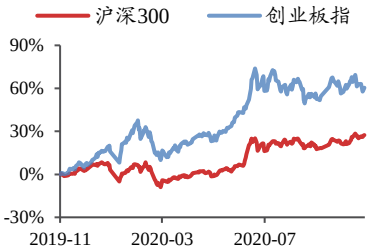
2020 年 11 月 23 日

开源晨会 1123

——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(%)
汽车	3.54
有色金属	3.46
采掘	2.19
电气设备	2.17
钢铁	1.91

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	-0.85
银行	-0.61
农林牧渔	-0.42
非银金融	-0.41
房地产	-0.33

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】做多“新共识”，深化顺周期——投资策略周报-20201122
【宏观】疫苗落地的全球经济影响——宏观经济专题-20201122
【宏观】12 年“双 11”，折射消费变迁路——宏观经济专题-20201119
【金融工程】开源金工市场情绪周报（2020 年 11 月 22 日）
【金融工程】大类盘点：主动型医药基金——基金研究系列（4）-20201122
【中小盘专题】本期盖世食品、同惠电子挂牌委会议通过
【固定收益】转债市场：是否执行强赎的规律统计——固收专题-20201122

行业公司

【非银金融】金融委发声严处逃废债，继续看好保险板块机会
【化工】日本厂商持续发力 EUV 光刻胶，2020 世界显示产业大会召开
【食品饮料】白酒淡季再提价，关注大众品复苏进程——行业周报-20201122
【纺织服装】疫情局部反复催化防疫物资需求提升，RCEP 签署利好纺服行业
【轻工制造】地产、家居消费增速回升，关注优质个股回调机会
【石油化工】疫苗&OPEC+构成中期利好，RCEP 签署利好化纤需求
【商业贸易】10 月化妆品珠宝社零数据亮眼，完美日记登陆美股
【钢铁】继续看好钢铁股投资机会——行业周报-20201122
【化工】继续关注涨价、低库存品种，布局顺周期化工龙头
【农林牧渔】种植链系列二：RCEP 对农产品贸易的影响——行业周报-20201121
【煤炭开采】山西政府表态平稳煤炭债市，继续看好煤炭股修复行情
【商业贸易】从完美日记，看 DTC 模式如何打造彩妆“国货之光”
【通信】5G 赋能，民用引领，无人机产业迎来新变革——行业深度报告-20201119
【计算机】周观点：把握工业软件投资机会——行业周报-20201122
【石油化工：中海油服(601808.SH)】疫苗利好&OPEC+提振油价，量价反弹看好公司价值
【轻工制造：共创草坪(605099.SH)】行业空间广阔，全球人造草坪龙头稳健增长——公司首次覆盖报告-20201120
【煤炭开采：宝丰能源(600989.SH)】产品价格大涨推升业绩，看好公司价值和成长空间——公司信息更新报告-20201120

研报摘要

总量研究

【策略】做多“新共识”，深化顺周期——投资策略周报-20201122

牟一凌（分析师）证书编号：S0790520040001 | 梅锴（联系人）证书编号：S0790120070044 | 王况炜（联系人）证书编号：S0790120040033

风格切换，大势已成

本周（20201116-20201122，下同），顺周期再次领涨市场，涨幅靠前的板块主要是三条主线：（1）通胀交易：主要是钢铁和有色金属制造；（2）海外疫情蔓延下我国制造业的突围：轻工制造、纺织服装和部分新材料（包括“拜登上台”预期下的新能源装备、绿色建材）；（3）市场从周期成长走向周期价值，低估值的代表强周期（钢铁、煤炭、有色）、银行业、房地产也涨幅明显。

经济复苏：市场结构看周期后续优于可选消费

基金的“赚钱效应”改变了方向，在前期阻碍风格切换的力量当前反而成为风格切换的助燃剂。我们统计了净值创新高的基金，发现创新高的基金在其新高之后，风格已经开始切向低估值风格。从行业层面看，可选消费和周期成为近期机构投资者买入经济复苏观点的主要表达形式，但是差别在于：可选消费本已是主要持仓近期又被共同增配，且股价和估值一直处于高位，经济复苏需要让“好的东西变得更好”；对于低估值周期股来说，市场有了赚钱效应（部分新高基金继续加仓），一部分投资者仍在观望，经济复苏只需继续让“差的东西在改善”，现在正是上车的好时机。从这个意义上，周期弹性将大于可选消费。

周期不只有低估值：市场回报向 ROE 回归将成“新共识”

市场中一部分观点认为前期成长的极致风格并非偶然，背后的逻辑是“好赛道”值得“高估值”，但我们发现年内表现优异的成长股，即使盈利预期兑现，“市值目标”方法下计算的预期收益率已相对较低，这其中还未考虑贴现率上行带来的估值影响。如果考虑在“好赛道”中捡漏：年内滞涨或年内下跌的“好赛道”中的个股，即使后续要求的盈利兑现，实现“补涨”能够获得的平均年化收益率也同样相对较低。长期看 ROE 是股东收益的源泉。类比 2009 年和 2016-2017 两个时期，长期收益率向 ROE 回归在当前的宏观环境下有较大可能发生，我们计算了分金融、顺周期、消费、成长板块的 ROE 和年化收益率，以及他们之间相对于长期中枢的偏离程度，基本的逻辑是，年化收益率相对于 ROE 的偏离程度越低（甚至为负），意味着 ROE 提升所带来的的收益率弹性更大，反之则越小。结论是：金融的年化收益率相对于 ROE 修复的弹性>周期>消费>成长。

收益率回归 ROE 的时点就在当下，买入顺周期

A 股给予投资者的风险补偿已经处于历史的均值水平，历史经验指示未来盈利贡献占据主导，估值贡献反而为负；有利因素是当下全球经济复苏的确定性将为投资者系统性价值发现提供更好的宏观基础。近期的疫情反复如果带来风格反复，投资者更要珍惜调仓机会。把握以下三条主线（不分先后）：（1）在复苏具有方向确定性下，经济复苏带来价值修复：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）通胀交易可以布局：有色（铜、铝），煤炭（焦煤）。

风险提示：疫苗的作用证伪，经济复苏不及预期。

【宏观】疫苗落地的全球经济影响——宏观经济专题-20201122

赵伟（分析师）证书编号：S0790520060002 | 徐骥（分析师）证书编号：S0790520070008 | 曹金丘（联系人）证书编号：S0790120080057

11 月以来，辉瑞及莫德纳先后宣布旗下的新冠疫苗研发取得重大进展、接近年底入市，引发资本市场大幅波

动。11 月 9 日、16 日，辉瑞、莫德纳先后公布了疫苗的Ⅲ期临床试验结果；其中，2 款疫苗的有效率均在 90%以上，远超合格线。上述疫苗消息披露后，原油、铜等价格大涨，美股道琼斯开始跑赢纳斯达克指数。

除辉瑞、莫德纳外，全球目前还有阿斯利康等多家产商的疫苗，进入到上市前的Ⅲ期临床实验阶段。全球目前在研的新冠疫苗，包括灭活病毒、重组蛋白、病毒载体及核酸疫苗。其中，国产疫苗以灭活疫苗为主，海外疫苗多为病毒载体或核酸疫苗。除辉瑞、莫德纳外，全球还有 7 余款疫苗已进入到Ⅲ期临床实验阶段。

若目前主要的在研疫苗顺利入市，2021 年全球疫苗产量预计达 88.7~101.2 亿剂，最多能满足 55.9-62.1 亿人次的接种需求。主要疫苗产商最新公布的产能计划显示，若在研疫苗顺利入市，2021 年合计产量将达 88.7~101.2 亿剂。不过，由于大部分疫苗采用的是 2 剂接种方案，疫苗供应最多能覆盖 55.9-62.1 亿人次。

实际情况来看，虽然全球疫苗总体供应量较大，但其中超过 60%已被美、欧等少数几个发达经济体提前预定。在各大产商疫苗研发的早期阶段，美国、欧盟、日本等便已花费巨资，提前预定了数十亿剂疫苗。截至 11 月 20 日，全球已经被预定的 83.5 亿剂疫苗中，有超过 50 亿剂被美、欧、日等少数几个经济体采购。

结合目前疫苗的公开信息来看，美国可能在 2021 年 1 季度前后完成高危人群的接种，2 季度接近全民免疫目标。因美国前期投入巨资帮助研发，辉瑞、莫德纳等产商明确表示将优先向美供货。结合辉瑞、莫德纳公布的疫苗供应来看，美国可能在 2021 年 1 季度前后完成高危人群(占 40%)接种，2 季度接近全民免疫目标。

由于疫苗订单多分布在研发进度相对落后的厂商，欧、日等其他发达经济体控制住或结束疫情的时间可能晚于美国。欧、日等预定的辉瑞、莫德纳的疫苗相对较少，大部分疫苗订单分布在阿斯利康等其他厂商。若阿斯利康等的疫苗无法在年底或 2021 年初上市，欧、日等完成高危人群接种及全民免疫目标的时间可能晚于美国。

受制于资金匮乏，及疫苗储存、运输能力不足，新兴市场开启大范围疫苗接种的时间可能相对较晚。由于财力紧张，大部分新兴经济体目前未订购疫苗。虽然 WHO 等尝试帮助新兴经济体获得便宜疫苗，但一直面临巨大资金缺口。同时，受限于疫苗储存、运输能力不足，新兴经济体过往的抗疫表现远不如发达经济体。

较多的疫苗供应支持下，美国经济活动或率先回归常态，库存周期重启在即；受此影响，美国长端利率或进入上行通道，并加大资本市场波动。随着能获得的疫苗供应较多，美国经济活动或率先回归常态，库存周期重启在即。结合历史经验来看，经济复苏、通胀抬升环境下，美国长端国债利率或进入到上行通道。作为全球资产定价的锚，长端美债利率的上行，易加剧美股等高估值风险资产的波动。

风险提示：新冠疫苗研发进展不及预期。

【宏观】12 年“双 11”，折射消费变迁路——宏观经济专题-20201119

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

一问：从“双 11”成交，看后疫情时期居民消费修复特征？

2020 年“双 11”期间交易额创历史新高，线上消费需求加快释放。2009 年以来，“双 11”成交规模以超过 100%的复合增速高速增长，成为观察居民消费行为的重要窗口。2020 年，全网电商 11 月 1-3 日及 11 日成交额达 5249.7 亿元、为 2009 年以来最高水平，同比增长 28%，接近 2019 年“双 11”成交额增速（30.1%）。

从成交结构来看，网课教育等在线服务、美妆个护和小家电等新兴商品，增速远高于平均水平。“双 11”期间，天猫网课成交额较同比大增 70%、家庭保洁、卫浴安装等苏宁生活服务订单同比均增数倍，反映服务消费需求正快速释放。主要商品品类中，家用电器成交额最大；其中，以净水器、吸尘器等为代表的清洁小家电同比增速均在 100%上下；传统家电成交额增长相对较慢，向龙头加快集中。

二问：十二年“双 11”，折射出的居民消费结构变化趋势？

“双 11”盛景之下，居民消费生态转变、消费结构升级等逻辑持续演绎。近年来互联网技术的普遍应用，在

较大程度上提高了消费品的可获得性。洗护用品、美容彩妆、食品饮料、家具家电等的线上渗透率普遍高达 3 成左右，在一定程度上促进了这类商品需求的释放。以“双 11”为窗口进行观察，可以看到家装、美妆、保健等占比趋势性抬升，对应品质、潮流、健康等新兴消费需求的扩张。

从商品到文娱教服务消费的方向转变，也是消费升级的客观规律，与我国经济发展阶段相符。回顾历史，人均 GDP 突破 1 万美元后，各国服务消费占 GDP 比重继续快速抬升；中国人均 GDP 于 2019 年突破 1 万美元，服务消费潜力较大。以美国和日本为例，可以占比抬升幅度较大的服务消费包括医疗、文化娱乐、家庭服务等。近年，中国医疗保健、文教娱等服务消费占比已有所抬升，后续潜力仍大。

三问：消费结构变化能否持续，人口视角给出什么线索？

信息技术助力消费升级的大背景下，90 后、00 后逐渐成为消费中坚力量，其较强的经济实力和教育水平，带动了各类品质和个性化需求的快速扩张。近年来，伴随 90 后进入“当打之年”，其较高的教育水平（近硕士学历）和收入（平均 8000 元/月）提供了较强的消费能力；借助互联网的天然红利、叠加消费信贷等的快速扩张，这一群体对美妆、运动等个性化和体验化商品的需求得以持续扩张。

90 后等人群所特有的“晚婚独居”等，正带动“一人食”、萌宠等“悦己”新兴需求释放。2011 年以来，我国 90 后群体结婚率快速下降，“晚婚独居”特征日益凸显，并催生“悦己”新兴需求；例如，90 后更加在意学习、娱乐、分享等体验，在消费时候更加注重美妆、户外运动、小家电等个性商品。未来很长一段时间，90 后仍将是重要的消费力量，对游戏文娱、个性商品需求还将继续释放。

风险提示：国内外宏观经济、政策思路等出现大幅调整。

【金融工程】开源金工市场情绪周报（2020 年 11 月 22 日）——金融工程定期报告-20201122

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 胡亮勇（联系人）证书编号：S0790120030040

市场温和反弹，上证指数本周收涨 2.04%

本周（2020.11.16-2020.11.20，下同），市场本周出现温和反弹的迹象。所选指数中，上证指数表现较好，累计涨幅为 2.04%，创业板指和中小板指数的表现相对较差，周内涨幅均为负值。

估值方面，截至本周五（2020.11.20）上证指数滚动市盈率最新值为 15.66 倍，估值分位数位于 68.6%，相比上涨 9%。

沪深两市的成交额基本维持稳定，相比上周（2020.11.09-2020.11.13，下同）（有所缩减。本周两市的日均成交金额为 8003.09 亿元，相比上周减少 736.15 亿元。

市场情绪向好，尾部风险担忧较低

本周全市场上涨家数多于下跌家数，周度均值分别为 2128 家和 1774 家，上涨家数占比为 52.15%。本周涨停家数为平均 51 家，跌停家数平均为 11 家，跌停涨停比为 20.87%，相比上周减少了 3.75%，尾部风险担忧处于较低水平。

本周市场以温和上行为主，行情面板整体表现较好。从价格趋势上看，收盘价向上突破 20 日均线个股占比逐渐回升，截至本周五（2020.11.20）的最新值为 60.35%，相比上周增加 18.31%。本周市场的收益整体表现较好，指数和个股的同步上涨带动“赚钱效应”重回正值。

信用利差大幅上升，期限利差回调明显

本周市场资金成本小幅上涨，作为短期利率水平的代理变量，本周 3 个月的 Shibor 利率最新值收为 3.02%，上升 2bp；长期利率水平代理变量十年期国债收益率最新值为 3.31%，相比上周增加 4bp。

期限利差（国债 10Y-1Y）大幅调低，最新值为 36bp，相比上周下降 7bp。受债市违约风险激增的影响，信用

利差（企业债 AA-AAA）本周大幅上升，最新值为 65bp。

北向资金本周净流入，融资余额小幅增长

本周北向资金累计净流入 55.1 亿元，除周三外每日净流入金额均为正。从个股层面来看，北向资金本周加码隆基股份，近 7 日累计净买入 7.22 亿元；贵州茅台则遭北向资金持续卖出，近 7 日累计净流出 16.17 亿元。

沪深两市融资融券余额本周（截至 2020.11.19）小幅增加，融资融券余额相比上周五增加 106.43 亿元。其中，融资余额增加 74.53 亿元，融券余额增加 31.9 亿元。北向资金小幅流入，杠杆资金的增幅有所减弱，市场资金面情绪整体积极。

风险提示：模型测试基于历史数据，市场未来可能发生变化。

【金融工程】大类盘点：主动型医药基金——基金研究系列（4）-20201122

魏建榕（分析师）证书编号：S0790519120001 | 高鹏（分析师）证书编号：S0790520090002

医药行业投资专业性强，医药基金品种多元

医药行业投资专业性强。对比可以发现，医药基金经理高学历占比高于行业整体水平。医药基金经理高学历的背后，对应着医药行业存在众多的细分子行业。

我们筛选后的主动型医药基金合计 55 只，规模合计 1494 亿元。从基金公司维度来看，中欧基金、汇添富基金、广发基金、工银瑞信基金的主动型医药基金布局较为广泛，管理规模均超过 100 亿元。

主动型医药基金经理的基本画像

我们对主动型医药基金经理进行多维度画像：学历专业方面，主要分医药生物和投资管理两类；职业路径方面，医药研究员或医药公司经历成为标配；基金经理任职年限方面，医药前浪与医药后浪并存；在管医药基金数量占比方面，大部分医药基金占比都在 50%以上。收益表现方面，近两年主动型医药基金产品收益表现大幅跑赢同期基准指数。

主动型医药基金经理的投资能力分析

持仓交易行为：易方达杨桢霄、农银汇理赵伟、嘉实颜媛、鹏华金笑非等基金经理偏好长期持股；融通万民远、创金合信皮劲松、国投瑞银张佳荣、长城谭小兵等基金经理具有择时偏好。

持仓集中度：创金合信皮劲松、鹏华金笑非、农银汇理赵伟等基金经理持仓较为集中；交银施罗德楼慧源、长信基金左金保、长城谭小兵等基金经理持仓较为分散。

持仓股票风格： 大部分基金经理持仓偏好“大盘成长风格”，整体持股市值偏大、估值偏成长。值得关注的是，融通万民远和国投瑞银张佳荣的投资偏好，较为倾向“中盘相对价值”，具有鲜明的特点。

选股择时能力：大部分基金经理具有显著选股能力，择时能力并不显著。

绩优主动型医药基金选评

综合多维度分析结果，我们选评了如下 5 只绩优主动型医药基金，以供投资参考：汇添富郑磊—汇添富医药保健（470006.OF）；易方达杨桢霄—易方达医疗保健（110023.OF）；国投瑞银张佳荣—国投瑞银医疗保健行业（000523.OF）；长信基金左金保/宋海岸—长信医疗保健行业（163001.OF）；交银施罗德楼慧源—交银医药创新（004075.OF）。

风险提示：基金评价模型基于净值历史数据，市场未来可能发生变化；对基金产品和基金管理人的研究分析结论不能保证未来的可持续性，不构成对该产品的推荐投资建议；产品的表现受宏观环境、市场波动、风格转换等多

重因素影响，存在一定波动风险。

【中小盘专题】本期盖世食品、同惠电子挂牌委会议通过——中小盘新三板周报-20201122

任浪（分析师）证书编号：S0790519100001 | 孙金钜（分析师）证书编号：S0790519110002| 李泽（联系人）证书编号：S0790120070082

本周要闻（11.16-11.22，下同）：全国股转公司完善融资并购审查及受理检查要点

为进一步提升融资并购审查效率和透明度，明确受理检查要求，便利市场操作，近期，全国股转公司修改了《挂牌公司优先股发行审查要点》和《挂牌公司重大资产重组审查要点》，制定了《挂牌公司股票定向发行申请文件受理检查要点》、《挂牌公司优先股定向发行申请文件受理检查要点》、《发行股份购买资产构成重大资产重组且发行后股东累计超过 200 人申请文件受理检查要点》（简称《超 200 人发股重组受理检查要点》），于 2020 年 11 月 20 日发布实施。

市场动态：三板成指上涨，跑输同期主板，成交额较上期有所下降

（1）截至 11 月 20 日，股转系统共有挂牌公司 8245，做市交易 552 家，集合竞价交易 7659 家，待挂牌公司 62 家，申报中公司 28 家。本周净减少公司 9 家，其中做市交易减少 6 家，集合竞价交易减少 4 家；分层来看，创新层公司净减少 2 家，基础层公司净减少 8 家，精选层公司增加 1 家。

（2）本周三板成指上涨，三板做市下跌，跑输同期主板市场。本周上证综指上涨 2.04%，三板做市指数下跌 0.26%，收于 1076.22 点；三板成指上涨 0.67%，收于 1018.98 点。从板块主题来看，三板龙头、三板研发主题本周涨幅领跑新三板，分别上涨 2.23%、1.40%。三板服务本周跌幅最大，达到-0.75%。

（3）本周成交总额为 20.85 亿元，较上周 38.03 亿元有所下跌。分定价方式来看：本周集合竞价交易成交额 10.29 亿元，较上周（2020.11.09-2020.11.13，下同）15.34 亿元环比下跌 32.87%；做市交易成交额 6.78 亿元，较上周 12.58 亿的成交额环比下跌 46.08%。分不同层级来看：本周精选层成交额 3.77 亿元，较上周 10.11 亿元环比下跌 62.74%；创新层成交额 9.84 亿元，较上周 17.76 亿元环比下跌 44.57%；基础层成交额 7.23 亿元，较上周 10.16 亿环比下跌 28.79%。

（4）做市变动：本周 6 家公司新增做市商，3 家做市转竞价。

融资跟踪：新增预案数量下降、实施预案数量上升

截至 11 月 20 日，本周新增 18 家新三板公司发布定增预案，预计募集资金 4.69 亿元，环比上周的 31.68 亿元有所下降。本周 18 家公司公告完成增发，较上期 9 家数量上升，合计募集资金 3.98 亿元，环比下降 42%。本周 5 家公司公告进入 IPO 辅导备案阶段，为万佳安、宏源药业、索纳塔、海昇药业、中裕科技。

精选层信息：本期盖世食品、同慧电子挂牌委会议通过

截至 11 月 20 日，共有 223 家（剔除已终止发行、暂缓审议等）公司发布公告拟申请进入精选层，其中 7 家公司已核准在精选层挂牌交易，28 家公司已被问询，13 家公开发行申报材料已被股转公司受理，2 家公司挂牌委会议通过，为盖世食品（致力于海洋食品和食用菌食品等即食开胃凉菜的研发、生产和销售）和同慧电子（主营业务为各类电子测试与测毋仪器的设计、研发、生产、销售和技术服务）。另有 134 家公司仍处于精选层辅导阶段或股东大会/董事会决议阶。

风险提示：新三板政策变化等。

【固定收益】转债市场：是否执行强赎的规律统计——固收专题-20201122

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

强制赎回条款本质上是一种促进持有人转股的手段

强赎条款本质上是一种促进持有人转股的手段，从历史经验来看，强赎公告的促转股效果非常显著。当赎回条款触发时，强赎对公司总体是有利的：

1）提前赎回可以节约利息支出，降低资产负债率，为公司后续融资清除障碍；2）强赎也同时会对正股流通盘形成稀释，短期可能会压制股价，但经验上，不执行强赎只是延缓转股，但是不能避免转股。

在此中，有两类公司更可能在触发赎回条款后执行强赎

1）规模越大的转债，强赎的概率越高。历史上发行规模在 13 亿以上的转债，几乎都会选择直接赎回（样本仅有 3 只规模在 13 亿以上的转债没有直接赎回），发行规模在 17 亿以上的转债全部选择了直接赎回。这背后可能的原因是，大公司对股权稀释并不敏感；

2）若发行规模较小（在 13 亿及以下），则可以参考现金流量利息保障倍数，若高于 10 倍，则赎回的可能性大增；

3）其他指标，比如未转股比例、转债剩余期限、转股稀释率等，整体来看并不存在明确的规律。

对于多数情况来说，触发赎回条款对转债及正股的压力并不大

1）触发赎回条款对正股的压力在于转股后的股权稀释压力，这个压力本就有限且暂时（历史上赎回公告次日正股股价平均下跌仅 0.88%）；

2）对转债价格来说，赎回会导致转股溢价率迅速向 0 收敛，但大多数转债在触发赎回条款时的转股溢价率本已不高，因此价格下行幅度也相对有限（除泰晶转债、再升转债这种触发赎回时估值虚高的转债）；

3）因此，对于大部分转债触发强赎之后，相对于获取赎回价格来说，立即转股卖出是更优的选择。但中期（3-6 个月）来看，正股基本面仍是影响股价的最核心因素，优质转债仍能实现相对行业的超额收益。

按照这一规律，我们可以得到以下结论

1）在现有的股价已经触发赎回标准，但尚未触发强赎条款的转债中，桐 20、盛屯、明泰、康弘、金能转债的强赎概率较大，需要密切跟踪；

2）蓝盾、正元、银河转债的余额较小、信用评级偏低且转股溢价率偏高，一旦触发赎回，转债价格压力偏大，建议规避。

风险提示：正股市场大幅波动；监管政策风险；流动性风险

行业公司

【非银金融】金融委发声严处逃废债，继续看好保险板块机会——非银金融行业周报-20201122

高超（分析师）证书编号：S0790520050001

周观点：金融委发声严处“逃废债”，继续看好保险板块

近期信用债风波延续，券商债券承销、资管业务或受到一定影响，金融委周末（2020.11.22）发声利于防范风险蔓延，信用债风波给证券行业带来的不确定性仍需观察，头部券商估值明显低于历史中枢，关注后续投资机会。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机会。

保险：看好开门红保费及 NBV 表现，资产负债双轮驱动保险估值修复

1）目前上市险企积极推进 2021 年开门红，对标银行理财产品，保险开门红产品收益率具有较强比价优势，叠加积极备战和疫情带来的低基数，我们预计上市险企 2021 年开门红保费增速有望实现 10%-20%的正增长。重疾险定义切换，1 月份老产品销售需求有望提升，有望带动 2021 年开门红 NBV 增速超预期。2）近期信用债风波对保险公司直接影响较小，十年期国债利率站上 3.3%，间接利于保险资产端配置长债。资产和负债两端改善下，继续看好保险股投资机会。受益标的中国平安，中国太保和新华保险。

券商：金融委发声严处“逃废债”，继续观察信用债风波影响

1）本周信用债风波仍在延续，金融委 11 月 22 日发声，将严厉处罚各种“逃废债”行为，牢牢守住不发生系统性风险的底线。金融委发声有利于防范信用债风险的蔓延。2）信用债风波对券商债券承销、资管业务均带来不确定影响，监管对中介机构审查趋严，信用债带来的行业不确定性仍需观察。3）目前头部券商估值已低于历史中枢，短期波动不改中长期趋势，看好龙头券商投资机会，继续推荐国金证券和东方财富，受益标的中信证券，华泰证券，兴业证券。

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。

【化工】日本厂商持续发力 EUV 光刻胶，2020 世界显示产业大会召开——新材料行业周报-20201122

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

本周（2020.11.16-2020.11.20，下同）行情回顾

截至本周五（2020.11.20，下同），上证综指收于 3377.73 点，较上周五（11 月 13 日，下同）的 3310.1 点上涨 2.04%；创业板指报 2667.09 点，较上周五下跌 1.47%。新材料指数报 3492.37 点，较上周五上涨 0.92%，跑赢创业板指 2.39%；半导体材料指数报 1754.58 点，较上周五下跌 1.12%，跑赢创业板指 0.35%；液晶显示指数报 10223.86 点，较上周五下跌 0.4%，跑赢创业板指 1.07%；OLED 指数报 2826.81 点，较上周五下跌 0.76%，跑赢创业板指 0.7%；尾气治理指数报 2101.01 点，较上周五上涨 1.6%，跑赢创业板指 3.07%。

本周新材料板块的 100 只个股中，有 39 只周度上涨（占比 39%），有 60 只周度下跌（占比 60%）。7 日涨幅前五名的个股分别是：巨化股份、金丹科技、康达新材、贵研铂业、凯美特气；7 日跌幅前五名的个股分别是：江丰电子、多氟多、新宙邦、万顺新材、美联新材。

开源化工新材料周观察：2020 世界显示产业大会速递

11 月 20 日-21 日，2020 世界显示产业大会在安徽省合肥市召开。中国电子材料行业协会常务副秘书长鲁瑾在演讲中表示，2020 年中国是全球面板产能规模和产值发展最快的，未来显示产业整合将成为发展趋势、新建产线有所放缓，大尺寸、高精细、柔性化是技术趋势。2019 年中国新型显示材料整体市场规模 914 亿元，本土化率 40.26%，掩模版、湿化学品、电子气体、靶材具备一定规模，而玻璃、偏光片、光刻胶、OLED 材料等需进一步补齐。出光电子材料（上海）有限公司总经理有池和浩演讲中表示，随着 5G 和高性能化带来的柔性、低耗电量的需求，将持续拉动 OLED 市场，另外 OLED 电视价格不断下探，未来市场可观。出光专注于蓝光荧光材料，同时也对下一代技术积极布局，为满足国内日益增长的 OLED 材料需求，出光在成都建设了材料工厂，2020 年 7 月成功实现投产。

重要公司公告及行业资讯

【半导体材料】据日经新闻报导，信越化学将耗资约 2.85 亿美元，将半导体厂重要材料光刻胶的产能调高 20%，而且将首度在台湾生产 EUV 光刻胶。信越化学在台湾的云林厂将从 2021 年 2 月左右率先新增产能，在日本位于新泻县直江津的工厂的新设备预定在 2022 年 2 月开始运作。

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。

【食品饮料】白酒淡季再提价，关注大众品复苏进程——行业周报-20201122

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

根据微酒报道，贵州茅台在直销渠道商座谈会中提出四季度直销渠道增加 4160 吨飞天茅台酒，茅台酒投放量超市场预期。我们判断除集团关联交易外，直销可能更多在商超、电商、平台公司、国资企业等渠道投放。考虑到多数直销渠道出厂结算价格高于经销渠道，预计 2020Q4 直销占比将快速提升，直接带来单季度营收与利润加速增长。此外，当前茅台酒批价在 2800 左右，处于近年来批价高位。座谈会中强调要求渠道商精准投放，节庆库存清零，防止囤货加价销售。短期茅台酒市场投放量增加，可能对批价起到平抑作用，保证价格稳健良性发展。

我们进一步确认煌上煌基本面正持续改善。公司自 2017 年以来充分改革，品牌升级、产品升级、信息化升级，主动引入人才、培养人才，各个层面执行管理理念。从单店增长角度来看，公司持续加强 1+n 模式，通过包括叫卖机制、社区传播、微信群、试吃等活动进行氛围营销。此外公司积极拥抱互联网营销，打造全网会员体系，建立自己的私域流量，围绕消费者的变化，迎合甚至迎领需求。从门店增长角度来看，预计年内 1200 家目标应可顺利完成，3 年万店目标正坚定不移推进。加盟商选择上以市场、顾客为导向，对加盟商有辅助支持，实力强大的加盟商数量占比不断增加。我们判断以上因素大概率可推动公司万家目标顺利完成。

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。目前公司仍按既定战略有序推进，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：食品饮料跑赢大盘

11 月 16 日-11 月 20 日，食品饮料指数涨幅为 2.3%，一级子行业排名第 11，跑赢沪深 300 约 0.5 pct，子行业中黄酒（24.1%）、其他酒类（16.1%）、葡萄酒（8.5%）涨幅领先。本周食品饮料股价上涨，部分程度是资金层面主导，如黄酒、部分三线白酒等基本面无明显变化。个股方面，青青稞酒、金枫酒业、金种子酒等涨幅领先；泸州老窖、古井贡酒、西王食品等跌幅居前。

重点新闻：五粮液与中节能、中轻工及川能集团签署战略合作协议

11 月 16 日，五粮液集团作为国有企业代表参加会议并分别与中国节能环保集团、中国轻工集团、以及四川省能源投资集团签署战略合作协议（来源于酒说）。

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。

【纺织服装】疫情局部反复催化防疫物资需求提升，RCEP 签署利好纺服行业出口——行业周报-20201122

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：南极电商、安踏体育、海澜之家、李宁、开润股份、申洲国际、稳健医疗、波司登、健盛集团、诺邦股份

1、线下渠道复苏组合：安踏体育、海澜之家、李宁、波司登

2、电商组合：南极电商、开润股份

3、优质制造企业组合：申洲国际、开润股份、健盛集团

4、疫情受益组合：稳健医疗、诺邦股份

（文中“本周”指 2020.11.16—11.20，“上周”指 2020.11.9—11.13）

社零增速改善行业回暖，疫情局部反复催化防疫物资需求提升

受益于国庆、中秋双节消费显著提升及双十一电商购物节时点提前，服装鞋帽、针纺织品类 1-10 月累计跌幅收窄 2.7pct 至 9.7%，10 月同比增长 12.2%，增速环比 9 月提升 3.9pct，达到 2018 年 3 月以来峰值，持续显著改善。我们预计，受益冷冬、晚春及节日促销拉动，四季度行业景气度仍将继续回升。且由于本周疫情出现反复，上海、天津局部地区分别升级为中、高风险，叠加海外疫情持续扩散，我们预计防疫物资需求将持续提升，建议关注稳健医疗等疫情概念标的。

疫情加速线上零售占比提升，持续看好电商渠道增长

2020 年 1-10 月实物商品网上零售额同比提升 10.9%至 9.13 万亿元，占社零总额比重同比提升 4.67pct 至 29.26%。我们认为，疫情期间消费者习惯的改变加速了行业线上销售占比提升的趋势，且疫后有望继续维持。1）南极电商：考虑到南极电商为疫情受损而非受益企业，预计下半年业绩将好于上半年，双十一阶段性流量受损不影响达成四季度目标，预计四季度公司 GMV 将持续高增长。2）安踏体育：集团电商双十一销售 28.4 亿元，同比增长 53%；3）李宁：双十一李宁天猫旗舰店单店成交额 7.7 亿元，同比增长 42.6%；4）海澜之家：双十一电商销售超过 3 亿元，同比增长超 50%，线上占比预计持续提升；5）波司登：双十一期间品牌羽绒服业务线上同比增长 35%，蝉联天猫中国服饰品牌第一名。

RCEP 协议正式签署，利好纺织服装行业出口

11 月 15 日 RCEP 协议正式签署，预计利好行业出口，纺织制造龙头有望受益，建议关注具备东南亚产能布局、优衣库等国际客户资源的申洲国际、开润股份、健盛集团等优质制造企业。1）从供给端来看，据工业和信息化部测算，“十四五”期间，RCEP 将带动纺服产出增速提升 0.86 个百分点。受益于 RCEP 原产地区域累积原则，此前不能算作某国原产的产品经过价值累积后将可能被认定为 RCEP 区域原产，享受优惠关税，有助于国际企业更加灵活地进行产业布局，降低生产成本。2）从需求端来看，RCEP 使得中日两国之间首次增加了自贸区零关税协议安排，实现了历史性突破，预计本协定的签署将带动中日纺织贸易加速提升。

风险提示：全球新冠肺炎疫情对于消费的影响、行业存货积压带来大额减值。

【轻工制造】地产、家居消费增速回升，关注优质个股回调机会——行业周报-20201122

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

核心组合：索菲亚、欧派家居、志邦家居、顾家家居、晨光文具、中顺洁柔

家居复苏组合：索菲亚、欧派家居、顾家家居、志邦家居

消费成长组合：晨光文具、中顺洁柔

造纸涨价组合：太阳纸业；白卡纸涨价受益组合：博汇纸业

新型烟草组合：思摩尔国际

（文中“本周”指 2020.11.16—11.20，“上周”指 2020.11.09—11.13。）

2020 年 10 月地产销售、竣工数据显著回升，家具类零售额当月同比转正

1）在相关政策推动下，房企拿地增速回落，但正通过加快销售、新开工、竣工等环节加速周转。2020 年 10 月商品房住宅销售面积当月同比增长 16.0%（+8.3pct），房屋住宅竣工面积当月同比增长 8.5%（+25.8pct）。在竣工回暖及线下消费复苏的带动下，家居继续处于景气上升周期，家具类零售额当月同比增长 1.3%（+1.9pct）。

2）必选消费品类当月同比增速维持高位，其中日用品类增速有所提升。2020 年 10 月，日用品类和文化办公用品类当月零售额均同比增长 11.7%，维持较高水平。

继续推荐家居板块：定制家居关注渠道变革机遇，软体家居推荐顾家家居

1）定制家居：定制家居 2020Q4-2021Q2 环比持续回暖具有高确定性。同时，我们重点建议关注整装等新渠道兴起带来的变革机遇。重点推荐欧派家居：截至 2020 年 11 月初，欧派整装大家居当年接单突破 10 亿元，同比增长 99%。欧派整装商业模式在行业内率先跑通，已成为重要的业绩增量；推荐索菲亚：公司推出高性价比品牌米兰纳，2021 年招商目标 300 家城市以上，整装模式正加速推进。

推荐志邦家居、金牌厨柜：工程渠道快速增长、衣柜基数低，业绩弹性较大。

2）软体家居：软体家居竞争格局相对较好，龙头市占率和行业渗透率均稳步提升，并后续有望受益于海外房地产市场销售火热。推荐标的顾家家居，受益标的敏华控股。敏华控股 2021 上半财年业绩表现亮眼，其中中国区收入同比增长 54.7%（线下 51.2%，线上 66.6%），中国市场门店净增 658 家至 3532 家。

市场风格切换带来优质个股回调机会，建议布局具有长期逻辑的成长性标的

1）推荐文具行业龙头晨光文具：受益于线上高增速以及线下钢木货架、晨光联盟 APP 等措施持续推进，我们预计公司 2020Q4 传统核心业务增速有望继续维持在较高水平。晨光科力普 2020Q4 有望受益于国网订单放量，收入增速有望回升。

2）推荐电子烟雾化龙头思摩尔国际：PMTA 按计划推进，有望带动中小品牌退出，继续看好思摩尔在技术研发、客户积累和供应链上的壁垒，建议长期关注。

3）推荐生活用纸龙头中顺洁柔：伴随体量提升，周期性正逐渐弱化。太阳、个护品类拓展空间大，线上、母婴等渠道后劲足。估值已接近合理区间，建议关注。

4）推荐文化纸龙头太阳纸业：文化纸涨价落地幅度虽还不大，但后续仍有党建需求的催化。公司产能投放以及原材料成本端优势带来的长期成长属性不变。

风险提示：行业需求恢复不及预期、行业价格战加剧等。

【石油化工】疫苗&OPEC+构成中期利好，RCEP 签署利好化纤需求——行业周报-20201122

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

疫苗&OPEC+构成中期利好，RCEP 签署利好化纤需求

截止本周五（2020.11.20，下同），Brent 油价为 45.24 美元/桶，较上周五（2020.11.13，下同）上涨 2.61 美元/

桶。疫苗&OPEC+构成中期利好的乐观情绪主导市场，后续仍需关注疫情控制情况与 11 月 31 日 OPEC+部长级会议；天然气方面，国家管网集团首提“平台经济”，加快构建“X+1+X”的天然气市场，上游供给端 LNG 进口动能有望增强，下游需求端受益成本优化，燃气普及率有望抬升，利好天然气产业发展；聚酯方面，涤纶长丝行业有望受惠于 RCEP 签订，进口端原料采购成本降低；出口端纺织服装有望放量，带动长丝需求。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。

短期供需格局有所承压，疫苗&OPEC+构成中期利好主导市场情绪

供给增加：根据 EIA 最新数据，11 月 13 日当周美国原油产量为 1090 万桶/天，周环比增加 40 万桶/天；根据 Baker Hughes 最新数据，11 月 20 日当周美国活跃钻井数 310 台，周环比减少 2 台；库存增加：11 月 6 日当周美国商业原油库存为 4.89 亿桶，周环比增加 76.9 桶；汽油库存为 2.27 亿桶，周环比增加 261.1 万桶。需求承压：10 月 30 日当周美国炼厂原油加工能力为 1862 万桶/天，与上周（10 月 23 日）持平；炼厂开工率为 77.4%，周环比上升 2.9%；美国油品消费量为 1956 万桶/天，周环比减少 62 万桶/天；汽油消费量为 826 万桶/天，周环比减少 50 万桶/天，创 5 月以来最大降幅。疫苗&OPEC+构成中期利好：辉瑞疫苗续上周（2020.11.09-2020.11.13）传出有效性超 90%利好消息后，本周（2020.11.16-2020.11.20，下同）表示有望在下月（2020 年 12 月）获美国和欧盟紧急授权，并在 12 月 25 日之前开始交付；OPEC+考虑推迟原定于一月份开始的增产 200 万桶/日(约占全球需求的 2%)，此前沙特和俄罗斯均积极表态。虽目前疫苗&OPEC+构成中期利好的乐观情绪主导市场，但短期内较难完全抵消疫情失控及封锁范围扩大引发的市场担忧，后续仍需关注疫情控制情况与 11 月 31 日 OPEC+部长级会议。

恒逸、新凤鸣两套装置投产，RCEP 签署利好化纤需求

恒逸海宁 12.5 万吨/年、新凤鸣中益 30 万吨/年两套长丝装置近期投产，本周长丝行业开工维持 87.44%；RCEP 的签订利好涤纶长丝行业，进口端降低原料采购成本，出口端纺织服装降低产品成本增加海外竞争优势，有望刺激长丝需求。价差方面：本周 PX-石脑油价差扩大 3.11%；PTA-PX 价差缩小 0.14%；涤纶长丝与 PTA、乙二醇的价差缩小 7.84%，双原料走势震荡偏强挤压价差。

国家管网集团首提“平台经济”，加快新型油气产供销储体系

天然气内外盘价差扩大：截止本周五（2020.11.20）（11 月 20 日）NYMEX 天然气价格为 2.67 美元/百万英热，周环比下跌 0.31 美元/百万英热，天然气内外盘价差为 1454.18 元/吨，周环比上涨 103.75 元/吨（8%），月环比上涨 975.60 元/吨（204%）。新型油气产供销储体系：国家管网集团层面首次公开提出“平台经济”概念，开放管网各个领域，以管容、管输服务为中心向上下游拓展。在上游，把管容服务与油气交易服务相结合，包括国内交易、国外交易、现货交易、期货交易；在下游，与用户服务相结合，既需满足管容需要，还需满足储气、调峰以及更精准的时段、地点的服务需求，构建以管容和管输服务为核心的油气产供储销生态体系，加快构建“X+1+X”的天然气市场机制，利好天然气产业发展。

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。

【商业贸易】10 月化妆品珠宝社零数据亮眼，完美日记登陆美股——商贸零售行业周报-20201122

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

10 月化妆品珠宝品类社零数据持续亮眼，完美日记正式登陆美股

11 月 16 日，国家统计局发布 10 月社零数据，2020 年 10 月我国社零总额为 38576 亿元，同比增长 4.3%，增速环比 9 月提升 1.0pct，其中餐饮消费同比+0.8%，增速 2020 年内首次实现转正。分品类看，粮油食品、饮料、烟酒等必选消费品类增速保持高位；可选消费方面，化妆品、金银珠宝、服装类同比分别+18.3%/+16.7%/+12.2%，持续亮眼。分渠道看，10 月当月实物商品网上零售额同比+23.6%，主要是受到双十一电商购物节（含直播）提前启

动影响。整体来看，10 月社零数据显示消费在稳健复苏，四季度受益于电商购物节等驱动，社会消费迎来旺季。11 月 19 日，完美日记母公司逸仙电商正式在纽交所挂牌上市，首日收盘价 18.40 美元，较发行价上涨 75.24%，总市值达到 122 亿美元。通过复盘公司发展经验，我们看到 DTC（direct-to-consumer，即直接面对消费者）模式扮演了重要角色。逸仙电商通过 DTC 模式高效运转，依托强数据中台，构建了覆盖供应链、产品、营销、渠道等四方面的全方位竞争优势。除逸仙电商外，目前上美集团、伽蓝集团、上海家化等化妆品巨头亦将数字化转型赋能作为公司发展的重要战略。我们认为，以数据为基础的强中台 DTC 模式，是美妆行业商业模式的迭代升级重要路径，未来行业企业将围绕数字化建设转型、不断提效赋能。

行业关键词：社零、完美日记、RCEP、社区团购、母婴新零售等

【社零】10 月社零同比增长 4.3%，餐饮消费增速在年内首次转正。

【完美日记】完美日记母公司逸仙电商上市，成美股中国化妆品第一股。

【RCEP】中国加入全球最大自贸区 RCEP。

【社区团购】社交电商平台悦淘旗下社区团购小程序淘邻居团正式上线。

【母婴新零售】永辉超市“优悦宝呗”加码母婴新零售。

板块行情回顾

本周（11 月 16 日-11 月 20 日，下同）零售板块（商业贸易指数）报收 3557.77 点，上涨 0.21%，跑输上证综指（本周上涨 2.04%）1.83 个百分点，板块表现在 28 个一级行业中位居第 23 位。各细分板块中，本周珠宝首饰、贸易、专业市场涨幅靠前，2020 年年初至今专业市场板块表现最好。个股方面，本周*ST 宏图（+14.7%）、兰州民百（+14.5%）、*ST 中商（+13.6%）等涨幅靠前。

投资建议：关注化妆品、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（三季度跨境电商淡季不淡，四季度延续高增长可期）；

投资主线三：颜值经济时代医美行业蓬勃发展，中游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。

【钢铁】继续看好钢铁股投资机会——行业周报-20201122

赖福洋（分析师）证书编号：S0790520100002

行业盈利持续改善，继续关注钢铁股投资机会

进入 11 月下旬，钢铁需求依然较强，而这种强势的表现一方面不断推动期货盘面修复深贴水，另一方面则进一步助推现货连续上行。虽然板材的盈利在 3-4 季度改善有目共睹，但 10 月以来，伴随着螺纹钢价格大幅拉涨，螺纹吨毛利在过去一个多月以来修复最为明显，从前期低点不到 100 元水平提升到目前近 430 元。若未来一段时间内行业盈利能得以维持，我们预计板块内相关建筑类钢企如四季度业绩环比将出现明显改善，部分涨幅居后的钢铁股有望迎来修复机会，对应的主要受益标的有方大特钢、三钢闽光、韶钢松山、凌钢股份等。除此之外，板材类受益标的包括宝钢股份、华菱钢铁、南钢股份、新钢股份等。

关注后期产业链冬储博弈情况

往年到了 12 月中旬以后，伴随着行业需求季节性回落，钢贸商的冬储意愿将对钢价涨跌起到重要。若贸易商对来年需求乐观，囤货需求反而将驱动钢价淡季走强，反之钢价则将趋弱整理。当前需求偏强，期现呈现螺旋式上涨之势，但需要注意的是，由于天气转冷，季节性波动规律难以避免，无论届时终端需求如何强劲都将逐渐向往年淡季平均水准靠拢，一如上半年 6 月螺纹表需向 7-8 月份靠拢。所以绝对淡季来临，钢价涨跌将更多由产业预期驱动，而鉴于当前钢价贸易商冬储意愿疲弱，我们预计未来某个时期钢价波幅将会加大。

板块重点数据跟踪

1、需求韧性较强：本周（2020.11.16-2020.11.20，下同）全国建筑钢材成交量均值 22.61 万吨，周环比上升 0.05 万吨。测算显示，螺纹钢消费表现 431.7 万吨，周环比下降 7.13%；热轧板卷消费表现 341.3 万吨，周环比上升 1.20%；

2、供应保持平稳：全国高炉开工率（163 家） 62.27%，周环比下降 0.13 pct；唐山钢厂产能利用率 80.63%，周环比下降 1.67 pct。五大品种全国周产量共 1075.2 万吨，环比增加 6.7 万吨，增幅 0.01%；

3、盈利继续改善：螺纹钢吨毛利 426 元，环比增加 24 元；热轧板吨毛利 297 元，环比下降 1 元；冷轧板吨毛利 379 元，环比增加 29 元；中厚板吨毛利-51 元，环比下降 26 元；

风险提示：终端需求大幅下滑、供给端释放超预期。

【化工】继续关注涨价、低库存品种，布局顺周期化工龙头——化工行业周报-20201122

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

本周（2020.11.16-2020.11.20，下同）行业观点：继续关注顺周期涨价品种，布局顺周期化工子行业龙头

国内终端需求大幅复苏及下游进入补库存周期，建议关注涨价、低库存品种。近期原油反弹，截至本周五（11 月 20 日，下同），WTI 原油报收于 42.44 美元/桶，较上周五（11 月 13 日，下同）上涨 5.76%；布伦特原油报收于 45.11 美元/桶，较上周五上涨 5.45%，原油价格上行支撑化工品价格上涨，截至本周五（2020.11.20）化工行业指数报 3652.63 点，较上周五上涨 2.12%；CCPI（中国化工产品价格指数）报 4233 点，较上周五上涨 2.44%。本周化工行业指数跑赢沪深 300 指数 0.34%。目前，有机硅、PC、PVC、PA66、粘胶短纤、氨纶等品种市场价格处于高位，且部分品种仍具有继续上行的空间，同时以上品种库存下游需求较为强劲，库存均处于低位。在当前时点，我们仍看好未来化工行业作为基础制造业继续复苏，继续建议布局化工顺周期子行业龙头，关注有机硅、粘胶、氨纶、PA66、PC、PVC、环氧丙烷、钛白粉等品种。

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；【绝对低估值龙头】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、新安股份、神马股份、滨化股份。

本周行业要闻：新凤鸣中益化纤二期项目投产；华峰集团己二腈项目开建

【石化行业】新凤鸣中益化纤二期年产 30 万吨纤维项目正式投产。11 月 18 日，新凤鸣发布公告，子公司中益化纤二期年产 30 万吨纤维项目于 2020 年 11 月 17 日正式投产。该项目的建成投产，标志中益化纤形成年产 60 万吨涤纶长丝产能，同时也实现了公司 500 万吨的涤纶长丝产能的阶段性目标，这将进一步优化公司产品结构、提高产品附加值，有效提升企业核心竞争力和市场占有率。

【己二腈/PA66 行业】自主技术打破国外垄断，华峰集团 30 万吨/年产己二腈项目开建。日前，华峰集团尼龙 66 一体化项目暨年产 30 万吨己二腈项目在渝举行开工仪式。这是我国首个自主研发的己二腈产业化生产技术，并应用于 30 万吨级的项目。己二腈项目是华峰集团“十四五”发展的战略重点项目，华峰集团将在突破己二腈“卡脖子”技术、提升生产工艺技术的基础上，力争 2025 年建成 30 万吨/年产己二腈项目。该项目不仅能改变国内己二腈“卡脖子”的现状，也有利于华峰提升产业的高端化水平及补强完整我国尼龙 66 一体化产业链。

【氟化工行业】东岳集团 150 万㎡全氟质子交换膜生产线一期工程顺利投产。11 月 18 日，氢能关键材料高峰论坛暨东岳集团 2021 产业链合作年会在新落成启用的东岳国际酒店举行，期间举行了东岳 150 万平米质子交换膜生产线一期工程投产仪式。这标志着东岳集团历经 16 年艰苦卓绝地科研攻关，与奔驰、福特进行实用性技术合作，成为全球两家能够为量产氢燃料电池汽车提供质子交换膜的企业之一，该项目投产也使东岳集团形成了氟、硅、膜、氢四大产业板块，有利于公司长远发展。

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。

【农林牧渔】种植链系列二：RCEP 对农产品贸易的影响——行业周报-20201121

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

周观察：RCEP 对农产品贸易的影响

近 5 年 RCEP 盟国贸易量增速加快，东盟逐步替代日韩成为主要贸易伙伴。2020 年 11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）正式签署，RCEP 由 15 个成员国组成，成员包括中国、日本、韩国、澳大利亚、新西兰和东盟十国。数据显示 RCEP 已经成为我国重要的贸易伙伴，近 5 年与 RCEP 同盟国进出口额年复合增长率为 2.9%，而进出口总额年复合增长率仅为 1.2%。分国别来看，前期日、韩是 RCEP 中与中国贸易最多的国家，但近 5 年东盟贸易量大幅增长，年复合增速达 5.97%。中国与发展中国家贸易存在增长潜力，未来随着协议进一步落实，贸易总量有望持续扩大。

对 RCEP 国家水产类、蔬菜类出口优势明显，肉及肉制品、谷物进口额或增加。由于国内农业发展相对滞后，农产品在国际贸易中的比较优势较弱，对美国、南美等农业强国的农产品进出口并未完全放开。与 RCEP 成员国农产品贸易方面，2019 年对东盟、日本、韩国水产鱼类及食用蔬菜净出口为正，国内水产及蔬菜出口优势明显。农产品进口方面，2019 年国内肉类缺口较大，导致对澳大利亚、新西兰肉及杂碎和肉制品进口量增加，净出口额为负数。谷物方面，对东盟和澳大利亚的谷物进口需求较高，预计未来 2-3 年，在国内饲料用粮缺口的拉动下，谷物进口额有望持续增长。

周观点：生猪补栏积极性高，动保产品需求加速释放

据农业农村部数据，2020 年 10 月能繁母猪和生猪存栏继续回升，存栏量同比分别增长 31.5%及 26.9%。随着生猪加快恢复，动保企业未来三年（2020 年-2022 年）业绩增速确定，看好动物保健板块投资机会。建议关注具备研发工艺壁垒的平台型企业，重点推荐普莱柯、科前生物。

本周重点新闻（11.16-11.20，下同）:农业农村部：10 月能繁母猪存栏同比增长 31.5%

【农业农村部：10 月份能繁母猪、生猪存栏同比分别增长 31.5%、26.9%】

【农业农村部：元旦春节期间猪肉价格或上涨】

【交通运输部：进口冷链食品物流疫情防控技术指南出台】

【国务院办公厅印发《关于防止耕地“非粮化”稳定粮食生产的意见》】

本周价格跟踪（11.16-11.20）：生猪、鸡苗、毛鸡、种鸡、鸭苗、毛鸭、对虾、大宗商品价格上涨，仔猪、中速鸡、817 毛鸡、草鱼、鲈鱼价格下跌

生猪养殖：根据 Wind 数据，本周全国 22 省市生猪平均价 29.39 元/公斤，环比上涨 0.14%；22 省市仔猪平均价 87.86 元/公斤，环比下跌 1.63%。白羽肉鸡：据 Wind 数据，本周鸡苗均价 3.65 元/羽，环比上涨 38.78%；毛鸡均价 8.32 元/公斤，环比上涨 6.53%。

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】山西政府表态平稳煤炭债市，继续看好煤炭股修复行情——行业周报-20201121

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

山西政府表态平稳煤炭债市，继续看好煤炭股修复行情

本周（2020.11.16-2020.11.20，下同）动力煤价格再现涨势，秦港动力煤现货平仓价微涨至 611 元/吨，主因产地安检工作对产能释放形成短期影响；北港库存低位，且结构性缺货情况犹存。本周需求向好符合预期，供给仍有不确定因素：需求方面，本周大范围降温且迎来雨雪天气，供暖及用电需求支撑电厂耗煤，浙电日耗呈增长趋势；产地供给方面，保供工作仍持续推进，但前期事故引发安检力度加大，产地局部停减产对产能释放形成短期扰动；进口方面，本周南方地区或新增少量进口配额，在澳煤限令及产地保供为主的政策背景下形成不确定因素。后期判断，需求方面，随着气温持续下降，供暖季全面开启，叠加今冬的冷冬预期，供暖需求将支撑电厂日耗明显增长，同时建材、化工、钢铁、水泥等其他下游产业的高开工率也将支撑非电用煤需求；供给方面，虽然前期事故引发的产地局部停减产对保供形成压力，但本周发改委继续强调煤企增产增供，对未来产运销多方面进行安排，体现保供政策决心，产地增产仍将持续推进；进口方面，南方新增配额规模较小且未获官方证实，后期保供或仍以产地增产为主，需关注未来进口煤通关动态。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，20 日习近平指出中方将积极考虑加入 CPTPP，持续推进区域经济一体化，继 RCEP 后全球经济复苏再添积极信号。行业方面，永煤债券违约后山西发布“一封信”维护山西国企信誉，山煤也表态强调省内信用机制稳定，提振市场信心；西山煤电拟更名，资产证券化将持续深化。从三季报来看，煤价修复下行业整体业绩环比改善趋势确立，持续看好煤企估值修复。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：本周港口煤价微涨，发改委再提保供稳价决心

本周（2020 年 11 月 16 日-11 月 20 日，下同）港口动力煤价微涨至 611 元/吨，主要受产地安检限产及港口低库存影响。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：本周焦炭涨&焦煤稳，供给收紧促成焦价第七轮提涨

焦炭方面，本周焦价落实第七轮提涨。需求方面，钢价持续上涨，钢厂开工率高位，对焦价提涨接受度良好；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

【商业贸易】从完美日记，看 DTC 模式如何打造彩妆“国货之光”——行业深度专题报告-20201120

黄泽鹏（分析师）证书编号：S0790519110001 | 符超然（联系人）证书编号：S0790120080062

1.“颜值经济”时代，化妆品彩妆赛道持续高景气；新生代美妆消费者积极拥抱“国货之光”

受益于颜值经济时代消费者对“美”的追求，我国化妆品行业近年来持续高景气，其中彩妆细分赛道三年 CAGR 达 25%，增速更高。从消费人群看，Z 世代和千禧年已成为化妆品消费主力军（根据 CIC 数据，二者人口合计占比 30%，但化妆品消费贡献接近 60%）。新生代美妆消费者的一大突出特征是对国货接受程度提高，而完美日记正是

彩妆优质国货品牌的代表。2020 年 11 月 19 日，完美日记母公司逸仙电商正式在纽交所挂牌上市，首日收盘价 18.40 美元，总市值达到 122 亿美元。逸仙电商通过 DTC 模式高效运转，仅用 4 年打造出彩妆领域“国货之光”完美日记，成为行业典型案例。

2.逸仙电商（完美日记）：高速成长的国产多品牌化妆品龙头，DTC 模式打造彩妆类目 NO.1

逸仙电商 2019 年销售总额 35 亿元，同比增长 363.7%；2020 前三季度销售总额 38 亿元，同比增长 70.2%。公司通过旗下完美日记、小奥汀、完子心选、Gal é nic 四大品牌涵盖彩妆、护肤类目，其中完美日记品牌连续两年双十一位居彩妆类目销售第一名。逸仙电商创始团队具备丰富电商&消费领域运营经验，在公司发展历程中，高瓴资本、真格基金等明星一线投资机构持续加码。

3.DTC 商业模式：依托强数据中台支撑，为企业带来供应链、产品、营销、渠道等全方位竞争优势

DTC （direct-to-consumer）即“直接面向消费者”商业模式，采用 DTC 运营的企业通过强数据中台模式，创造多方面的竞争优势。以逸仙电商为例，公司数据中台由超 200 名 IT 工程师（在总部人数占比超 20%）组成，通过数据中台将数据加工成市场研究数据、销售数据、用户行为数据三种，为公司带来覆盖供应链、产品、营销、渠道等四方面的全方位竞争优势。

1）供应链：高效供应链运营能力，新产品从概念定义到发布，时间缩短至 6 个月，显著低于国外品牌 7-18 个月水平。2）产品：DTC 模式直接面向消费者，通过分析消费者行为，更好把握消费者需求；2019 年完美日记单品包揽眼影品类冠亚军，也是国内唯一在天猫实现每月 GMV 均超 1 亿元的彩妆品牌。3）营销：逸仙电商通过公域流量（小红书、微博）获取新用户实现成交，通过私域流量运营提升用户生命周期完成复购，形成消费闭环。4）渠道：DTC 模式下渠道缩短、效率提升，同类产品完美日记价格仅为海外品牌一半左右，构成极致性价比；此外，通过渠道管理（强中台供应链和仓储管理分析），存货周转率显著高于行业。

风险提示： 1）行业竞争加剧；2）线下渠道恢复不及预期；3）宏观经济风险。

【通信】5G 赋能，民用引领，无人机产业迎来新变革——行业深度报告-20201119

赵良毕（分析师）证书编号：S0790520030005

5G 技术赋能无人机行业，无人机行业应用场景拓展市场空间增厚

5G 通信技术具备 uRLLC、eMBB、mMTC 三大特性，相对 4G 在连接速度、流量密度、峰值速率、移动性等指标上有较大幅度提升，5G 与无人机的结合不仅包括新一代网络的接入，还有边缘计算技术等方面提高。技术的提升将催化下游产业更新发展，使得“5G+无人机”在 VR 直播、城市园区安防、高清直播、电力巡检、基站巡检、无人机物流、无人机水务、野外科学勘测等民用领域快速拓展、完善、升级。根据前瞻产业研究院数据显示，预计 2025 年我国无人机市场总规模将会达到约 1500 亿元，2020-2025 年年均复合增速约为 28.6%，增速较快。

军用无人机核心竞争力为卫星系统，国内市场增长确定性强且增速较快

军用无人机市场占据无人机市场主流地位，根据前瞻产业研究院数据显示，全球军用无人机年均增速约在 11%。军用无人机主要应用于超视距任务，其无人机的通讯系统是由地面站点、通讯卫星以及 GPS 卫星共通组成，由此卫星通讯系统的构建成为了军用无人机竞争的关键因素。根据 Markets and Markets 数据，2018 年我国军用无人机市场规模约为 15.94 亿美元，2025 年预计将达到 98.66 亿美元，年均复合增速约为 29.7%，未来我国军用无人机在市场及技术方面都将存在较大的发展潜力，市场空间较大，目前行业处于产业发展初期向上阶段。

工业及消费无人机在 5G+工业互联网大潮下应用加速拓展

民用无人机市场在 5G 大潮加速来临下，行业景气度上升，“5G+工业互联网”催生工业级无人机增长新空间，5G 低时延等特性构建消费级无人机市场新增长空间。工业级无人机方面，目前我国工业无人机主要应用于农业植保方面，根据前瞻产业研究院数据显示，预计 2020 年我国工业无人机体量约为 128 亿元，2020-2025 年 CAGR 达

39%，结合 5G 技术应用场景有望拓宽；消费级无人机方面，全球市场呈现明显的头部集中趋势，根据前瞻产业研究院数据显示，我国大疆公司占据全球超 80%的市场份额。随着 5G 进一步普及及用户数逐步增长，根据 Fortune Business Insight 数据显示，我国消费级无人机市场规模有望从 2020 年的 230.2 亿元增长至 2025 年的 846 亿元，2020-2025 年 CAGR 达 29.74%。

新的发展阶段下，新模式、新机遇来临，无人机产业链值得重点关注

5G 网络提供从无线网到核心网的整体网络解决方案，伴随着 5G 网络的正式商用，在 5G 全方面技术提升的推动下，无人机应用的网络限制正在被逐步破除，新模式、新机遇来临，新的行业应用领域将会被不断拓展、深化。5G 作为无人机行业发展的加速剂，或将深刻改变行业目前的现状，带来新的发展变革机遇，相关产业链上市公司需重点关注。受益标的：华测导航（300627）、海格通信（002465）、安达维尔（300719）。

风险提示：5G 建设不及预期风险；全球贸易摩擦加剧风险

【计算机】周观点：把握工业软件投资机会——行业周报-20201122

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

一周市场回顾：本周（11 月 16-20 日，下同），沪深 300 指数上涨 1.78%，计算机指数下跌 0.70%。

周观点：把握工业软件投资机会

1） 需求释放和技术成熟，加速千亿市场开启

工业软件和工业互联网是推动国内企业数字化和智能化转型的重要工具，对提升国内制造业的利润水平和保质提效有重要意义。根据麦肯锡的预测，2019-2029 年间，美国和西欧的潜在生产力增长预计每年至少可达 2%，其中大约 60%是通过数字化实现的，说明数字化对经济体生产力驱动的重要性。因此，我们认为随着 5G、物联网、云计算、模拟和仿真技术等多技术的成熟，预期的产线智能化已逐步可以实现。考虑未来国内制造业成本优势的下降和企业受益信息化和自动化产线的利好兑现，制造业未来将继续拥抱数字化、智能化转型，加大投入。

2） 国产率提升空间大，持续看好国内工业软件的发展

我国工业互联网和工业软件市场增速远超全球，根据前瞻经济学人预测，我国工业互联网市场规模将于 2025 年达到 1.2 万亿。目前，国产工业软件存在高端产品少、低端产品多、技术产品少、管理产品多的格局，尤其是在研发设计类和生产控制类产品市场占比低，随着国产厂商实力的提升，市场份额有望持续扩大。

3） 龙头公司上市在即，有望催化板块投资机会

中控技术作为国内智能制造解决方案领域的领军企业，其数控系统 DCS、SIS 产品打破了跨国企业的垄断，实现我国工业大规模控制系统的国产化；而中望软件是国内少有的工业级 CAD/CAE 产品提供商，其二维和三维 CAD 产品均为自主研发，产品核心模块不依赖于第三方供应商，有望突破高端市场，板块效应初显。

投资建议：

重点推荐国联股份、淳中科技、中科曙光、华宇软件、深信服。

1）云计算：推荐金山办公、用友网络、广联达、宝信软件、鼎捷软件；其他受益标的包括浪潮信息、致远互联、新开普、泛微网络、福昕软件、石基信息、辰安科技。

2）网络安全：推荐深信服、绿盟科技、奇安信、启明星辰、安恒信息、迪普科技；其他受益标的包括南洋股份（天融信）、美亚柏科、拓尔思、中新赛克。

3）信创行业：推荐中科曙光、金山办公、华宇软件、超图软件；其他受益标的包括中孚信息、神州数码、中国长城、中国软件、诚迈科技、北信源、太极股份、东华软件、东方通等。

4）金融 IT：受益标的包括恒生电子、长亮科技、宇信科技、神州信息、同花顺。

5）医疗 IT：推荐卫宁健康、创业慧康、久远银海，受益标的包括思创医惠、万达信息。

6）人工智能：受益标的包括科大讯飞、中科创达、千方科技、汉王科技等。

风险提示：上游行业 IT 支出不及预期；疫情影响全年业绩；人才流失风险。

【石油化工：中海油服(601808.SH)】疫苗利好&OPEC+提振油价，量价反弹看好公司价值——公司点评报告-20201120

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

疫苗利好&OPEC+提振油价，量价反弹看好公司价值。维持“买入”评级

辉瑞疫苗有望最快年内交付，OPEC+有望延长减产协议，供需两端双重利好下，油价中枢预期迅速抬升；按照以往的经验，年底将签署 2021 年的订单价格，当前油价中枢预期抬升趋势明显，费率上调空间较大，2021 年海外订单有望放量，业绩反弹空间较大。我们维持盈利预测，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 26.5/33.9/43.8 亿元，同比增 5.8%/28%/29.2%，EPS 分别为 0.55/0.71/0.92 元；当前股价对应 PE 分别为 23.0x/18.0x/13.9x，维持“买入”评级。

辉瑞疫苗有望最快年内交付，OPEC+有望延长减产协议

辉瑞疫苗有望年内交付：辉瑞合作伙伴 BioNTech 的 CEO 尤古尔-萨辛周三表示，两公司合作开发的新冠病毒疫苗可能在下月获美国和欧盟紧急授权，并在 12 月 25 日之前开始交付。此前辉瑞宣布，最终试验结果显示其疫苗有效性高达 95%，并且没有严重副作用；OPEC+有望延长减产协议：增产石油输出国组织及其合作伙伴(OPEC+)于本周一召开一次在线会议，联合技术委员会得出结论，因新冠疫情复燃和各国推出新的封锁政策，OPEC+正考虑推迟原定于一月份开始的增产 200 万桶/日(约占全球需求的 2%)，以支持市场，此前沙特和俄罗斯均积极表态。供需两端双重利好下，油价中枢预期迅速抬升，景气反转趋势明显。

能源保供政策的强支撑已验证，油价回暖量价反弹空间较大

能源保供政策强支撑：在全球疫情和国际油价低位震荡的逆境下，中海油前三季度资本开支达 540 亿元（同比+1.6%），净产量达 3.89 亿桶当量（同比+5.8%），国内部分净产量达 2.63 亿桶当量（同比+13%），在周期底部体现了中海油对我国能源保供政策的强执行力，有力支撑中海油服业绩，公司前三季实现归母净利润 21.6 亿元（同比+1.69%）。在轻资产策略指引下，当前油技服务毛利占比已过半，并在各项技术应用上取得了突破，国际的认可度不断提高，未来国际市场份额有望提高。油价回暖量价反弹空间大：按照以往的经验，年底将签署 2021 年的订单价格，当前油价中枢预期抬升趋势明显，费率上调空间较大，2021 年海外订单有望放量，业绩反弹空间较大。

风险提示：油价大幅波动风险、日费大幅下调风险、政策推进不及预期风险

【轻工制造：共创草坪(605099.SH)】行业空间广阔，全球人造草坪龙头稳健增长——公司首次覆盖报告-20201120

吕明（分析师）证书编号：S0790520030002

业绩稳健增长的全球人造草坪龙头，首次覆盖给予“买入”评级

公司是全球人造草坪龙头。2016-2019 年公司稳健增长，收入 CAGR 达 12.7%，归母净利润 CAGR 达 7.6%。短期看，越南产能逐步投产有望突破产能瓶颈并提升成本优势。长期看，人造草坪属于新兴行业，行业仍有较大增长空间。我们预测公司 2020-2022 年归母净利润为 4.07/4.84/5.79 亿元，对应 EPS 为 1.02/1.21/1.45 元，当前股价对应 PE 分别为 30.6/25.7/21.5 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

行业：人造草坪行业前景广阔，公司全球市占率第一

与天然草坪相比，人造草坪不受天气等客观条件限制的普适性和成本优势是其竞争力的基础。而产品迭代下的性能提升则使其近年逐渐进入了主流市场。2019 年，全球人造草坪销售金额为 178 亿元人民币，销量为 297 百万平方米，2015-2019 年销量 CAGR 为 14.8%。其中，分品类看，境外休闲草和境内运动草市场是近年最具潜力的两个细分市场。从竞争格局看，人造草坪行业整体集中度较高，我国是第一大出口国和主要消费国之一。公司全球市占率达 15%，位列第一。

研发优势、权威组织认证资质和渠道积累构筑公司竞争壁垒

1）研发：2019 年公司研发费用 5594 万元，并且公司还拥有一支经验丰富的研发团队。2）认证资质：高端运动草市场资质壁垒较高。而公司是亚洲唯一同时获得 FIFA、World Rugby 和 FIH 人造草坪优选供应商资质的品牌。3）渠道积累：由于公司海外休闲草主要通过批发客户进行贴牌生产销售，因此下游客户的渠道竞争力和公司与下游批发客户合作的稳定性是公司休闲草业务的竞争壁垒之一。

未来展望：越南基地突破产能瓶颈，产业链延伸带来增量空间

公司产能较为紧张，越南基地投产能有效缓解产能压力。同时，越南基地具有生产成本和税收等优势。而展望公司长期空间，我们认为增长主要源于：1）行业下游需求增长；2）向上游原材料延伸，通过提升原材料的自给程度提升盈利能力；3）向下游铺装等环节继续延伸，2019 年公司已成立分公司开展铺装业务。

风险提示：原材料价格大幅波动；汇率大幅波动；海外贸易摩擦加剧等

【煤炭开采：宝丰能源(600989.SH)】产品价格大涨推升业绩，看好公司价值和成长空间——公司信息更新报告-20201120

张绪成（分析师）证书编号：S0790520020003

产品价格大涨推升业绩，看好公司价值和成长空间。维持“买入”评级

近期聚烯烃和焦炭价格大涨推升业绩，内蒙项目施工进展顺利，公司未来五年均处于产能释放期，成长空间较大；近三月小非通过大宗交易减持累计超 20 亿元，股价压制因素逐步消解。我们维持盈利预测，2020-2022 年公司归母净利润分别为 45.0/55.6/67.3 亿元，同比增长 18.4%/23.5%/21.0%，EPS 为 0.61/0.76/0.92 元；对应当前股价 PE 为 19.4x/15.7x/13.0x，维持“买入”评级。

烯烃焦炭价格大涨&检修因素排除，期待 Q4 量价齐升

根据 Wind，当前聚丙烯价格 8359 元/吨（较 Q3 均价上涨 566 元/吨），聚乙烯价格 7750 元/吨（较 Q3 均价上涨 586 元/吨），烯烃均价 8055 元/吨，烯烃不含税均价 7128 元/吨。考虑煤炭涨价的影响，当前吨烯烃完全成本 3900 元，吨净利 2744 元，公司 Q2 已完成设备检修工作，Q3 进入正常生产状态，以开工率正常水平 110%计算，单季烯烃产能达 33 万吨，权益 100%，烯烃板块创造业绩 9.1 亿元；根据 Wind，当前二级冶金焦价格 1830 元/吨（较 Q3 均价上涨 335 元/吨），经测算吨焦净利保守可达 600 元/吨（包括 150 元/吨的煤炭贡献），开工率 110%，以公司单季焦炭产量 110 万吨计算，焦炭板块贡献业绩 6.6 亿元，另外预计精细化工贡献 1 亿元，因此我们预测公司 Q4 单季利润可达 16.7 亿元，环比上涨约 58%。

内蒙项目开展顺利，未来五年产能持续扩张

内蒙项目开展顺利：根据内蒙古日报，自治区党委书记石泰峰视察宝丰能源鄂尔多斯基地施工现场（已施工），提出打造全国煤基产业标杆项目的愿景，体现了地方对公司项目的高度重视，此前公司与工商银行、交通银行签订了 300 亿元和 200 亿元的战略合作协议，保障资金需求。未来五年产能持续扩张：公司规划烯烃产能从 120 万吨到 620 万吨，焦炭从 400 万吨到 700 万吨，煤炭从 750 万吨到 3000 万吨。2021 年底 300 万吨焦炭投产，2022 年底 100 万吨烯烃投产，2024 年中 400 万吨烯烃投产（或更提前），我们预计，全部达产后业绩有望超 200 亿元。

近三月小非减持累积超 20 亿元，股价压制因素逐步消解

9 月以来公司股价出现回调，并在 10 元左右横盘震荡，我们认为主要原因为限售股解禁以及市场对小非减持的担忧，但实际情况来看，小非基本通过大宗交易完成减持，对二级市场并没有形成抛压。公司在近三月内累计发生 175 笔大宗交易，减持累计约 20.09 亿元，减持的压力已充分释放，股价压制因素逐步消解。

风险提示：产品价格下跌风险、原材料价格上涨风险、新建项目不及预期风险

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（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