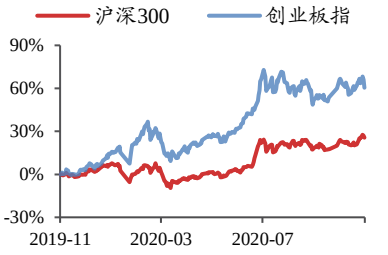
2020 年 11 月 12 日

开源晨会 1112

——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(%)
建筑材料	1.85
采掘	1.37
建筑装饰	1.15
钢铁	1.06
房地产	0.84

数据来源：贝格数据

昨日涨跌幅后五行业

行业名称	涨跌幅(%)
电子	-3.65
汽车	-3.17
计算机	-2.89
电气设备	-2.79
医药生物	-2.3

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，或为信用“收缩”之年——宏观经济专题-20201111

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。受杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等影响，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右。

行业公司

【农林牧渔】10 月上游供给小幅收缩，短期禽链价格或回暖——行业点评报告-20201111

10 月商品代鸡苗高位小幅回落，销量为 6072.93 万羽，环比下降 2.51%，上游供给端出现了小幅收缩，整体收缩幅度不大。短期来看供给端有望小幅回落，增长趋势受到抑制，中长期来看上游鸡苗出栏量仍较多，行业供给量较充足。11 月生猪消费旺季来临，猪肉需求开始回升，猪价将止跌回暖，毛鸡价格有望随猪价出现恢复。整体来看禽链基本面供给偏松趋势仍难改变，价格景气度进入下行通道，建议关注肉制品渠道稳步发展、养殖成本不断改善的全产业链龙头企业圣农发展。

【医药：恒瑞医药(600276.SH)】前瞻进取的中国创新药龙头——公司首次覆盖报告-20201111

恒瑞医药 2011 年首个创新药艾瑞昔布上市，2014 年阿帕替尼上市，特别是 2018 年至今已有硫培非格司亭、吡咯替尼、卡瑞利珠单抗和甲苯磺酸瑞马唑仑等多个创新药上市，公司创新药步入收获期。我们预计 2020-2022 年归母净利润为 64.88/80.89/98.99 亿元，同比增长 21.8%/24.7%/22.4%，当前股价对应 PE 分别为 72.3/58.0/47.4，首次覆盖给予“买入”评级。

【电子：歌尔股份(002241.SZ)】子公司拟分拆上市，助力微电子业务发展——公司信息更新报告-20201111

公司拟筹划分拆歌尔微电子上市，歌尔微电子主要从事公司 MEMS 麦克风、MEMS 传感器、微系统模组等相关产品的设计、制造和销售，结合前期公司 MEMS 业务已位列全球第九，分拆上市能够更好地整合资源并做大做强微电子业务，并与公司主体的“零件+成品”战略规划形成协同。我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 516.7/714.7/890.6 亿元，2020-2022 年 EPS 为 0.89/1.17/1.46 元，当前股价对应 PE 为 50.7/38.6/31.0 倍，维持“买入”评级。

研报摘要

总量研究

【宏观】2021 年，或为信用“收缩”之年——宏观经济专题-20201111

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

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。受杠杆行为减弱、非标收缩和地产调控等影响，2021 年社融和 M2 增速或双双在 10%左右。

逻辑一：“后疫情”时代，政府杠杆行为对信用派生的拉动，可能趋于减弱

随着经济逐步修复、债务约束增强等，政府债券和平台融资放量或较难持续。疫情背景下，政府债券明显放量，地方债、国债和特别国债合计较 2019 年增加 3.6 万亿元至 8.51 万亿元；前 9 个月城投债和基建贷款合计较 2019 年同期增加超 1.4 万亿元。受此影响，地方债务率或抬升至 92%左右、接近 100%预警线，对地方举债空间压制增强。伴随经济逐步修复，特别国债和平台融资，或较难持续扩张。

防风险重视度提升下，地方加杠杆的“冲动”也可能减弱。7 月政治局会议指出，要“实现稳增长和防风险长期均衡”；财政部等多次强调，加强地方政府隐性债务常态化检查，有效遏制隐性债务增量等。随着政策重心向防风险倾斜，城投债净融资规模回落，募资注明用于“借新还旧”的比例有所回升、3 季度达 82%。

逻辑二：随着资管新规过渡期临近到期，非标融资或加速收缩，进而拖累社融

随着资管新规过渡期临近到期，资管产品收缩压力或趋于加大。资管新规落地后，券商定向资管、单一资金信托和基金子公司专户一对一规模持续收缩，2020 年 6 月末分别较 2017 年末下降 6.7 万亿元、4.6 万亿元和 2.7 万亿元。尽管资管新规过渡期延长至 2021 年底，不涉及监管标准变化，通道业务仍面临较大调整压力。情景分析显示，2020 年下半年至 2021 年，通道产品收缩或在 8-13 万亿元左右。

资管产品收缩，或加速非标融资的收缩。通道业务大多直接或间接投资非标债权类资产，券商通道业投向委托和信托贷款占比达 22%，如果考虑嵌套，非标融资占比可能更高。通道业务等收缩，或加速非标融资收缩，进而影响信用环境。例如，2018 年委托和信托贷款收缩 2.3 万亿元，拖累社融增速回落超 1 个百分点。

逻辑三：地产调控收紧、部分城市销售回归常态，对地产融资影响或逐步显现

地产调控收紧下，房地产开发贷和债券等融资承压。房地产开发贷、房企债券和居民住房贷款等，是年初以来信用扩张重要因素，其中前 3 个季度房地产开发贷和个人住房贷款合计 4.3 万亿元、占全部贷款的 27%。地产调控收紧、尤其对房企“三道红线”约束，推动房企降杠杆，或拖累部分房地产开发贷和债券等融资。

伴随部分热点城市地产调控效果逐步显现、普通三四线销售回归常态，地产销售对居民贷款的影响或逐步显现。5 月以来，一线和部分热点二线城市得益于稳增长“外溢效应”等，销售“量价”齐升；普通三线及以下城市在“以价换量”提振下，销售面积也较快修复。8 月以来，部分热点城市调控收紧，对销售的拖累或逐步显现；普遍三、四线城市销售修复最快的阶段或已过去，逐步回归常态。

风险提示：防风险措施升级，机构负债压力上升。

行业公司

【农林牧渔】10 月上游供给小幅收缩，短期禽链价格或回暖——行业点评报告-20201111

陈雪丽（分析师）证书编号：S0790520030001

10 月禽链持续亏损，上游供给小幅收缩

10 月中上旬是中秋及国庆双节假期，假期间国内白羽肉鸡出栏量减少，鸡价小幅走高，假期后屠宰企业收购积极性稳定，节后毛鸡价格整体表现为企稳，10 月国内白羽肉鸡价格整体稳中有升。养殖利润方面，9 月下旬肉鸡养殖户集中出栏，养殖户亏损严重，最高亏损接近 4 元/只，受前期亏损严重影响，毛鸡出栏量减少。上游供给方面，据中国禽业协会数据显示，8 月以来父母代鸡苗销量下滑，10 月商品代鸡苗高位小幅回落，销量为 6072.93 万羽，环比下降 2.51%，上游供给端出现了小幅收缩，整体收缩幅度不大，相比 2019 年仍处于高位。短期来看，供给端有望小幅回落，增长趋势受到抑制，中长期来看，上游鸡苗出栏量仍较多，行业供给量较充足。11 月局部地区已经开始进行腊肉腌制，生猪消费旺季来临，猪肉需求开始回升，猪价将止跌回暖，毛鸡价格有望随猪价出现恢复。整体来看，禽链基本面供给偏松的趋势仍难以改变，价格景气度进入下行通道，建议关注肉制品渠道稳步发展、养殖成本不断改善的全产业链龙头企业圣农发展。

10 月鸡苗企业销量增长，收入及单价环比均小幅下降

10 月鸡苗企业销售价格及收入环比及同比均出现下降，但上游大厂仍保持鸡苗销量增长，10 月益生股份鸡苗销量为 4912.88 万只，同比及环比分别变动 27.29%及 10.16%；民和股份鸡苗销量为 2812.80 万只，同比及环比分别变动 2.04%及 3.50%。

10 月鸡肉企业生品销量环比增长，价格环比下降

受行业价格不景气影响，鸡肉及肉制品加工企业，鸡肉产品价格环比出现下降。仙坛股份 10 月实现鸡肉销售销售均价 8108.74 元/吨，环比下降 4.90%。圣农发展 10 月实现鸡肉销售均价 10102.04 元/吨，环比下降 0.86%。

10 月黄羽鸡需求表现不佳，均价环比下降

中秋节、国庆节及重阳节均在 10 月份，受疫情影响，秋补时并未出现销售强劲的表现，10 月黄鸡下游消费需求不及预期，黄羽鸡价格出现下跌。。温氏股份、立华股份及湘佳股份 10 月销售均价分别为 12.66、11.82 及 10.22 元/公斤，环比分别下跌 5.31%、9.49%及 14.19%。

风险提示：禽养殖产业链供给大幅增加，价格下跌，企业亏损；出现禽流感等疫情，导致需求端及供给端受到严重影响；下游消费复苏不及预期。

【医药：恒瑞医药(600276.SH)】前瞻进取的中国创新药龙头——公司首次覆盖报告-20201111

杜佐远（分析师）证书编号：S0790520050003 | 王斌（分析师）证书编号：S0790520070005

中国创新药龙头企业，首次覆盖给予“买入”评级

恒瑞医药是中国创新药龙头企业，公司以专科仿制药起步，逐步建立起创新药研发体系。2011 年首个创新药艾瑞昔布上市，2014 年阿帕替尼上市，特别是 2018 年至今已有硫培非格司亭、吡咯替尼、卡瑞利珠单抗和甲苯磺酸瑞马唑仑等多个创新药上市，公司创新药步入收获期。我们预计 2020-2022 年公司收入分别为 283.93/356.59/432.26 亿元，同比增长 21.9%/25.6%/21.2%，归母净利润为 64.88/80.89/98.99 亿元，同比增长 21.8%/24.7%/22.4%，当前股价对应 PE 分别为 72.3/58.0/47.4，首次覆盖给予“买入”评级。

PD-1/L1 单抗销售峰值有望超百亿，多个已上市/在研药物具备大品种潜力

通过研究帕博利珠单抗和纳武利尤单抗全球销售情况，我们认为大适应症获批情况对于 PD-1/PD-L1 单抗销售额起到决定性作用。卡瑞利珠单抗在大适应症获批及临床研究中进度领先，优势明显，虽然卡瑞利珠单抗上市时间晚于竞品，但 IQVIA 数据显示其销售额呈现出快速增长态势，市场份额迅速扩大，保守预计公司 PD-1/L1 单抗（卡瑞利珠单抗+SHR-1316）销售峰值有望超百亿。阿帕替尼新适应症获批后仍有增长空间；吡咯替尼临床数据优异纳入医保后快速放量；氟唑帕利以复发性卵巢癌适应症申报上市，多个已上市和在研药物具备大品种潜力。

后续研发管线储备丰富，慢病、自身免疫疾病用药等有望成为中长期增长点，licence-in 值得期待

目前瑞格列汀、恒格列净已经申报生产，SHR-0302、SHR-1314 等潜在重磅品种进入临床 II 期研究，慢病、自身免疫疾病用药等有望成为中长期增长点，2019 年公司相继引进眼科、抗感染用药，未来有望通过 licence-in 的方式拓展新的治疗领域。公司后续研发管线储备，已经前瞻性布局了多个肿瘤免疫治疗新靶点，进一步巩固龙头地位。

风险提示：创新药临床研究失败，上市后竞争激烈，销售峰值低于预期；药品集采快速推进，降价幅度超预期。

【电子：歌尔股份(002241.SZ)】子公司拟分拆上市，助力微电子业务发展——公司信息更新报告-20201111

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

拟筹划子公司分拆上市，战略性聚焦微电子业务，维持“买入”评级

公司拟筹划分拆歌尔微电子上市，歌尔微电子主要从事公司 MEMS 麦克风、MEMS 传感器、微系统模组等相关产品的设计、制造和销售，结合前期公司 MEMS 业务已位列全球第九，亦是唯一一家进入全球前十的中国企业，分拆上市能够更好地整合资源并做大做强微电子业务，并与公司主体的“零件+成品”战略规划形成协同。我们维持盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 516.7/714.7/890.6 亿元，2020-2022 年归母净利润分别实现 28.9/37.9/47.2 亿元，同比增长 125.3%/31.5%/24.5%，对应 EPS 为 0.89/1.17/1.46 元，当前股价对应 PE 为 50.7/38.6/31.0 倍，维持“买入”评级。

微电子业务整合初具雏形，分拆上市助力资本投入

公司曾于 2019 年 12 月 10 日审议通过《关于公司微电子相关业务整合的议案》，议案同意公司将微电子相关业务整合至全资子公司歌尔微电子有限公司体内，方案实施完成后，微电子业务由歌尔微电子协同其子公司潍坊微电子、荣成歌尔实体实现一体化经营运作。2020H1，公司对歌尔微电子投资的账面价值达到 8.05 亿元。本次是在前期整合的基础上推动更进一步的战略规划，审议通过了《关于筹划控股子公司分拆上市的议案》，同意公司控股子公司歌尔微电子有限公司筹划分拆上市事项，并授权公司及经营层启动分拆歌尔微电子上市的前期筹备工作，预计分拆上市后将扩大研发及量产规模，加快推动微电子业务发展。

看好公司“零件+成品”业务布局，卡位消费电子终端迭代

公司步入“零件+成品”发展战略落地期，形成精密零组件业务、智能声学整机业务、智能硬件业务三大板块。歌尔微电子分拆后将获得充分的资本支持，提升声学 MEMS 产品研发能力及量产能力，推动零件板块的成本下行，加快业务垂直一体化，把握 TWS 耳机、AR/VR 终端产品的迭代浪潮。

风险提示：歌尔微电子分拆进度低于预期、下游需求不及预期、TWS 耳机行业竞争格局恶化、VR/AR 产品导入节奏放缓、汇兑损益风险。

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