速提高 3.1 个百分点，实现由负转正。当月利润增速的跳升，受到 2019 年同期基数较低、投资收益增加等因素影响。剔除短期非经营因素影响后，10 月利润同比增速与上月大体相当。

大类行业利润增速均有改善，但表现分化明显；其中，采矿业利润降幅显著收窄，上游制造业利润增速大幅跳升。10 月，采矿、制造、电力等行业推算当月利润增速分别为-7.9%、31.3%、36.7%，增速分别较 9 月提高 22.3、16.7 和 21.2 个百分点。其中，前期对工业利润拖累较大的采矿业，10 月利润改善显著、环比提高 22.5%；上游制造利润增长约 100%、增速大幅跳升，中下游制造利润增速较低。

上游原材料生产行业的盈利改善，受需求提振、基数支撑等多因素共同影响

煤炭、钢铁、化工、化纤等行业盈利边际改善显著，或受投资赶工、外需提振等需求拉动。分行业来看，化工、化纤、橡胶和塑料等上游原材料制造业利润大幅增长，化工贡献了当月工业利润同比增量的 44%；煤炭、钢铁行业利润增速也分别提高 25 和 21.7 个百分点。近两月，基建和房地产投资加快赶工、外需也持续向好；工业生产保持景气，对上游原材料需求旺盛，相关行业生产盈利同步改善。

部分上游和中游制造业的利润改善，还受到基数支撑、投资收益增加等非经营性因素影响。2019 年同期，在环保限产政策等约束下，钢铁、化工等上游行业生产经营普遍受限、基数走低，对本月数据形成一定支撑。此外，汽车、电子和电力等行业利润、增加值等增速均有所回落，利润改善或更多受投资收益等因素贡献。

工企营收延续上行，上游制造业改善明显；库存处于相对高位，重回去库通道

工企营业收入延续上行，其中中游制造业营收维持高位、上游制造业营收改善明显。10 月，规模以上工企营收增长 7.0%，较上月提高 0.1 个百分点，延续上行趋势。其中，中游制造业增长 10.7%、回落 2 个百分点，保持了 2 季度以来的 2 位数高增长；上游增长 5.6%、提高 2.8 个百分点，改善较为明显。10 月投资和生产的较高景气，及 2019 年同期的低基数，对上游原材料制造业营收形成提振。

工业库存处于相对高位、重回去库通道；在需求修复背景下，库存周转情况继续好转。10 月工业产成品库存同比增长 6.9%，仍处于相对高位；增速较上月下降 1.3 个百分点，重回去库通道。产成品周转天数 18.8 天、同比增加 1.5 天，增幅较 9 月继续收窄。10 月库存销售比为 53.5%、同比下降 0.6 个百分点、年内首次同比回落。总体来看，需求持续修复、库存高位去化，总库存周转进一步加快。

重申观点：经济修复最快阶段或已过去，经济结构特征大于总量表现，重点关注外贸链、服务消费链上的部分行业需求改善逻辑。中期来看，年底前后可能逐步进入信用“收缩”通道。转型框架下，总量缺少弹性，关注结构特征的投资指引。

风险提示：宏观经济或监管政策出现超预期变化。

【宏观】政策回归常态的再确认——宏观经济点评-20201126

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004

央行对国内经济研判偏乐观、重提防范国际金融风险，重视物价预期变化

报告对国内经济研判偏乐观、认为全球经济复苏进程的不稳定性不确定性较大，重提防范国际金融风险。报告认为，供给基本恢复、需求加速改善，经济继续高质量发展具有多方面优势和条件；全球经济复苏进程仍面临较大不确定性，债务攀升、财政可持续和极度宽松货币政策溢出效应等因素，可能加大金融不稳定性。

物价短期仍可能受供给干扰，预期变化或阶段性引起政策关注。报告认为供给端冲击还面临不确定性、但不存在长期通胀或通缩的基础，重视预期管理。我们预计，2021 年或出现温和通胀，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而消费修复支持核心 CPI 逐季回升；内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长。

政策基调基本延续近期表态，尽可能长时间实施正常货币政策，防范化解风险

政策基调基本延续近期表态，尽可能长时间实施正常货币政策。报告中“不让市场缺钱，又坚决不搞‘大水漫灌’，不让市场的钱溢出来”，“尽可能长时间实施正常货币政策，保持宏观杠杆率基本稳定”，基本延续近期领导讲话要点；首次提出“根据宏观形势和市场需要”，科学把握货币政策操作的力度、节奏和重点。

操作层面，把好货币供应总闸门，加快健全金融风险处置责任体系等。历史上，“总闸门”多出现在杠杆率大幅抬升、政策对防风险重视度提升的阶段。当前实体杠杆的抬升，进一步压制经济行为和加速债务风险暴露；政策重心转向调结构、防风险，强调完善债券违约风险防范和处置机制等。此外，报告还首次提及“形成金融、科技和

产业良性循环和三角互动”、推动供应链金融规范发展和创新。

专栏介绍央行报表与货币供应关系、汇率等；贷款利率回升，超储率持续低位

专栏 1 指出不宜简单根据央行报表、货币乘数变化来衡量货币政策效果，专栏 4 强调市场化的汇率有助于提高货币政策自主性。报告共写了 4 个专栏，专栏 2 和 4 主要介绍了货币政策工具、宏观政策对经济的支持效果；专栏 1 阐释央行报表、货币乘数与 M2 变化并无必然逻辑关系，专栏 4 强调坚持汇率形成机制市场化。

企业和居民贷款加权平均利率均有所上升，超储率继续低位。9 月，贷款加权平均利率 5.12%，较 6 月提高 0.06 个百分点。其中，一般贷款和个人住房贷款加权平均利率分别为 5.31%和 5.36%，分别 6 月提高 0.05 个百分点和回落 0.06 个百分点。9 月超额准备金率 1.6%、与 6 月持平，较 2019 年同期回落 0.2 个百分点。

风险提示：海外疫情加速恶化，金融风险累积导致政策出现调整。

【中小盘专题】转板上市制度明确，打通精选层至 A 股上市通道——中小盘 IPO 专题-20201129

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

精选层公司转板上市规定出台，多层次资本市场互联互通机制进一步完善

2020 年 11 月 27 日，上交所和深交所分别发布《全国中小企业股份转让系统挂牌公司向上海证券交易所科创板转板上市办法（试行）（征求意见稿）》和《深圳证券交易所关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司向创业板转板上市办法（试行）（征求意见稿）》（以下统称《转板上市办法》）。《转板上市办法》在现行注册制制度的基础上，结合转板公司特点，在转板上市条件、审核程序以及各类衔接制度等方面作出了全面规定。这意味着新三板精选层公司转板上市的具体实施路径得到了明确。转板制度的落实，对于进一步打开优质中小企业成长空间、更好发挥新三板承上启下功能、完善多层次资本市场互联互通机制具有重要意义。

转板上市门槛并未降低，转板科创板上市难度明显高于创业板

此次《转板上市办法》最为重要的内容，便是明确了新三板公司转板至科创板或创业板上市的条件。首先，新三板公司须在精选层持续挂牌一年以上。其次，申请转板的公司需要相应满足科创板或创业板现行的上市市值与财务指标等发行条件。另外，申请转板的公司同样需要符合科创板或创业板定位。最后，为了保障转板公司的公众性，《转板上市办法》要求转板公司股东人数不低于 1000 人，且在规定期间内股票累计成交量不低于 1000 万股。我们对目前已挂牌的 36 家精选层公司进行梳理后发现，其中共有 18 家/33 家公司满足转板科创板/创业板的市值与财务指标。若结合股东人数和成交股数指标，这一数字分别为 16 家和 30 家。若考虑转板上市同时需要符合科创板定位（即科创属性评价的“3+5”指标）或创业板定位（即行业负面清单），则精选层公司转板科创板的难度显著高于转板至创业板。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。综合而言，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。

各板块高效衔接，转板或成精选层公司实现 A 股上市最有效途径

为了更好地促进不同市场间的互联互通，《转板上市办法》还优化了转板审核程序、明确了上市衔接安排。例如：（1）考虑到精选层公司已经历公开发行，《转板上市办法》将交易所审核期限与公司回复问询期限从首次公开发行的 3 个月均缩短至 2 个月，审核效率进一步提高。（2）为了更好地实现转板上市的衔接，《转板上市办法》还明确了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）股份限售的衔接方面，考虑到转板公司在精选层挂牌之前以及在精选层挂牌期间分别至少已执行一年的限售期，因此精选层转板上市后，控股股东、实际控制人以及董监高的限售期设置为 12 个月。根据上述规定，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。综上所述，《转板上市办法》一方面通过严格的准入门槛保障科创板和创业板的质量，另一方面通过提高审核效率、完善衔接安排，使转板上市成为精选层公司实现 A 股上市的更有效途径，从而成功地打通了多层次资本市场的互联互通。

风险提示：政策变动风险、流动性风险等。

【固定收益】紫外固化和电子化学品龙头——飞凯转债申购价值分析——事件点评-20201126

杨为敦（分析师）证书编号：S0790520050002 | 孟子君（联系人）证书编号：S0790120070014

紫外固化和电子化学品龙头

公司主营业务为高科技制造领域适用的紫外固化材料及电子化学材料等材料的研究、生产和销售。2019 年年报显示，公司电子化学材料业务收入占总营收的 67.95%，紫外固化材料业务占比 26.08%。2020 年三季报显示，公司实现营业收入 13.45 亿元，同比上升 20.95%；归母净利润 1.70 亿元，同比下降 8.05%。公司的增收不增利，主要系我国 5G 建设对光纤光缆行业的需求推动滞后，同时在疫情下公司产品下游光缆与面板价格低迷，公司为确保行业优势地位与抢占市场份额，在销售端采取积极的以价换量策略，导致产品的毛利率有所下滑。

5G 放量提振光纤需求，半导体产业景气度高

公司紫外固化光纤光缆涂覆材料的需求主要来自于光纤光缆生产企业，三大运营商今年资本开支合计 3348 亿元，同比上涨 11.64%，用于 5G 建设的计划资本开支合计达到 1083 亿元，同比上升 162.86%，5G 建设规模的扩大与 5G 用户带来的流量驱动有望提升光纤行业景气度。半导体材料主要应用于集成电路产业，2019 年我国集成电路产业销售额为 7562.3 亿元，同比上涨 15.8%；2020H1 我国集成电路产业销售额为 3539 亿元，同比上升 16.1%。在我国集成电路行业近年高速成长的驱动下，公司的电子化学材料业务版块有望持续受益。

预计上市价格中枢约 113.39 元

参考相近行业、相似评级的司尔转债（评级 AA、规模 8 亿元，平价 99.84 元对应转债价格 113.4，转股溢价率 13.59%）、湖盐转债（评级 AA、规模 7.2 亿元，平价 94.39 元对应转债价格 109.62，转股溢价率 16.13%）。综上，我们预计上市首日转股溢价率在 13%-17%区间，价格 111.42-115.37 元，价格中枢 113.39 元。

预计中签率约 0.0052%，建议积极申购

飞凯材料的第一大股东为飞凯控股有限公司，持股比例为 33.46%。前十大股东合计持股 55.88%，股权结构较集中。假设原股东有 55%参与配售，则预计获配 4.5375 亿元面值转债，留给市场的规模为 3.7125 亿元。假设飞凯转债网上申购 717 万户，按照打满计算中签率在 0.0052%左右，建议积极申购。

风险提示：5G 建设对光纤光缆行业需求的拉动不及预期；下游液晶面板价格持续低迷；半导体材料需求显著下滑

行业公司

【传媒】“长视频破圈+顺周期”，不确定中的相对确定——行业周报-20201129

方光照（分析师）证书编号：S0790520030004 | 陈俊希（分析师）证书编号：S0790520080002 | 余倩莹（联系人）证书编号：S0790120040010

持续关注内容及用户粘性高的长视频平台破圈机会

长视频平台 A 股龙头公司芒果超媒近期有所调整，或出于市场对其短期业绩的担忧，在经历了爆款综艺《乘风破浪的姐姐》拉动下流量和会员的快速增长后，Q4 作为互联网娱乐的传统淡季，我们建议当前更应关注芒果超媒后续剧集出圈及电商业务进展，2021 年季风剧场剧集的全面上线或通过内容出圈驱动男性用户增长；近期“大芒计划”公众号推出，加大对内容创作者的培养激励，加之芒果超媒的内容积淀及明星资源优势，“小芒电商”或走出“长短视频+直播+电商”的差异化道路，在芒果系持续导流赋能下，变现前景值得期待。另一家上市视频平台哔哩哔哩的用户持续出圈，Q4 在 S10 和跨年晚会拉动下，大会员及广告收入有望延续高增长。我们维持此前的观点，

建议积极关注内容及用户粘性高的长视频平台持续破圈带来的机会，重点推荐芒果超媒，受益标的包括哔哩哔哩。

梯媒龙头顺周期逻辑有望不断得到业绩验证

梯媒龙头分众传媒“双 11”之后的近两周刊挂率或有所回落，但随着“双 12”临近，刊挂率有望再度回升；2020 年下半年以来在线教育、在线医疗、IT 通讯等行业广告投放持续释放，而消费品广告投放持续稳定，加之年底年框签订或迎来提价，顺周期复苏逻辑有望在 2020Q4 及 2021Q1 业绩得到持续验证；随着电影行业的复苏，其影院广告业务也有望在 2021 年迎来明显修复；另外，分众传媒电梯海报占据住宅电梯这一重要的社区电商线下入口，其在社区团购领域或与阿里巴巴产生更多协同，当前战略价值或被低估，值得重点关注。

积极把握电影和体育板块优质公司业绩触底反转机会

电影方面，随着《紧急救援》宣布提档至 2020 年 12 月 18 日，头部新片逐步进入供给释放期，贺岁档和 2021 年春节档有望再次迎来票房明显修复，内容出品方及院线公司业绩底部反转的确定性增强。体育方面，近日四川省体育局提出“成都有意与重庆联合申办 2032 年夏季奥运会”，再次体现政策层面对于体育产业的支持；受到疫情影响，大赛产业链相关公司 2020 年业绩或处于底部，但随着足球、网球等多项赛事 2020 年下半年在防疫基础上开展，积累了一定经验，我们判断已延期至 2021 年的东京奥运会、欧洲杯、美洲杯等大赛再度延期或取消的概率较小，从事体育营销、版权运营等大赛产业链相关业务的公司业绩有望迎来反转。我们再次强调基于顺周期复苏视角，布局处于业绩底部、2021 年有望反转的电影及体育板块优质公司，电影受益公司包括万达电影、华谊兄弟、光线传媒、中国电影、上海电影、横店影视、金逸影视，体育受益公司包括当代文体、视觉中国、金陵体育、星辉娱乐、共创草坪等。

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；视频平台格局变化受到多方面因素影响；2021 年体育大赛仍有可能无法正常进行。

【石油化工】油价创九个月新高，长丝市场交投氛围活跃——行业周报-20201129

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

油价创九个月新高，长丝市场交投氛围活跃

截止上周五（11 月 27 日），Brent 油价为 48.27 美元/桶，较上上周（2020.11.16-11.20）上涨 3.03 美元/桶；WTI 油价为 45.58 美元/桶，较上上周（2020.11.16-11.20）上涨 3.18 美元/桶，两市均创下 3 月 6 日以来新高，周线四连阳。疫苗利好消息持续释放，接种有望最早在 12 月展开，激发对于石油需求迅速回升的预期；美国原油库存超预期录得减少，美国政府开启有序交接，不确定性因素消除；OPEC+料将讨论推迟增产计划，多方利好强化了石油需求提振的预期，后续仍需关注疫情控制情况与 11 月 31 日 OPEC+部长级会议；聚酯方面，双原料 PTA 与乙二醇价格上涨，对下游交投氛围形成利好提振，产销放量，主流大厂产销在 150%-230%，去库情况良好，但成本压力上升，上周（2020.11.23-11.27）长丝价差缩窄 15.80%；天然气方面，随雨雪天气增加气温急速下降，管道天然气用量增加，另道路通畅运输正常，LNG 加气站车用需求增加，因而推涨 LNG 行情止跌反弹。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。

原油库存减少&供需改善，多方利好消除不确定性因素

供给增加：根据 EIA 最新数据，11 月 20 日当周美国原油产量为 1100 万桶/天，周环比增加 10 万桶/天；根据 Baker Hughes 最新数据，11 月 27 日当周美国活跃钻井数 320 台，周环比增加 10 台；库存减少：11 月 20 日当周美国油品总库存为 13.54 亿桶，周环比减少 107 桶，其中商业原油库存为 4.89 亿桶，周环比减少 75 桶；需求承压：11 月 20 日当周美国炼厂原油加工能力为 1862 万桶/天，与上上周（2020.11.16-11.20）持平；炼厂开工率为 78.7%，周环比上升 1.3%；美国油品消费量为 1916 万桶/天，周环比减少 41 万桶/天疫苗进展顺利：英国制药公司阿斯利康表示，其新冠疫苗有效率有望升至 90%，这给全球带来对抗新冠病毒的第三件新武器。之前辉瑞/BioNTech 以及

Moderna 也公布了利好的疫苗试验数据。疫苗前景总体向好，激发对于石油需求迅速回升的希望。白宫平稳交接：在美国总统特朗普周一允许官员推进向当选总统拜登的权力交接后，拜登将可接收到情报简报，他的过渡团队也将获得联邦资金。市场围绕美国总统大选争议的不确定性开始消除。OPEC+料推迟增产：尽管油价上涨，但 OPEC+仍倾向于推迟 2021 年的石油增产计划，以在第二波新冠疫情和利比亚产量上升期间支撑市场。

长丝市场交投氛围活跃，气温骤降 LNG 止跌反弹

长丝市场氛围提振：双原料 PTA 与乙二醇价格上涨，下游交投氛围提振，产销放量，主流大厂产销在 150%-230%，部分工厂产销可达到 500%，去库情况良好，但成本压力上升。价差方面，上周（2020.11.23-11.27）PX-石脑油价差扩大 1.02%；PTA-PX 价差缩小 1.81%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 15.80%，双原料走势震荡偏强挤压价差。气温骤降 LNG 止跌反弹：随雨雪天气增加气温急速下降，管道天然气用量增加，另道路通畅运输正常，LNG 加气站车用需求增加，因而推涨 LNG 行情止跌反弹。华东地区（山东）市场价上调 10 元至 3980 元/吨，华北地区（河北）市场价上调 10 元至 3650 元/吨，内蒙地区上调 10 元/吨至 3350 元/吨。

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。

【非银金融】顺周期延续，看好低估值非银板块跨年行情——非银金融行业周报-20201129

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

周观点：顺周期延续，看好低估值非银板块跨年行情

我们继续看好保险开门红保费改善，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，看好保险股估值修复行情。信用债风波对券商板块风险偏好有所压制，上周（2020.11.23-11.27）信用债风险呈现收敛态势，头部券商估值已回落至历史中枢下方，后续政策利好有望延续，看好券商板块跨年行情机会。

保险：资产负债两端受益经济复苏，继续看好保险板块机会

1）上市险企积极推进 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，预计龙头险企 2021Q1 新单保费和 NBV 增速有望+15%至+20%。2）经济复苏延续在资产和负债两端利好保险，资产端看，经济复苏利于长端利率上行，目前十年期国债利率站上 3.3%；经济复苏有利于保险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：信用债风险缓解，看好券商板块跨年行情

1）上周（2020.11.23-11.27）信用债风险明显改善，政策面看，新三板转办规则征求意见稿出台，精选层挂牌一年且符合相关条件的新三板公司可以申请转板至科创板或创业板，目前精选层公司有 35 家，2021 年 7 月后部分公司有望实现转板。2）展望 2021 年，全面注册制推行、引入中长期资金、退市制度和提升上市公司质量等方面是政策重点，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 继续上行。3）经济复苏预期延续，头部券商估值已低于历史中枢，顺周期行情下继续看好券商板块跨年机会，继续推荐国金证券和东方财富，受益标的兴业证券，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，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。

【食品饮料】洋河产品升级换代，未来趋势乐观展望——行业周报-20201129

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：核心单品接力升级，成功经验逐步复制

洋河股份市场秩序维持良好，产品价格稳中有升。公司渠道结构调整基本到位，省内外库存已经维持在较低水平。两大调整中的单品：洋河 M6+包装、容量、品质等得到消费者和渠道认可，目前回款顺利，发展势头良好。公司多方面核心资源，估计 M6+在全国范围战略性占位成功概率较高，年内 M6+仍处在招商铺市初步阶段，预计 2021 年将进入快速发展期。洋河梦 3 水晶版本近期上市，市场对水晶梦 3 认可度较高。洋河水晶 M3 终端定价 450，终端利润高于竞品，叠加消费者基础较好，有水晶 M3 配额的终端动力较强，而且没有配额但认可洋河调整方式的终端也会积极调货，新品趋势向上。目前省内海之蓝、天之蓝虽销量仍有下滑，但价格较以往有所回升，我们估计 2021 年海之蓝、天之蓝可能同样采取升级换装方式进行调整。核心单品接力升级，成功经验逐步复制，未来洋河可做乐观展望。往 2021 年展望，低库存叠加春节时间错配，一季度开门红概率大。且公司公告回购基本完成，2021 年股权激励或员工持股落地概率较大，可能对股价形成催化。

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，争取全年目标达成。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：食品饮料跑输大盘

11 月 23 日-11 月 27 日，食品饮料指数跌幅为 1.5%，一级子行业排名第 18，跑输沪深 300 约 2.3 pct，子行业中白酒（-0.4%）、调味发酵品（-1.8%）、啤酒（-1.9%）相对领先。个股方面，顺鑫农业、ST 加加、香飘飘等涨幅领先；青青稞酒、泉阳泉、绝味食品等跌幅居前。

重点新闻：大豪科技将收购北京红星股份

大豪科技将向北京京泰投资管理中心以发行股份的方式，购买其持有的北京红星股份有限公司 45%股份；同时拟非公开发行股份募集配套资金。公告显示，大豪科技将直接和间接持有红星股份 100%的股份。这意味着本次资产重组如果顺利完成，“红星二锅头”将成为上市公司大豪科技的核心资产（来源于微酒）。

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。

【电子】集成电路景气回暖，国产替代趋势加快——行业投资策略-20201129

刘翔（分析师）证书编号：S0790520070002| 罗通（联系人）证书编号：S0790120070043| 曹旭辰（联系人）证书编号：S0790120080019

芯片设计：下游需求预将回暖，集成化趋势持续推进

根据 SIA 和 PWC 预测，2021 年将是下一半导体市场上行周期的开端，且消费电子、汽车和工业将是景气度最高的赛道。从数字芯片来看，存储芯片价格承压已持续 7 个季度，而 2020Q2-Q3 存储设备资本支出的提升反映出存储厂商对存储芯片未来需求的看好；CIS 芯片市场在 2021 年预将再度扩张，且 CIS 芯片呈现出较明显的算力提升和数模混合趋势；随着物联网产品的发展和技术的长期沉淀，主芯片厂商呈现出 SoC 化加深和产品出海的趋势。从模拟芯片来看，通讯、工业和汽车赛道的市场空间占比持续提升，使得深耕于高端信号链厂商的长期价值更为凸显；受益于泛工业终端厂商的国产化替代加快，国产电源链厂商迎来由消费电子级向工业通讯级跃迁的历史机遇。

晶圆制造中先进制程未来必定依赖代工模式，前景可期

受益于下游 5G 发展影响，以物联网为代表的新需求所带动的如云计算、人工智能、大数据等新应用的兴起，半导体行业景气度回升，集成电路是半导体最大版块，晶圆制造是集成电路产业链核心环节，景气度预计仍将保持高位。半导体制造分为 IDM 模式与晶圆代工模式，集成电路因随着制程提升，对资本要求大大提升，未来必定为代工模式。代工模式目前集中度较高，且具有较高的壁垒，未来集中度将进一步提高。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

封测厂目前景气度维持高位，封测作为晶圆制造的后续流程，由于晶圆代工厂订单饱满，产能满载，部分晶圆厂订单已经排到 2021 年中，封测 2021 年预计也将保持高景气度。封测是国内集成电路与国外差距最小环节，国内封测公司龙头已在全球占据较高份额，同时积极布局先进封装，顺应行业发展趋势，增长潜力巨大。建议关注国内封测龙头：长电科技、通富微电、华天科技。

中美摩擦带来机遇，半导体设备及材料面临国产替代良机

半导体设备：“一代工艺，一代设备”，半导体设备具有较高的技术要求与壁垒。目前半导体设备行业龙头仍以欧美厂商为主，但由于中美贸易摩擦，国内公司放开设备产品验证窗口，给予国内公司较大机会，同时随着制程进一步提高，步骤数量占比较高的刻蚀、清洗等设备的需求数量将会进一步提升，带来更多的机会。受益标的：北方华创、中微公司、至纯科技、华峰测控。

半导体材料：半导体材料贯穿半导体制造的每个环节，目前市场仍主要被国外公司占领，但国内公司积极发力，目前部分材料技术水平已达国际标准，如靶材、电子特气等，市场空间巨大，国产替代趋势明显，受益标的：立昂微、江丰电子、华特气体、金宏气体、晶瑞股份、安集科技。

风险提示：疫情加剧影响行业景气度，行业竞争加剧，中美贸易摩擦加剧风险。

【化工】后疫情时代我国化工龙头抗风险能力显著，继续布局顺周期——化工行业周报-20201129

金益腾（分析师）证书编号：S0790520020002 | 张晓锋（联系人）证书编号：S0790120080059 | 张玮航（联系人）证书编号：S0790119120025

上周（2020.11.23-11.27）行业观点：我国化工龙头抗风险能力显著，继续看好顺周期化工子行业

油价波动、后疫情时代开启，我国龙头化工企业均体现出明显的抗风险能力，建议继续布局顺周期子行业龙头。2020 年以来，在低油价、NCP 疫情蔓延、北美飓风天气持续影响销售和盈利能力的背景下，国外炼厂已遭受重创。然而，“后疫情时代”，我国经济率先实现“V 形”反转，2020 年以来，在世界宏观经济环境变化、油价剧烈波动下，我国龙头化工企业均已体现出显著、持续的抗风险能力。自 7 月以来，国内终端需求边际改善、经济大幅复苏、流动性边际收紧，且国内疫情的控制比海外更好，我国 A 股市场风格已显著切换至“顺周期”资产，而且正在随着我国经济复苏的深化而逐步推进。据海关总署数据，中国 1-10 月原油进口同比增长 10.6%至 4.59 亿吨，在国内经济持续复苏、汽车销量大幅增长、近期人民币兑美元升到“6.5 时代”以及石油战略储备增加背景下，我们预计国内原油进口量有望持续攀升。现阶段，我国正在推动形成的以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局对未来经济的推动作用。在严峻的国际形势和疫情形势下，中国石油和化学工业在面临着重大历史机遇的同时也肩负着重大历史责任。未来我国石油和化学工业将有望实现由大国向强国跨越，我们坚定看好中国将有望重构全球化工及石化产业链、供应链和价值链。站在当前时点上，市场流动性和风险偏好已经有所变化，我们继续坚定看好顺周期、涨价、低库存品种及子行业龙头，更看重个股的绝对估值的安全性和业绩改善的确定性，建议把握海内外产品需求边际持续改善、行业产能继续向头部集中、龙头成长性突出的细分化工子行业的周期反转机遇，建议继续关注顺周期、涨价、低库存品种：有机硅、钛白粉、PC、PVC、环氧丙烷、粘胶、氨纶等，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；【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】鲁西化工、新

凤鸣。

上周（2020.11.23-11.27）行业要闻：万华化学公布 12 月挂牌价，宁波二期 80 万吨装置或将检修 25 天

【万华化学】公司发布公告，自 2020 年 12 月份开始，万华化学中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 25000 元/吨、直销市场挂牌价 25000 元/吨；纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨，同 11 月份相比无变动；此外，据公司公告，宁波二期 80 万吨装置将于 12 月 15 日开始停产检修，预计检修 25 天左右。

此外，恒力集团两大聚酯新材料项目签约落地苏州；华谊集团钦州二期项目 30 万吨/年烧碱装置和 40 万吨/年聚氯乙烯装置开工建设；赛得利年产 50 万吨莱赛尔纤维项目在常州开工建设；洛阳丰瑞氟业三个萤石矿项目环评公示；云天化与多氟多共同成立合资公司，提升氟资源产业链价值；兴发集团旗下兴力电子目前在建 1.5 万吨/年电子级氢氟酸产能预计将于 2021 年 2 月份投入试运行。

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。

【化工】C919 有望 2021 年启动量产，关注航空材料供应商昊华科技——新材料行业周报-20201129

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

上周（2020.11.23-11.27）行情回顾

截至上周五（11 月 27 日），上证综指收于 3408.31 点，较上上周五（11 月 20 日）的 3377.73 点上涨 0.91%；创业板指报 2618.99 点，较上上周五下跌 1.8%。新材料指数报 3473.53 点，较上上周五下跌 0.54%，跑赢创业板指 1.26%；半导体材料指数报 1757.55 点，较上上周五上涨 0.17%，跑赢创业板指 1.97%；液晶显示指数报 10120.84 点，较上上周五下跌 1.01%，跑赢创业板指 0.8%；OLED 指数报 2806.69 点，较上上周五下跌 0.71%，跑赢创业板指 1.09%；尾气治理指数报 2133.29 点，较上上周五上涨 1.54%，跑赢创业板指 3.34%。

上周（2020.11.23-11.27）新材料板块的 100 只个股中，有 36 只周度上涨（占比 36%），有 64 只周度下跌（占比 64%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：彩虹股份、艾可蓝、永太科技、多氟多、奥福环保；7 日跌幅前五名的个股分别是：杭氧股份、银禧科技、道恩股份、宏昌电子、乐凯新材。

化工新材料周观察：C919 有望 2021 年启动量产，关注材料供应商昊华科技

根据《中国商飞公司市场预测年报（2020-2039）》，预计未来 20 年，中国航空市场将接收 50 座以上客机 8,725 架，市场价值约 1.3 万亿美元，我国民用航空事业有着广阔的发展空间。我国已建立较为完整的航空技术体系、产品谱系和产业体系，自行研制的支线客机 ARJ21 和干线客机 C919 不断取得新进展。据我们统计，截至 2020 年 11 月 10 日，ARJ21 各类订单总量已达 770 余架，据中国商飞统计，C919 订单总数已超过 1,000 架，且预计最迟 2021 年进入量产，目标年产 100 架。昊华科技在军机领域拥有较强技术优势，其军用航空轮胎（曙光院）、航空密封材料（西北院）、有机玻璃（锦西院）、航空涂料（北方院）和配套橡胶制品（沈阳院）等产品占据军机市场较高份额。据中国证券报 11 月 17 号报道，西北院、锦西院和海化院均已成为中国商飞的合格供应商，曙光院的资质正在论证之中，我们预计昊华科技的航空材料业务将随国产大飞机的放量实现快速发展。

重要公司公告及行业资讯

【显示材料】SK Materials 将与 JNC 将成立合资公司，进入蓝光 OLED 材料市场并实现其国产化，后续还计划将事业领域扩展到开发红绿光发光材料和 ETL、HTL 等全部 OLED 材料领域。

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。

【商业贸易】社区团购赛道火热，互联网巨头继续加码——商贸零售行业周报-20201129

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

社区团购赛道火热，互联网巨头和创业公司继续加码

上周（2020.11.23-11.27），朴朴超市宣布上线“朴朴特选”，以低价迎战社区团购；京东亦筹划名为“京东优选”的社区团购项目，由京东物流和京东商城联动，有望于 2021 年初正式上线；此外根据财联社报道，字节跳动也在考虑内部孵化社区团购，项目名为“今日买菜”，近期已在山东、河北等多地展开调研，重点聚焦选仓和供应链。巨头纷纷加码布局，社区团购赛道持续火热。我们认为，社区团购作为依托社区和团长社交关系实现商品流通的新零售模式，通过“预售+次日达+自提”模式，实现了“更省、更便捷”的购物体验，在下沉市场竞争力突出。具体来看，社区团购通过“预售”实现需求端的计划性从而提高供应链效率，通过牺牲一定时效性（即“次日达”）实现了集单集配，结合消费者“自提”（省掉了终端配送成本），显著降低了履约成本，因此，在低客单价下也具备了盈利能力，解决了行业痛点。短期看，流量优势（团长数量和资源、平台自身流量导入等）决定平台是否能迅速做大客单量、实现规模优势；长期看，生鲜作为社区团购重要品类，选品、采购、仓储物流等环节效率将显著影响消费者使用体验。因此，生鲜的零售属性（追求多快好省）决定了社区团购的模式重、稳态净利率低、规模复制扩张难度大，供应链建设才是行业企业竞争的长期决胜关键。

行业关键词：朴朴特选、美妆 CRM、初冬女性消费、京东优选、林清轩等

【朴朴特选】朴朴超市上线“朴朴特选”，以低价迎战社区团购。

【美妆 CRM】美妆 CRM 第一股厦门南讯 IPO 申请获深交所受理。

【初冬女性消费】拼多多发布《初冬女性消费热门商品榜单》，“美”、“吃”热门。

【京东优选】京东筹划名为“京东优选”的社区团购项目。

【林清轩】国产草本护肤品牌林清轩完成 A 轮数亿元融资。

板块行情回顾

上周（11 月 23 日-11 月 27 日）零售板块（商业贸易指数）报收 3506.47 点，下跌 1.44%，跑输上证综指（上周上涨 0.91%）2.35 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 17 位。各细分板块中，上周 8 个子行业均下跌，2020 年年初至今专业市场板块表现最好。个股方面，上周供销大集（+13.3%）、远大控股（+8.4%）、汉商集团（+7.5%）等涨幅靠前。

投资建议：关注医美化妆品、黄金珠宝和跨境电商板块

投资主线一：线下消费复苏、线上电商购物节助力，关注持续高景气的化妆品板块和终端需求改善的黄金珠宝板块（重点推荐周大生）；

投资主线二：政策和需求共振驱动的跨境电商板块，重点推荐吉宏股份（东南亚电商市场红利突出，建设 SaaS 平台向“卖水人”升级，长期成长可期）；

投资主线三：颜值经济时代医美行业蓬勃发展，医美产品生产商占据产业链核心环节，重点推荐国内玻尿酸产品龙头爱美客。

风险提示：宏观经济风险，疫情扩散影响加剧，中小企业经营压力增大。

【农林牧渔】进口肉新冠频繁检出，冻品检疫进入新常态——行业周报-20201128

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

周观察：进口肉新冠频繁检出，冻品检疫进入新常态

2020 年 6 月以来进口肉检出新冠阳性事件频发，为有效防范新冠肺炎疫情通过进口冷链食品输入风险，各部门陆续出台相应政策文件，暂停出现员工聚集性感染企业的产品输华、加大进口冷链食品的消毒检疫力度。一方面，国外疫情当前仍然持续蔓延，多国迎来秋冬的第二波疫情高峰，我国冻肉检疫或将保持高压力度，暂停进口的海外相关企业数量或将继续增加，冻肉进口将一定程度受限；另一方面，受非瘟影响行业产能去化较大，我国仍需大量冻肉进口以弥补国内供应短缺，因此我国对进口肉需求在中短期内具备较强刚性，2020 年 1-10 月我国累计进口猪肉 305 万吨，相比 2019 年全年进口量 199.34 万吨多出了 53%，并且近几月单月同比增幅仍较高，整体来看预计短期进口肉数量仍保持高位。

上周（2020.11.23-11.27）重点新闻：冬季冷链肉类进口加大国内防疫压力，猪肉、鸡肉、牛肉进口量集体下滑

【冬季冷链肉类进口加大国内防疫压力，猪肉、鸡肉、牛肉进口量集体下滑】

【印度三年来首次无补贴出口糖】

上周价格跟踪（2020.11.23-11.27）：生猪、白羽鸡豆粕价格上涨，仔猪、鸡苗、黄羽鸡、水产价格下跌

生猪养殖：根据 Wind 数据，上周（2020.11.23-11.27）全国 22 省市生猪平均价 29.82 元/公斤，环比上涨 1.46%；22 省市仔猪平均价 85.64 元/公斤，环比下跌 2.53%。自繁自养头均利润 1647.98 元，环比上涨 24.90 元；外购仔猪头均利润 130.13 元，环比上涨 23.37 元。

白羽肉鸡：据 Wind 数据，上周（2020.11.23-11.27）鸡苗均价 3.24 元/羽，环比下跌 11.23%；毛鸡均价 7.83 元/公斤，环比下跌 5.89%；毛鸡养殖利润 2.30 元/羽，环比下跌 1.78 元/羽。

主要饲料产量：猪料持续恢复

猪料：据中国饲料工业协会数据，2020 年 10 月猪料产量 934 万吨，环比增长 8.60%，同比增长 64.30%。

水产料：据中国饲料工业协会数据，2020 年 10 月水产料产量 188 万吨，环比减少 34.00%，同比增长 11.40%。

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，上市企业出栏量不及预期；新冠疫情加重，消费需求复苏慢于预期。

【煤炭开采】供暖季动力煤价维持高位，继续看好煤炭股顺周期行情——行业周报-20201128

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

供暖季动力煤价维持高位，继续看好煤炭股顺周期行情

上周（2020.11.23-11.27）动力煤价格持续走强，秦港动力煤现货平仓价继续上涨至 623 元/吨，北港库存低位及结构性缺货问题仍是催化港口行情主要因素，产地发运未有明显增量叠加下游积极拉货，造成北港较难累库。上周（2020.11.23-11.27）需求持续向好，供给未有明显宽松：需求方面，受冷空气降温影响，同时水电逐步退出，电厂日耗在供暖需求推动下或持续增长，上周（2020.11.23-11.27）浙电日耗增长且高于上年同期，同时海运费大涨，下游拉运积极，需求整体向好；产地供给方面，保供政策下产能有序释放，但安检严格导致部分产地停限产对保供工作顺利开展形成短期扰动，相较于下游需求增长，产地供给仍然偏紧；进口方面，华东华南新增部分配额，但整体来看进口限制仍占主导。后期判断，需求方面，拉尼娜现象带来的“冷冬”预期将推动今冬旺季需求高增长，日耗增长消耗库存；产地供给方面，从发改委连续两周表态强调保供决心来看，产地保供仍将持续推进，坑口将保持高开工率，同时路港航均将进一步发力；进口方面，未来是否进一步宽松仍不确定，但从政策连贯性考虑，进口限制仍是主基调，保供主要以产地增产为主。中长期来看，基建力度加大、地产韧性犹存将支撑用煤需求，“十四五”

供改持续深化，供给将趋于稳定。总体来看，保供持续推进下煤价涨势或难维持，有望回归绿区，中长期供需稳定基本面将减弱煤价波动性，或合理区间内稳定。宏观方面，央行发布第三季度中国货币政策执行报告，强调下一步货币政策既保持流动性合理充裕，又坚决不高“大水漫灌”，可见稳定性仍是主要目标，实体经济将进一步获得金融支持。行业方面，上周（2020.11.23-11.27）潞安化工集团正式揭牌成立，标志着山西煤企国改在专业化重组方面再进一步。四季度各类煤价均走出上行趋势，煤企业绩改善预期增强，结合近期市场顺周期风格凸显，我们持续看好煤炭股行情。高分红及高股息率受益标的：中国神华、陕西煤业、平煤股份、盘江股份；高弹性受益标的：兖州煤业、神火股份、淮北矿业；国企改革受益标的：潞安环能、西山煤电、山煤国际；煤焦产业链延伸布局烯烃受益标的：宝丰能源、金能科技；积极推动债务重组受益标的：*ST 永泰。

煤电产业链：上周（2020.11.23-11.27）港口煤价上涨，冷冬行情下保供仍是主基调

上周（2020 年 11 月 23 日-11 月 27 日）港口动力煤价上涨至 623 元/吨，港口低库存及结构性缺货是主要因素。需求方面，供暖全面开启推动电厂日耗增长，未来冷冬预期下，冬季供暖耗煤将支撑未来三月用煤需求；供给方面，产地安检停减产对保供产生短期扰动影响，但考虑到发改委保供稳价政策决心，产地保供仍将持续推进，或不改供给趋向宽松大方向，同时需关注进口煤调控动态。

煤焦钢产业链：上周（2020.11.23-11.27）双焦皆稳，紧供给或促成焦炭强势&焦煤补涨

焦炭方面，需求端，全国钢厂高炉开工率维持相对高位，支撑焦炭需求；供给端，“蓝天保卫战”收官之际去产能力度加大，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，供给明显收紧促成焦价持续强势。焦煤方面，在澳煤禁令收紧供给的催化下，焦煤价格获得较强支撑。同时焦钢企开工率保持高位，焦企获利丰厚对焦煤涨价接受程度较高，在供给进一步收紧情况下，炼焦煤价格或走出补涨行情。

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】养殖聚焦优质产能，种植把握景气周期——2021 年度行业投资策略-20201128

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

投资要点：养殖聚焦优质产能，种植把握景气周期。

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。

种植链及宠物食品：粮价与转基因共振，“内循环”下国产替代提速。

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。宠物食品方面，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。

畜禽养殖：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，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。禽养殖方面，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。

动保及饲料：养殖后周期加速复苏。

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。饲料方面，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。

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。

【纺织服装：波司登(03998.HK)】直营高增长+毛利率提升带动上半财年业绩超预期——港股公司信息更新报告-20201129

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

直营+线上快速增长拉动业绩提升，上半年表现超预期，维持“买入”评级

公司公布 2020/21 财年上半年业绩（2020 年 4 月 1 日-9 月 30 日），实现营收 46.6 亿元（+5.1%）。按业务拆分，羽绒服/OEM/女装/多元化业务分别实现收入 29.9/12.3/4.1/0.3 亿元，同比变动+18.0%/-8.9%/-18.5%/-35.6%；按渠道拆分，线上渠道实现收入 5.4 亿元（+76.4%），主要系线上奥莱渠道发力所致。公司实现经营利润 6.7 亿元（+39.5%），归母净利润 4.9 亿元（+41.8%），业绩保持快速增长，超出市场预期。我们认为波司登仍将维持品牌升级主旋律，结合持续推进的新零售运营及数字化转型策略，打造品牌效率年。在冷冬、销售旺季催化下，公司下半年有望维持强劲增长，预计全年羽绒服业务收入有望实现高双位数增长。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润为 14.7/17.8/21.9 亿元，EPS 为 0.14/0.17/0.21 元，当前股价对应 PE 为 21/17/14 倍，维持“买入”评级。

主品牌增长稳健，发力直营+品牌力提升带动公司毛利率提升

FY2020/21 上半财年主品牌波司登收入 27.3 亿元（+19.7%），带动集团收入快速提升。品牌羽绒服直营渠道（线上+线下）实现销售收入 11.09 亿元（+144.3%），占比提升 19.2pct 至 37.1%，实现快速增长，主要系公司发力直营渠道，门店扩张与店效提升同步进行，逆势净新增 19 家直营门店，同时关闭低效店铺，在主流商圈新增形象店、大店，顺应主流消费趋势优化门店结构，降租增效强化门店精细化运营，品牌升级+直营占比提升带动公司整体毛利率提升 4.3pct 至 47.8%。

存货去化顺利，现金流管控能力显著提升

FY2020/21 上半年公司存货总额为 26.05 亿元（-6.06%），较年初（2020 年 3 月 31 日）减少 4.4%，存货去化进度顺利，预计全年存货总额将保持平稳；应收账款周转天数为 98 天，同比上升 12 天，主要系受疫情影响，集团加大了对经销商的回款支持，适当延长回款周期所致；公司净现金值为 35.23 亿元，同比增加 104.9%，公司现金流管控能力显著提升。

风险提示：天气升温影响羽绒服终端销售；疫情二次爆发影响线下复苏等。

【医药：昌红科技(300151.SZ)】可转债募集资金支持产线扩张，订单增速超预期——公司信息更新报告-20201129

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 李蕾（联系人）证书编号：S0790120070046

计划通过可转债募集资金支持产线扩张，订单增速超预期

公司公告计划向不特定对象发行可转换公司债券募集资金总额不超过 4.60 亿元（含 4.60 亿元），扣除发行费用

后，募集资金分别拟用于全资子公司柏明胜的高端医疗器械及耗材生产线扩建项目（3.25 亿元）和补充流动资金（1.35 亿元）。前者主要指设备购置、厂房租赁及装修，根据公司公告达产后实现收入 3.64 亿，达产年实现净利润约 1 亿。2010 年 3 月，昌红科技出资设立柏明胜。为了维持公司在中长期的高成长性，公司着力发展医用耗材业务，经过 10 年的持续努力，凭借多年的技术和服务积累，如今公司已经顺利进入了多个国内外体外诊断龙头的供应商名录。为了实现新接订单的产能落地，公司于 2020 年 Q3 租赁 1 处厂房并已投入使用（本次募集项目），2020 年 Q4 又另外落地 2 处（场地租赁基本可认为订单敲定），并持续在物色新场地中，彰显公司对后续订单增加的信心。

维持此前的盈利预测，我们预计 2020/2021/2022 年收入 11.35/12.10/15.10 亿元，归母净利润 1.90/2.90/4.24 亿元，增长 208%/53%/46%，EPS0.38/0.58/0.84 元/股，2021 年和 2022 年业绩未考虑可能的疫情相关（病毒采样管）贡献。截至 2020 年 11 月 27 日收盘，股价对应 PE 分别为 64.9/42.5/29.1。基于公司未来的成长性及其确定性，维持“买入”评级。

公司产品不受带量采购影响

近期全国各地实行医疗器械带量采购政策，降价压力较大，但是公司全资子公司柏明胜所涉及的所有医疗耗材都无此风险，系公司耗材是给下游医疗企业设计生产的定制化产品，由客户配套自己的仪器和试剂销售给终端客户，未来被纳入集中招标采购的可能性较低。而且，公司的客户以国际巨头为主，产品供应全球，2020 年前三季度国内收入占比不及 10%，故更不受到国内带量采购政策影响。另外，耗材占客户成本的比例较低，客户最在意的是高品质的稳定性和供应链的安全性。

风险提示：供应链稳定性、产品质量风险、订单转移不及预期、产能扩建不畅、下游客户生产经营波动风险等

【非银：中国太保(601601.SH)】打造全能保险公司，聚焦个险提升价值——中国太保首次覆盖报告-20201127

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

保费增速改善可期，看好估值修复机会

寿险行业步入新周期，聚焦个险有望带来保费、价值双改善，2021 年保费改善可期。太保寿险 2021 年开门红启动为上市险企中最早一家，同时队伍规模及产能企稳回升，开门红保费改善可期；乘用车销量回暖，农险、责任险仍具潜力，财险保费收入有望提升。长端利率回升，利好险资投资。我们预计 2020-2022 年 NBV 同比分别为-12.07%、+15.41%、+19.90%，集团内含价值同比分别为+15.78%、+17.41%、+17.23%，EPS 分别为 3.03 元、4.52 元、5.00 元。负债、资产双利好，估值为上市险企中最低，具备性价比，首次覆盖，给予“买入”评级。

短期开门红有望改善，长期寿险转型 2.0 深化改革助力提升价值

太保寿险推动转型 2.0 阶段，聚焦个险，打造三支关键队伍，实现队伍规模、产能双升。随着经济复苏，保险行业有望进入顺周期，聚焦个险的战略有望带来保费及价值增量，2021 年保费有望改善。2020H1 代理人规模为 76.6 万人，逐步企稳回升，2020H1 人均产能较 2019 年下降 0.68%，较 2019 年降幅-9.11%收窄。开门红时间前置，凸显管理层打好 2021 年开门红意图，开门红保费有望改善。

车险、非车险双轮驱动，财险有望持续高速发展

2020H1 太保财险保费收入同比增速+12.34%，车险+3.96%、非车险+29.83%，均高于同业，车险、非车险双轮驱动，应用科技创新赋能业务发展。同时，公司充分把握外部发展机遇，推动农险、责任险不断发展，农险自 2016 年来年化符合增长率达+46.30%，占非车险业务比重由 9.53%提升至 19.93%，具有较大潜力。

投资风格稳健，固收占比高于行业，长端利率回升提振投资端

2020H1 中国太保债券投资占比 39.53%，超过行业平均水平 34.63%，债权投资计划占比不断提升，由 2015 年的 6.21%提升至 2020H1 的 11.38%。十年期国债利率逐步随宏观经济好转回升，有望带动中国太保投资收益率上

修。

风险提示：寿险转型 2.0 阶段受阻，NBV 增速低于预期；长端利率超预期下行，造成利差损。

【房地产：金科服务(09666.HK)】规模与品质兼具，高成长风采瞩目——港股公司首次覆盖报告-20201127

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

布局全国，智慧化服务，成长与品质兼优，首次覆盖给予买入评级

公司背靠母公司金科股份，在手现金充足有效保障外拓力度，成长性佳；同时服务品质优异，智能化、数据化服务提升业主体验；股权激励机制完备充分保障管理层与股东利益一致。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 6.10、10.06、14.30 亿元，同比增长 66%、65%、42%；EPS 分别为 0.96、1.59、2.26 元/股，当前股价对应估值为 43、26、18 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

高成长风采瞩目，多元业务协同增长

1）物管服务：规模与品质兼具，全业态服务覆盖。截至 2020H1，公司合约管理面积 2.56 亿平米，在管面积 1.30 亿平米，量价齐升推动物管收入增速达 39%。公司目前全业态覆盖住宅、非住宅领域，续约率达 98.9%。2）社区增值服务收入占比 9%，紧绕业主高频需求。2020H1，社区增值服务收入 1.26 亿元，同比增长 28%，其中家庭生活服务、园区经营服务、家居焕新服务及旅居综合服务占比分别为 50%、26%、12%、12%，毛利率达 36.6%。3）非业主增值服务收入占比 21%，盈利能力提升。2020H1，非业主增值服务营收 2.92 亿元，同比增长 29%，毛利率 39.9%，较 2019 年提升了 7 个百分点。4）构建智能化、数据化、AI 化的“数智场景新生态”，有效提升运营效率及业主满意度。

核心看点：规模+品质+团队，缔造优质成长标的

1）规模优势明显，成长性佳。公司背靠母公司金科股份，2019 年金科股份销售面积 1905 万平米，位列全行业第 8 名，同时在手土储达 7400 万平米，未来这部分项目将逐渐转化为公司在管项目，有效保障公司管理项目的增长。目前公司 2020H1 合同管理面积是在管面积的 2.0 倍。2）品质优异，满意度行业领先。公司开发金管家、金悦家及金慧家三种标准化服务体系，住宅领域客户满意度连续八年达 90%以上。3）科学完善激励体系，管理团队朝气蓬勃。两次员工持股计划覆盖近 600 名员工，有效绑定管理层与股东利益。

风险提示：宏观经济不景气，居民支付能力下降；成本刚性，毛利持续压缩。

【房地产：永升生活服务(01995.HK)】多轮驱动规模成长，定位智慧城市服务商——港股公司首次覆盖报告-20201127

齐东（分析师）证书编号：S0790520060001 | 陈鹏（分析师）证书编号：S0790520100001

规模跻身第一梯队，定位智慧城市服务，首次覆盖给予“买入”评级

公司是深耕物业近 20 年的优质物管企业，背靠旭辉集团，同时具备优秀的第三方外拓能力，多业态均衡发展，规模成长迅速。社区增值服务依靠高客户粘性持续发力，非业主增值服务营收提速明显且毛利率稳步提高。旭辉并表后形成联合品牌，协同效应将显著提升。预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.80、5.73、8.48 亿元，同比增长 70%、51%、48%；EPS 分别为 0.23、0.34、0.51 元/股，当前股价对应 PE 估值为 49、33、22 倍。首次覆盖给予“买入”评级。

多轮驱动规模成长，多元业态均衡发展

1）规模拾级而上，截至 2020H1 公司物业服务收入 8.01 亿元，同比增长 83.7%；在管面积 7718 万平方米，合约管理面积 1.43 亿平方米。2）多轮驱动面积增长，背靠 20 强房企旭辉集团，2020 年 6 月成为其控股子公司，进一步加强合作联系；多元化方式开拓第三方市场，第三方外拓占比持续提升，2020H1 合同管理面积中约 76%来自

第三方项目。3）住宅与非住宅均衡发展，公司积极发展多元业态，非住宅物业占比持续提升，同时开始进入城市服务范畴。

客户粘性高，社区增值服务持续发力

1）收入占比不断提升，2020H1 社区增值服务实现营收 2.61 亿元，自 2016 年起一直保持 80%以上的高营收增速，其中家居生活服务、公用区域增值服务两项细分业务 2020H1 实现 100%以上的高增长。2）盈利能力优异，2020H1 社区增值服务毛利率为 54%，显著高于公司其他业务。

非业主增值服务营收提速明显，毛利率稳步上升

1）营收增速加快，2020H1 非业主增值服务实现营收 2.83 亿元，同比大幅增长 117%，相较 2019 年全年增速扩大 60 个百分点以上。2）毛利率稳步提升，2020H1 非业主增值服务毛利率 26%，为 2015 年以来最高水平。

风险提示：行业销售规模波动加大，外拓业务不及预期，人工成本上行压力。

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