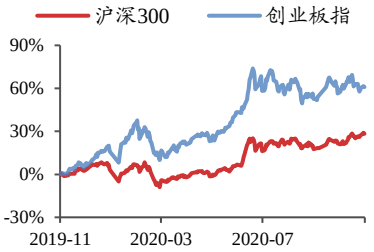
2020 年 11 月 25 日

开源晨会 1125

——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(%)
休闲服务	2.11
有色金属	1.32
钢铁	0.93
采掘	0.91
电气设备	0.52

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	-2.71
非银金融	-1.09
建筑材料	-0.88
医药生物	-0.85
房地产	-0.59

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，国内温和通胀的微观基础——宏观经济专题-20201124

1）2021 年，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。2）内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长、高点或在 2%左右。3）通胀预期变化或阶段性引起宏观调控关注，但政策重心或仍在调结构、防风险。

【固定收益】大宗商品的上涨趋势仍会持续，重述看多有色转债的逻辑——关于工业金属转债近期大涨的评论-20201123

大宗商品价格的上行周期仍在继续。相对来说，我们更加看好海外定价的商品：原油、铜、铝，自此来看，上游工业金属的涨价可能使得铜、铝及其他工业品的正股出现一轮戴维斯双击行情。目前大宗商品上涨趋势及有色行业的戴维斯双击行情已经出现，预计还将持续，建议积极关注，超配明泰、中金转债。

行业公司

【电子】PCB：需求复苏，把握 HDI 及汽车 PCB 投资机遇——行业投资策略-20201124

内资厂商后发优势加速兑现，成本管控力将是下一阶段竞争焦点；终端高密度化趋势推动 HDI 渗透，内资厂商布局加快；汽车电子化与新能源化趋势共振，推动车用 PCB 市场扩容。上游覆铜板涨价，进一步确立 PCB 板块复苏信号。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 细分领域景气度提升，受益标的：中京电子、景旺电子、世运电路。

【农林牧渔】政策推动市场化疫苗加速渗透，头部企业份额有望持续提升——行业点评报告-20201124

政策推动市场化疫苗加速渗透，头部企业份额有望持续提升；2016 年起推行“先打后补”政策，但至今实际进展较慢；政策落地时间表明确，2025 年起政采苗将全面取消；动保行业迎来强扩容预期，头部企业份额有望加速提升。

【计算机：中控技术(688777.SH)】中控技术（688777）：智能制造领导者，迎来黄金发展期——新股询价报告-20201124

中控技术深耕工业自动化二十年，从未来看一方面凭借自动化控制系统领域龙头地位持续受益于下游企业自动化转型，另一方面在工业 4.0 的智能化趋势下部署高毛利的工业软件业务，产品结构持续优化，有望在工业 3.0 转向 4.0 的过程中持续领跑。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 4.31/5.62/7.33 亿元，EPS 为 0.88/1.14/1.49 元/股。根据 PE 估值和分部估值法，我们给予公司 2020 年 PE 为 80-103X，对应市值区间 345.7 亿元-445 亿元，价格区间为 70.4-90.6 元。

研报摘要

总量研究

【宏观】2021 年，国内温和通胀的微观基础——宏观经济专题-20201124

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002| 杨飞（分析师）证书编号：S0790520070004| 马洁莹（联系人）证书编号：S0790120080081

2021 年，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

随着供给回升，猪价进入下行周期，对 CPI 拖累逐步显现；疫情对居民收入和线下消费等冲击，导致核心 CPI 大幅回落。受非洲猪瘟对生猪供给冲击，2018 年 8 月开始猪价持续上涨，对 CPI 同比的拉动贡献一度超 100%；随着供给回升，猪价进入下行周期，拖累 CPI 持续回落。新冠肺炎疫情对居民收入和线下消费等冲击，导致核心 CPI 大幅回落至 0.5%、创有公开数据以来新低，加速 CPI 回落。

2021 年，猪价或拖累 CPI 中枢明显下移，而居民收入和线下消费修复，或带动核心 CPI 逐季回升。考虑到猪肉供需变化，猪价拖累或在春节后加速显现，三季度开始放缓。同时，中低收入人群收入，及线下消费修复等，或带动核心 CPI 中枢，从二季度开始逐步抬升。中性情景下，全年 CPI 中枢或在 1.6%左右，高点可能出现在年底、2.7%左右，核心 CPI 年中或回升至 1%以上、年底高点接近 2%。

内外需“错位”修复下，PPI 或在一季度前后重回正增长、高点或在 2%左右

疫情冲击下，国内外需求先后下滑，拖累 PPI 进入通缩；随着经济逐渐修复，PPI 逐步上行、但仍处于通缩区间。疫情冲击下，国内经济活动停滞，导致 PPI 进入通缩；随着海外疫情爆发，全球供需变化拖累大宗商品价格、加速 PPI 下滑，PPI 同比从-1.5%迅速下滑至-3%以下。随着国内需求逐步修复，年中以来 PPI 逐步回升；但疫情“错位”影响下，海外需求修复进度偏慢，拖累 PPI 上行节奏。内需相对平稳、外需加快修复下，PPI 或在 2021 年一季度前后重回正增长，全年高点可能在 2%左右。基建和地产投资，中短期或仍有“韧性”，对价格形成一定支持；同时，作为全球经济火车头的美国，经济逐步复苏，或拉动全球大宗商品价格。中性情景下，国内需求相对平稳，海外需求加快修复，或推动 PPI 在 2021 年一季度前后回归正增长，PPI 全年中枢或抬升至 1%左右、高点可能在 2%左右。

通胀预期变化或阶段性引起宏观调控关注，但政策重心或仍在调结构、防风险

从通缩到通胀，再通胀预期的抬头，可能阶段性引起宏观调控关注。传统周期下，物价跟随经济需求变化而大幅波动，一旦 CPI 突破 3%、多会出现较大的通胀压力，因而宏观调控一般会收紧“银根”、稳定物价。随着经济进入转型阶段，CPI 通胀率波动下降，CPI 达到 2.5%左右即容易引发市场通胀预期的升温；同时，宏观调控比传统周期下更加注重稳定市场预期，在实际操作过程中多会加强引导。

“后疫情”时代，政策重心回归调结构、防风险。为缓解疫情对经济和金融体系的冲击，货币政策和财政政策托底加码；随着国内疫情逐渐平复，政策回归常态，重心从稳增长转向调结构、防风险，政策调控更加注重结构引导，加大打击资金空转等力度。伴随经济逐步修复、防风险加强，信用修复最快阶段已过去，年底前后或逐步进入信用“收缩”通道；2021 年，信用“收缩”或将成为市场主逻辑。

风险提示：国际油价大幅上涨，金融风险加速暴露。

【固定收益】大宗商品的上涨趋势仍会持续，重述看多有色转债的逻辑——关于工业金属转债近期大涨的评论-20201123

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

大宗商品价格的上行周期仍在继续

1）美国的库存周期已经出现了启动的迹象，需求的改善及风险偏好的上升已经推动库存周期走出了环比意义上的底部。

2）库存周期对大宗商品价格的传导也是顺畅的，甚至大宗商品的价格还要表现得更加灵敏一些。

3）在时间节奏上，大宗商品价格可能会上升至 2021 年三季度，CRB 指数可能面临至少 10%的加速空间。

4）相对来说，我们更加看好海外定价的商品：原油、铜、铝，自此来看，上游工业金属的涨价可能使得铜、铝及其他工业品的正股出现一轮戴维斯双击行情。

5）目前大宗商品上涨趋势及有色行业的戴维斯双击行情已经出现，预计还将持续，建议积极关注，超配明泰、中金转债。

明泰转债：成本管控能力强，产品结构持续优化

1）主营铝板带箔和铝型材的加工，产品采用“铝锭价格+加工费”定价模式，核心赚取加工费；其中，铝型材主要应用于轨道交通。在宏观经济下行的大背景下，预计房地产等传统铝消费行业的需求将较为平稳，轨道交通（高铁/地铁）等新兴领域是未来行业增长的主要拉动力。

2）公司产能持续增长：2019 年公司铝板带箔产销量 86 万吨，同比+13%；铝合金轨道车体销售 197 节。预计未来铝板带箔产销量每年增长约 10 万吨。

3）降本控费能力强，毛/净利率从 2015 年的 6.9%/3.1%提升至 2019 年的 11.8%/7.0%，预计盈利能力将会持续提升，主要系：产能扩张增强规模优势；加强成本管控，优化内部流程，持续加大研发；高附加值产品占比提升，积极拓展轨道交通、新能源等领域。

4）经营性现金流显著改善；当前正股估值处于历史底部区间。

中金转债：国资控股的铅锌矿企

1）从事铅锌等金属的采选、冶炼及贸易，以精矿和冶炼产品为主要利润源。

2）收入弹性主要来自金属价格弹性，金属价格的市场预期是股价核心驱动因素。

3）未来发展重心是多米尼加迈蒙矿，建设周期 3 年，设计生产规模 200 万吨/年，预计达产后精矿含锌铜等金属合计约 6 万吨/年。

风险提示：海外疫情持续蔓延；全球流动性超预期收紧；下游需求不及预期。

行业公司

【电子】PCB：需求复苏，把握 HDI 及汽车 PCB 投资机遇——行业投资策略-20201124

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

内资厂商后发优势加速兑现，成本管控力将是下一阶段竞争焦点

全球 PCB 市场呈现“周期+成长”的属性，下游终端电子化趋势推动 PCB 长期空间向上。展望未来，厂商有望逐渐转向“One-avary”一站式电子服务并实现营业收入规模的扩张，2019 年 PCB 行业第一大厂仅占全球市场份额的 6.3%，集中度仍有提升空间。当前 A 股上市 PCB 公司的资本开支节奏维持中高位，2020 前三季度上市 PCB 公司资本开支同比增长 25%。先进产能的后发优势加速兑现，厂商之间的竞争焦点将转为精细化管理的能力。

终端高密度化推动 HDI 渗透、汽车类 PCB 市场扩容，内资厂商布局加快

消费电子终端走向高密化趋势，HDI 下游面向消费电子终端，是 PCB 应用中成长最快的赛道之一。HDI 产品投资门槛高，导致前期内资厂商投资动能不足。过孔工艺是 HDI 产品的核心技术门槛，而钻孔机与曝光机是 HDI 投资的壁垒，单台钻孔设备的价格在 70-80 万元，交货周期在半年以上，扩产面临瓶颈。内资厂商加快 HDI 产品布局并追赶台系厂商，产能集中于 2021 年下半年投放，主要投放的 HDI 面向一阶、二阶，三阶及 Anylayer 以上的高端产能仍然紧缺。车用 PCB 方面，动力引擎控制系统、车身控制安全系统、车载通讯系统、车室内装系统、照明系统等五大汽车电子系统推动 PCB 系统升级。汽车 PCB 目前以 4-6 层为主，占比达到 51%，车载娱乐、新能源车、毫米波雷达将拉动 HDI、厚铜板、高频板的占比提升。汽车销量回暖，汽车电子化与新能源车渗透趋势共振，带动车用 PCB 市场快速扩容，预计 2020-2022 年全球车用 PCB 市场空间分别达到 505.5/591.8/673.9 亿元。台资企业占汽车板供应份额达到 29%，而内资厂商占比仅为 10%，内资厂商将加速汽车类 PCB 产品的配套。

上游覆铜板涨价，确立 PCB 板块复苏信号

下游 PCB 需求复苏是覆铜板厂商涨价的前提条件，上游铜箔、树脂等原材料价格上涨催化覆铜板厂商涨价。覆铜板厂商陆续提价并消化原材料价格上涨压力，提价时间较往年提前 1-2 个月。2020Q3 PCB 行业开始回暖，下游需求复苏将支撑覆铜板涨价的持续性。2020Q3 PCB 板块的营业收入仍然录得同环比正增长，YoY+6.9%，MoM+5.8%，前期拉动板块的动能已由通讯基站类产品转向消费电子、家电、汽车电子类产品，预计 2021 年 PCB 板块将延续下游复苏的趋势。

投资观点：PCB 行业需求复苏，把握 HDI、汽车 PCB 投资机遇

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 细分领域景气度提升，受益标的：中京电子、景旺电子、世运电路。

风险提示：行业竞争加剧、下游需求复苏不及预期、贸易摩擦风险、汇兑损失

【农林牧渔】政策推动市场化疫苗加速渗透，头部企业份额有望持续提升——行业点评报告-20201124

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

政策推动市场化疫苗加速渗透，头部企业份额有望持续提升

2020 年 11 月 18 日，农业农村部办公厅印发《关于深入推进动物疾病强制免疫补助政策实施机制改革的通知》，规定 2020-2021 年在 10 个省份规模场深入推进“先打后补”试点，2022 年我国全部规模场实现“先打后补”，至 2025 年逐步全面取消政采。政策推动下口蹄疫市场苗有望迎来快速成长期，具备研发工艺及服务优势的头部企业市占率将持续提升，重点推荐生物股份、中牧股份、天康生物、普莱柯。

2016 年起推行“先打后补”政策，但至今实际进展较慢

2016 年 7 月，农业农村部和财政部联合印发《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，探索调整完善强制免疫补助政策实施机制，允许养殖场户自主采购疫苗、自行开展免疫，免疫合格后申请财政直补，即“先打后补”。2019 年 12 月，农业农村部印发《2020 年国家动物疫病强制免疫计划》，部署推进“先打后补”工作。从近年调度情况看，“先打后补”政策向社会释放了明确的改革信号，取得了阶段性进展，但由于配套措施不系统，第三方服务提供不充分，加上部分地方认识不统一，改革总体进展较慢，覆盖面较低。

政策落地时间表明确，2025 年起政采苗将全面取消

根据文件指示，2020-2021 年，在河北、吉林、浙江、安徽、福建、江西、山东、湖南、云南、宁夏等 10 个省份的规模养殖场户开展深入推进“先打后补”改革试点，其他省份根据本地实际自行确定试点范围和对象；2022 年，全国所有省份的规模养殖场户实现“先打后补”，年底前政府招标采购强免疫苗停止供应规模养殖场户；2025 年，逐步全面取消政府招标采购强免疫苗。相比过往两轮政策，官方本次明确指出政策试点范围及时点，并首次提出全

面取消政府招标采购强免疫苗。

动保行业迎来强扩容预期，头部企业份额有望加速提升

我国目前强制免疫病种为高致病性禽流感、口蹄疫、小反刍兽疫、布鲁氏菌病、包虫病，其中口蹄疫为动物疫苗行业最大单品，2018 年口蹄疫疫苗规模约 43 亿元，其中市场苗约 20 亿元，2019 年受存栏去化影响下滑至约 10 亿元，而潜在空间高达 83 亿元。根据政策规划，2025 年逐步全面取消政府招标采购强免疫苗，分情景假设下，预计 2025 年口蹄疫市场苗渗透率达 80%/70%/60%，对应规模为 66/58/50 亿元，2019-2025CAGR 达 37%/34%/31%，行业有望进入加速成长期。我国目前共 8 家企业拥有口蹄疫疫苗生产资质，随着政府招标采购的逐步取消，未来企业间的竞争将聚焦于研发、工艺及服务能力，头部优质企业份额有望持续提升。

风险提示：市场苗渗透不及预期、非洲猪瘟疫情加剧、行业竞争加剧。

【计算机：中控技术(688777.SH)】中控技术（688777）：智能制造领导者，迎来黄金发展期——新股询价报告-20201124

陈宝健（分析师）证书编号：S0790520080001 | 应瑛（联系人）证书编号：S0790120100007

公司是智能制造服务商领导者，持续受益于工业自动化和智能制造

中控技术深耕工业自动化二十年，从未来看一方面凭借自动化控制系统领域龙头地位持续受益于下游企业自动化转型，另一方面在工业 4.0 的智能化趋势下部署高毛利的工业软件业务，产品结构持续优化，有望在工业 3.0 转向 4.0 的过程中持续领跑。我们预计公司 2020-2022 年的归母净利润分别为 4.31/5.62/7.33 亿元，EPS 为 0.88/1.14/1.49 元/股。根据 PE 估值和分部估值法，我们给予公司 2020 年 PE 为 80-103X，对应市值区间 345.7 亿元-445 亿元，价格区间为 70.4-90.6 元。

产业升级推动自动化&智能化需求释放，业务线横纵向突破提高业务天花板

1）工业 3.0 领域：中小企业自动化改造和大企业自动化系统升级需求将加速释放。目前我国自动化水平相对较高的企业多为石化、冶金等领域大型企业，但面对产业扩产的“顺周期”和全球竞争加剧，以及政策等外部催化，我们认为一方面自动化升级将在石化、化工行业以外的行业和中小型企业间横向拓展；另一方面，大型企业的自动化系统逐步向高端、大型、联合控制方向发展，持续带来增量。

2）工业 4.0 领域：精细和智能化生产要求与相关技术成熟推动工业软件采购和智能工厂建设增加。工业软件和产业智能化改造既促进生产效率提升，又可联动产业链上下游，优化资源配置。根据工信部数据，2019 年全国工业软件同比增长 14.6%，2015-2019 的年复合增长率 12.34%，市场增速远高于自动化系统。

3）整体来看，技术成熟、国产化替代、行业延伸、注重服务和平台化运营是帮助国内企业拓宽产品线天花板，提升净利率，优化产品结构，形成自身竞争力的主要方式。一方面，技术成熟推动国产化替代比例提高，下游企业合作意愿增强；另一方面，存量市场加速服务化转型，平台化运营整体方案提供将强化公司竞争力。

公司深耕工业自动化多年，技术+产品+客户打造强壁垒

中控技术高度重视技术研发，打造覆盖工业 3.0+4.0 领域的多款产品线，建立较强的技术壁垒，多产品的市占率排名第一。本次募集资金多用于研发和扩产，打磨技术、扩大生产，持续增强公司盈利水平。

风险提示：制造业智能化投资不及预期的风险、技术研发不及预期的风险

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