策略研究

国都投资研究周报 2021.9.22-9.24

本周策略：

内外担忧因素或有惊无险

一、市场焦点：内外担忧因素或有惊无险

1、**市场焦点：内外扰动因素发酵，避险情绪升温。**9 月下旬以来，外部不确定风险这一扰动因素发酵：随着美联储 9/22 议息会议临近，市场对于美联储 Taper 边际调整信号担忧逐步升温，同时美国两党对于提高美国债务上限迟迟未能达成一致意见；同时，国内局部风险也逐步发酵：个别房企龙头的信用危机日益恶化，使得市场担忧其扩散传染成金融风险的可能性，拖累整个地产银行保险板块。

以上内外不确定风险的发酵，使得 9 月下旬以来全球风险资产普遍进入回调，全球主要股指普遍累计回调 3%附近；尤其中秋假期以上两大担忧进一步加剧，导致避险情绪明显升温，表征市场恐慌情绪的 CBOE VIX 三日内大涨三成至今年 2 月中旬以来的高点 24 上方；中秋假期两日，MSCI 全球、发达、新兴市场股指普遍下跌 1.5%附近，恒生指数、恒生科技、A50 股指期货各跌 2.8%、3.3%、2.4%，工业大宗商品原油均价、铜期价各跌 1.3%、3.2%，避险资产 COMEX 黄金期价上涨 1.4%。

2、**近期展望：内外担忧因素或有惊无险，A 股震荡回调后修复在即**

1）**9 月“预期先缓后紧，市场或先扬后抑”的研判得到验证与强化。**8 月底我们在 9 月策略月报中对市场展望指出：**预期先缓后紧，市场或先扬后抑；**主要判断依据为 9 月上中旬国内宏观政策稳中偏松预期有望上升，而行业监管政策在前期反复消化与权威答疑解惑后，预期正趋于稳定缓和，相关板块在前期快速冲击深度回调后，有望阶段修复；但同时美联储 Taper 预期或先缓后紧。

以上两大内外因素影响下，预计市场走势或先扬后抑。而近期国内个别房企的信用危机发酵及美国财政问题悬而不决，进一步促使市场避险情绪上升、股指震荡回调的压力释放。

2）**内外担忧因素或有惊无险，A 股震荡回调后修复在即。**从以上分析可知，近期影响市场走势的主要取决于内外担忧因素的走向，预计在担忧因素缓和前，A 股短期或承压回调，而随着担忧因素的靴子落地或解决方案出台，预计有望进入修复反弹，综合判断 A 股短期震荡或加剧。

从内外担忧的风险因素走向及其影响来看：一外部因素方面，关于美联储 Taper、美国财政上限问题，从时间节点上来看，有望分别于 9/22、10 月中旬明朗，预计美联储 Taper 信号释放的执行时点与节奏大概率符合市场预期，同时在民主党掌控美国国会两院下，预计美国财政上限的提升问题最终或有惊无险获得通过。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3613.97	-2.41
沪深 300	4855.94	-3.14
深证成指	14359.36	-2.79
中小板综	13789.54	-1.82
创业板指	3193.26	-1.20
恒生指数	24920.76	-4.90
恒生中国企业指数	8940.47	-4.76
恒生沪深港通 AH 股溢价	143.71	1.10
标普 500	4432.99	-0.57
纳斯达克指数	15043.97	-0.47
MSCI 新兴市场	1279.35	-2.26

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	71.96	3.23
纽约期金	1753.90	-1.92
伦敦期铜	9267.00	-4.34
伦敦期铝	2874.00	-1.83
波罗的海干散货	4275.00	10.64

研究员：肖世俊
电 话： 010-84183131
Email： xiaoshijun@guodu.com
执业证书编号： S0940510120011

联系人：王景
电 话： 010-84183383
Email： wangjingyj@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

二内部因素方面，对于个别房企的信用危机是否扩大传染成金融风险？有别于 2008 年美国 “低资质、高杠杆的金融产品”引爆的次贷危机，此次国内个别房企的信用危机乃是局部流动性危机，考虑到规模有限（几千亿元左右）、相对银行资产及利润规模比例低、传染链条较短（大部分为直接信用负债，而非嵌套加杠杆的金融产品），且一般抵押的土地货值稳定，进一步减轻债权人最终的实际损失。基于以上几点，预计国内个别房企的信用危机，很难发酵恶化成系统性金融风险，实际对我国金融市场的冲击有限。

综合判断，**预计近期内外担忧因素或有惊无险，A 股震荡回调后修复在即。**

二、中期交易逻辑：经济放缓，宽信用稳增长预期上升

1、经济放缓压力再次确认，稳增长预期升温但兑现尚需时日

1）**经济放缓压力再次确认。**国内经济形势方面，继七月消费、投资、工业等经济数据悉数弱于预期后，八月制造业、服务业 PMI 继续回落且低于预期，社融信贷同比增速回落，消费、工业、投资增速也同步回落且不及预期，进一步验证国内经济放缓态势。七八月经济数据低于预期，一方面系部分地区的洪涝灾害及疫情多点散发的阶段性扰动影响，另一方面反应我国经济疫情后逐步回归正常化轨道中的周期放缓趋势。

结合最新公布的 8 月数据来看，消费受疫情多点散发及居民收入预期不振的压制，回落幅度最为显著；投资方面，调控逐渐加码的房地产投资增速高位趋缓，地方政府债券发行置后及隐性债务加强监管约束下的基建投资低位回升缓慢；工业生产虽受出口交货值较高增速的支撑，但期间受持续缺芯、限电降耗及汛期影响，汽车、家电等耐用品及上游钢铁、煤炭、有色等的生产增速下行，拖累工业生产增速回落至疫情暴发前水平下方。

（1）工业生产稳中缓降，高技术制造业快中提速，工业企业整体盈利仍较好。8 月规模以上工业增加值同比+5.3%，两年平均+5.4%，比 7 月份回落 0.2 个百分点；。8 月工业企业产品销售率 97.8%，同比下降 0.4 个百分点。前 8 月全国规模以上工业增加值同比增长 13.1%，两年平均增长 6.6%。其中，8 月高技术制造业增加值同比+18.3%，比 7 月份加快 2.7 个百分点；两年平均+12.8%，加快 0.1 个百分点。

8 月工业企业实现出口交货值同比名义增长 14.8%，扭转此前连续两月回落态势，前 8 月的出口交货值两年平均+6.7%，环比回升 0.2 个百分点。工业企业盈利整体保持利润较快增长、盈利能力上行态势；前 7 月，全国规模以上工业企业实现利润总额同比增长 57.3%，两年平均增长 20.2%，营业利润率 7.09%，同比提高 1.43 个百分点。

展望下阶段，随着出口贸易增速高位缓降、内需恢复动能走弱，预计工业生产增速趋势放缓，但近期随着汛情结束、限电降耗要求及芯片缺口等扰动因素的逐步缓和，工业增速大概率进入阶段企稳期。

（2）受新冠疫情多点散发影响，可选与服务消费低迷拖累消费走低。8 月社会消费品零售总额同比+2.5%，显著低于预期且环比大幅回落 6 个百分点；两年平均增长 1.5%，环比也显著回落 2.1 个百分点；前 8 月消费同比+18.1%，两年平均增长 3.9%，显著低于疫情暴发前的 8%附近增速。

8 月消费增速大幅不及预期，主要受期间新冠疫情多点散发影响，可选与服务消费低迷拖累所致；8 月汽车、家电家具、通讯器材、金银珠宝等可选消费增速环比回落 4.3-15.0 个百分点不等，尤其受持续缺芯影响的汽车零售额同比已连续两月负增长至-7.4%，智能手机为主的通讯器材消费增速也由此前的连续九月正增长转负至-14.9%。

同时，餐饮收入同比下降 4.5%，较前月的+14.3%大幅下滑。8 月基本生活消费保持较快增长，饮料类、中西药品类、粮油食品类等消费各同比增长 11.8%、10.2%、9.5%，但累计增速仍趋势放缓。**值得注意的是，建筑装潢材料消费同比增速已连续八个月保持在双位数以上，且 8 月成为耐用品大类消费中仅有的环比上升品种，或与地产加快施工交付有关。**

8 月全国服务业生产指数同比+4.8%，两年平均增长 4.4%，比 7 月份回落 1.2 个百分点；1-8 月服务业生产指数同比+17.7%，两年平均增长 6.2%；8 月受国内新冠疫情散发影响，服务业略有降温。前 7 月，规模以上服务业企业营业收入同比增长 27.8%；两年平均增长 10.9%。

展望下阶段，随着国内疫情防控好转、疫苗接种率大幅提升，以及中秋国庆双节的来临，预计服务消费增速有望反弹，推动消费增速低位回升；但受疫情对服务业及中低收入群体的持续影响，及国内经济增速阶梯式放缓趋势下，预计消费增速或从当前可比中枢位 4%附近缓慢回升至 5-6%区间，难以上行至疫情爆发前的 8%上方。

（3）投资稳中略降，基建低位放缓，制造业投资低位反弹，房地产投资高位回落。前 8 月全国固定资产投资（不含农户）同比+8.9%，两年平均增长 4.0%，环比回落 0.3 个百分点。其中，基建投资增速低位放缓，前 8 月同比增长 2.9%，两年平均增长 0.2%，环比回落 0.7 个百分点；制造业投资低位反弹，前 8 月累计同比增长 15.7%，两年平均增长 3.3%，环比加快 0.2 个百分点。

房地产开发投资高位回落，前 8 月同比增长 10.9%，两年平均增长 7.7%，环比回落 0.3 个百分点；房地产开发企业到位资金同比增长 14.8%，两年平均增长 8.7%，开发贷持续收紧下同比已连降至-6.1%。房地产开发景气指数也连续六个月下滑至 8 月的 100.85，同时单月房地产销售、土地购置、新开发投资等增速均已转负，表明房地产已从疫情后稳经济的重要贡献，近中期逐步转为下拉力量。

前 8 月全国商品房销售面积同比增长 15.9%,两年平均增长 5.9%;前 8 月房地产开发企业到位资金同比增长 14.8%,两年平均增长 8.7%。

固定资产投资稳中略降，但存在结构性亮点，民间投资、高技术产业投资双双呈现加快之势。前 8 月民间投资同比增长 11.5%,两年平均增长 3.9%,环比加快 0.5 个百分点;高技术产业投资同比增长 18.9%,两年平均增长 13.4%。

2）**稳增长预期升温但兑现尚需时日。**以上连续两月的经济数据低于预期，表明国内经济放缓压力逐步凸显；结合我国社融增速、制造业 PMI 分别已于 20 年 11 月、21 年 3 月见顶后连续回落，预示我国经济疫情后逐步回归正常化轨道中的周期放缓趋势。具体而言，疫情暴发后两大经济驱动力，即连续高增速的出口、地产销量与投资高位，正呈现高位回落压力；消费受疫情间歇散发及收入预期不振的压制，恢复动能偏弱；同时基建投资在今年稳杠杆目标及金融防风险任务下，预计年底前难以有效提振

稳增长预期升温，近期周期板块呈现加速领涨态势，八月初迄今已累计上涨 15%。然而，鉴于当前我国就业形势总体保持稳定，稳就业压力尚未凸显，预计年底前大规模有力度的稳增长举措出台概率偏低，兑现尚需时日，提示“双碳”主题刺激的周期板块连续上涨近半年且近一个月在中报业绩、稳增长预期驱动加速上冲后，板块存在阶段筑顶回调压力。8 月全国城镇调查失业率为 5.1%，与 7 月份持平；此外，青年人城镇调查失业率下降，8 月 16-24 岁人口调查失业率为 15.3%，环比下降 0.9 个百分点。

3）**阶段性宽货币宽信用可期。**短期来看，出口贸易仍保持较高增速，经济稳增长压力尚不紧迫，预计四季度经济放缓态势进一步显现；结合跨周期政策部署，及财政政策要推动今年底明年初形成实物工作量的要求，预计宏观政策稳中偏松的预期有望逐步兑现，阶段性宽货币宽信用可期，四季度或再次降准替换 MLF 到期量，以落实降低贷款利率的政策目标，发挥结构性信用政策对实体经济、中小微企业的金融支持作用。四季度政府债券发行放量、财政支出提速下，社融、M2 增速有望企稳反弹。

7 月底央行意外全面降准，释放跨周期调节、信用趋松信号。8 月 23 日人民银行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，提出要继续做好跨周期设计，统筹做好今明两年宏观政策衔接；一总量方面，保持货币政策稳定性，**以适度的货币增长支持经济高质量发展，增强信贷总量增长的稳定性，保持经济运行在合理区间；二结构方面，坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展、中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体；三价格方面，促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降。**近日人民银行新增 3000 亿元支小再贷款额度 加大对中小微企业纾困帮扶力度。

4）**近期风格展望：低估值大金融阶段修复可期，科技与消费阶段底部蓄势反弹。**风格板块方面，在前期一个月周期加速领涨后，近期有望轮动均衡至大金融板块，**低估值大金融阶段修复可期；同时**建议重点关注医疗、白酒为主的消费板块超跌反弹行情，主要逻辑包括：（1）宏观政策稳中偏松、降准预期，新三板深化改革与北京证券交易所的设立，有望提振已处于估值洼地的银行、证券为首的大金融板块估值阶段修复行情；（2）内外政策缓和下，美元流动性充裕预期阶段维持，监管政策由情绪冲击转为稳预期阶段，均支持北上境外资金重点配置的消费板块、医疗服务超跌反弹；（3）值得注意的是，国内经济数据连续两月弱于预期，**稳增长预期升温，投资链条的周期板块已持续领涨并加速冲顶，但预计兑现尚需时间，短期提示筑顶回调风险。**

三、近中期市场两大变量展望：监管政策预期趋稳，静待美联储 Taper 靴子落地

1、行业监管政策：已由冲击阶段转入稳预期阶段，相关板块短期超跌反弹，中长期估值重构尚待趋稳。

1）已由冲击阶段转入稳预期阶段，相关板块短期超跌反弹。针对互联网平台、校外培训、地产、医药医疗等出台规范发展的监管政策，逐步拆解我国“共同富裕”目标中的障碍，已促使相关行业板块自 2 月中下旬至 8 月中下旬连续走低。针对市场对于监管政策不确定性的担忧，前期官媒、监管层释放安抚信号；此外，七月底中央政治局会议**仅强调“完善企业境外上市监管制度”，八月底中央深改委指出“防止资本无序扩张初见成效”，** 及前期证监会表示将创造条件推动中美审计监管合作。

以上释放的信号或表明，旨在构建公平竞争的市场环境、完善社会主义市场经济体制的系列市场监管整顿政策，初见成效后，正由“抓典型、重处罚”的治理整顿阶段， 转入“健全制度、完善秩序”的常态化监管阶段；行业监管政策的政策透明度和可预期性提高，对相关板块的**冲击压力已大为缓解**。

以上信号阶段变化下，相关板块短期迎来超跌反弹，自 8 月下旬起先后企稳反弹，代表互联网平台的恒生科技指数领涨 11%，教育、房地产板块企稳小幅反弹 2-3%。

2）**顶层定调初见成效，后续落实八大要求构建公平竞争环境。**八月底召开的中央全面深化改革委员会第二十一次会议审议通过了《关于强化反垄断深入推进公平竞争政策实施的意见》；同时会议指出，针对一些平台企业存在野蛮生长、无序扩张等突出问题，前期加大反垄断监管力度，依法查处有关平台企业垄断和不正当竞争行为，**防止资本无序扩张初见成效，市场公平竞争秩序稳步向好**。

同时会议着重强调八大要求：一要**统筹发展和安全、效率和公平、活力和秩序、国内和国际，坚持监管规范和促进发展两手并重、两手都要硬**，明确规则，划出底线，设置好“红绿灯”，**鼓励支持企业在促进科技进步、繁荣市场经济、便利人民生活、参与国际竞争中发挥积极作用；二**要**加快健全市场准入制度、公平竞争审查机制、数字经济公平竞争监管制度、预防和制止滥用行政权力排除限制竞争制度等**；三要坚持“两个毫不动摇”，**推动形成大中小企业良性互动、协同发展良好格局；**

四要坚定不移推进高水平对外开放，保护产权和知识产权，**增强政策透明度和可预期性；五**要加强竞争法律制度和政策宣传培训，强化企业公平竞争意识，引导全社会形成崇尚、保护和促进公平竞争的市场环境；六要加快建立全方位、多层次、立体化监管体系，实现事前事中事后全链条全领域监管，堵塞监管漏洞，提高监管效能；七要加大监管执法力度，加强平台经济、科技创新、信息安全、民生保障等重点领域执法司法；八要完善反垄断体制机制，充实反垄断监管力量。

3）中长期而言，**“反垄断抑地产强制造”的结构性产业政策有望持续落实，相关行业估值体系尚待重构。**产业政策方面，去年底中央经济工作会议至今，中长期着眼于我国经济高质量发展与制造强国战略，**“反垄断抑地产强制造”的结构性产业政策持续推进落实，尤其是针对互联网平台的反垄断、抑制房企房贷占用金融资源、减轻校外培训负担与整顿规范 K12 教育等政策，对社会经济的中长期影响正显著在资本市场得到反应。中长期而言，预计资本市场对由侧重效率到重视公平的系列政策调整的具体影响，仍需较长时间评估与观察，相关行业估值体系有待重构，寻找合适的估值区间。**

2、静待**美联储 Taper 预期靴子落地**。如我们之前简析预判，考虑到近期美国疫情显著反弹、消费数据转弱、通胀上升压力暂缓，支撑七月美联储议息会议释放的 Taper 计划条件或紧迫性有所削弱。

八月底美联储主席鲍威尔在 Jackson Hole 全球央行会议的发言继续偏鸽派，打消了市场对于美联储提前开启 Taper 的担忧；鲍威尔的发言内容着重分析指出通胀的暂时性（前期通胀快速上行主要由二手车及能源价格上涨所致），同时认为就业市场恢复前景保持不错，并明确表态若经济进展持续，与大多数美联储委员一样都支持可能在今年开始逐步缩减购债规模，但强调，缩减 QE 并不直接暗示未来加息。

同时，美国 8 月新增非农就业仅为 23.5 万人，较修正后 7 月的 105 万人锐降，主要受前期德尔塔毒株在美国扩散导致接触性服务业放缓的影响。考虑到即将进入秋冬季，不排除疫情形势持续保持高压状态，从而阻碍美国就业稳定连续修复，导致美联储明确宣布 Taper 启动时点或延后。

疲弱的非农就业数据，再次强化了此前鲍威尔鸽派发言后市场对于美联储 Taper 时点延后的预期，短期**舒缓美元流动性收紧担忧。**

考虑到年内美联储议息会议仅剩 9、11、12 月三次，预计最近的 9 月 22 日会议或释放 Taper 计划时间表与条件，随后于 11 月宣布启动时点。因此，9 月中下旬前后，Taper 预期或再次趋紧，届时市场或释放震荡压力。

四、年内展望：交易逻辑已切换至“基本面下行、政策面趋松”，中小成长风格趋势占优。综合宏观经济基本面、政策面、流动性、产业政策等关键变量来看，交易逻辑已切换至“基本面下行、政策面趋松”，中小成长风格趋势占优。宏观基本面，下半年经济增长动能或逐步衰减，基本面下行压力或逐季显现，新近公布的七、八月经济数据悉数低于预期，多地暴雨天气及疫情散发短期因素冲击之外，过去一年多两大主要驱动力地产及出口动能，已趋势性放缓，而消费复苏持续偏弱基建投资发力空间有限，预示四季度 GDP 同比增速或进一步回落 5.0%上方附近；

宏观政策面，国内宏观政策环境有望延续今年二季度起的“经济复苏强度减弱、通胀降温、宏观政策预期稳中趋松”，三季度末至四季度，稳增长压力逐步加大，跨周期的财政货币政策有望稳中偏松；

产业政策方面，产业政策结构分化注重扶持科技持续与专精特新中小企业，挖掘国内潜力、强化科技创新、发展专精特新、统筹双碳工作、注重抗通胀。在经济复苏趋势减弱、股市整体估值合理略高、结构性泡沫存在的压制下，指数上行动力也偏弱，板块风格分化或持续，中小科技成长企业有望趋势占优。

1、**宏观基本面：下半年经济增长动能或逐步衰减，基本面下行压力或逐季显现。经济动能方面，**后疫情国内经济复苏动能已于 4Q20 环比触顶，今年 4、5、7 月经济增长动能略弱于预期， 2Q21 当季 GDP 实际同比+7.9%略低于一致预期，主要受服务消费恢复迟滞、基建投资低位反弹乏力所致。

驱动我国经济后疫情恢复的主要动能为出口高增长、房地产销售与投资较为强劲，而基建投资、消费复苏持续弱于预期。展望下半年，经济增长动能或逐步衰减，主要判断依据包括：一随着欧美及其他新兴市场的疫情对生产供给影响减弱、美国财政对居民补贴到期下商品消费转至服务消费，预计我国出口增速放缓，出口对经济的拉动力递减，这从最近几个月的制造业 PMI 中的新出口订单指数趋势回落已得到初步印证；二前期全国多地新冠疫情的散发，预计服务消费复苏再次受挫，从而继续抑制国内消费回升动能；三房地产“三稳”政策及融资从严调控下，预计房地产销售与投资面临下行压力。

2、宏观**政策面：**国内宏观政策环境有望延续今年二季度起的**“经济复苏强度减弱、通胀降温、宏观政策预期稳中趋松”。**

近日央行召开金融机构货币信贷形势分析座谈会，提出做好政策执行工作五大要点：一**要统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持货币政策稳定性，**增强前瞻性、有效性，把服务实体经济放到更加突出的位置，**以适度的货币增长支持经济高质量发展，助力中小企业和困难行业持续恢复，保持经济运行在合理区间；**

二要继续做好跨周期设计，衔接好今年下半年和明年上半年信贷工作，加大信贷对实体经济特别是中小微企业的支持力度，**增强信贷总量增长的稳定性，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配；**

三要坚持推进信贷结构调整，加大对重点领域和薄弱环节的支持，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体；

四要促进实际贷款利率下行，小微企业综合融资成本稳中有降；

五要继续推进银行资本补充工作，提高银行信贷投放能力。

此前，7/30 中央政治局经济工作会议的宏观形势判断与政策定调，主要包括：一国内外宏观形势方面，当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡；

二要做好宏观政策跨周期调节，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，统筹做好今明两年宏观政策衔接，保持经济运行在合理区间；去年以来，中央多次强调要做好宏观政策“跨周期调节”，相较于以前侧重当期“逆周期调节”下的政策大开大合，远近兼顾的“跨周期调节”更注重政策的连续性稳定性可持续性，也意味着政策调整更有序平缓、温和渐近，相应地经济增速波动也明显收窄。

三财政政策发力或待今年底明年初。会议提出，积极的财政政策要提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量；上半年稳增长压力较轻，地方政府债发行量不及年度预算规模的三成，预计下半年发行有望提速，尤其在四季度经济放缓或明显压力下，预计积极财政政策届时或发力。结合此次中央会议对财政政策的“合理把握发行进度”、“推动今年底明年初形成实物工作量”等关键词来看，预计三季度财政政策对基建投资的提振力度仍有效，或待今年底明年初经济稳增长压力窗口期。

三货币政策稳中趋松。此次中央会议提出，稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复；同时强调**要增强宏观政策自主性**。综合判断，预计下半年货币政策稳中趋松，主要依据包括：**①对冲疫情影**

响所需，国内经济增长逐季放缓压力及经济恢复不稳固不均衡，总量稳健下注重结构性政策，保持流动性合理充裕，帮助仍未恢复至疫情前水平的中小企业或服务消费行业。

②通胀预期回落提供趋松条件，本轮 PPI 上行最大压力期或已过，PPI 同比增速已于 5 月见顶并有望高位震荡缓降，而 CPI 受国内消费恢复稳中偏慢及猪肉价格同比显著下跌的拖累，下半年 CPI 回升幅度有望保持在 2%附近温和水平。总体来看，随着国内大宗“保供稳价”举措的有效实施、国际原油价格高位上行动能衰减，通胀预期已逐步降温。

③财政政策逐步发力及强调政策自主性下，也预示货币政策稳中趋松。结合上述分析的下半年尤其四季度地方政府债发行提速背景下，需要合理充裕的流动性支撑，货币政策需稳中趋松；同时，值得注意的是，此次会议强调“**要增强宏观政策自主性**”，言下之意为不要受美联储货币政策或趋收缩的外部压力干扰，而要根据国内宏观形势变化，以我为主，独立主动决策，也预示我国货币政策或不受美联储政策信号的近中期调整影响，预计稳中趋松为主。**7/15 的全面降准政策略超预期，也印证了以上判断。**

四**产业政策方面，挖掘国内潜力、强化科技创新、发展专精特新、统筹双碳工作、注重抗通胀。此次**会议提出产业政策内容，值得关注的主要包括：一挖掘国内市场潜力，支持新能源汽车加快发展，加快贯通县乡村电子商务体系和快递物流配送体系，加快推进“十四五”规划重大工程项目建设，引导企业加大技术改造投资；

二强化科技创新和产业链供应链韧性，加强基础研究，推动应用研究，开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业；

三统筹有序做好碳达峰、碳中和工作，尽快出台 2030 年前碳达峰行动方案，坚持全国一盘棋，纠正运动式“减碳”，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展，做好大宗商品保供稳价工作。两者统筹结合来看，短期注重抗通胀，中长期落实双碳工作。

以上外部宏观政策仍风平浪静，国内经济增速稳中缓降、宏观政策稳中趋松、产业政策结构分化注重扶持科技持续与**专精特新中小企业**，通胀预期趋稳等内部环境下，预计指数在近期快速调整后继续下跌空间有限；但同时，在经济复苏趋势减弱、股市整体估值合理略高、结构性泡沫存在的压制下，**指数上行动力也偏弱，板块风格分化或持续，中小科技成长企业有望趋势占优。**

3、未来几个月美联储 Taper 压力，市场有望分阶段消化，最大压力或在明确释放信号至确立启动时点期间。近两个月美国非农就业数据的持续改善，有望支持美联储正式讨论 Taper 启动计划。该计划的大致可划分为释放明确信号、确立时点、正式执行三阶段，不同阶段对市场的实际影响各异；参考上一轮 2013 年美联储的 Taper 计划对市场的影响，预计在释放明确信号至确立时点期间，美债利率上行斜率较大，累计上行幅度较大，而在正式减量执行后，美债利率呈现见顶回落态势。

后续需重点关注随着美国新冠疫苗接种率稳步提升，美国政府停止对居民的财政补贴，美国服务业复苏强度及通胀上行幅度，尤其是美国居民无政府补贴后就业意愿上升后，未来几个月美国就业恢复或提速。而若美国就业恢复进展顺利，或为美联储缩减购债规模提供决策依据。

因而，美联储 Taper 对市场影响的大小变化，关键在于判断以上三阶段的时点，而这主要取决于美国就业缺口的修复程度。参考上一轮经验，**2013 年** 10 月美联储 FOMC 会议明确逐步缩减购债规模计划，10 年期美债利率自 2.5%见底反弹，趋势上行至 14 年初正式缩减购债开启时的 3.0%；而后在正式执行缩减购债后，美债利率反而转为震荡回落，并直至前期低点下方 2.4%附近。

中期而言，拜登政府扩大财政支出下需维持美元宽松政策。中期展望，考虑到美国政府负债杠杆率已攀升至历史纪录高位，同时拜登政府正力推宽松财政政策以提振美国基建、新能源及制造业投资等，以上高额还息压力及巨额政府债券融资需求下，或倒逼中期内美联储维持足额购债规模、低利率的宽松货币政策。因而，中期而言，即使在美国就业恢复正常、核心通胀高出合意中枢水平，使得中期美元加息节奏缓慢。

最近美联储议息会议委员们给出的利率预测方面，加息时点较此前有所提前；2021-22 年的预测中值维持在 0.125%不变，但对 2023 年的预测利率中值由此前的 0.125%上升至 0.625%，即美联储利率指引已由此前的 2023 年前维持低利率政策不变，转为 2023 年预测加息两次。

然而，**预计届时美联储上调利率节奏温和缓慢（参考最近一轮 2015-2018 年的美元升息周期，加息节奏呈现先缓后快，15-18 年各升息 1、1、3、4 次，采取“试探观察-效果验证-节奏调整”的策略，预计后续美元升息初期也将呈现温和缓慢节奏）。受美国政府杠杆率高位攀升的压力加剧，同时考虑到美联储已逐渐成为美国国债的认购主力，因而中期内将迫使美元被动式宽松以维持美联储的“一高一低”所需，即扩张资产负债表及美元低利率所需，**

届时美元指数、美债利率大概率维持偏弱走势；从而为人民币汇率稳中趋升、境外资金净流入配置国内股债及 A 股核心资产估值提供支撑逻辑。

4、业绩端：行业景气分化明显，中期行情分化或持续。主要逻辑在于：一上半年市场以通胀为核心主线交易低估值顺周期，随着近期国际工业金属见顶震荡、国内遏制工业原料价格政策举措频出，上游周期板块交易逻辑基础已动摇；

二近期国内外货币政策总基调稳中偏松，无风险利率也由上半年的震荡上行，转为震荡回落，并有望在美联储政策转鹰收紧前保持低位，从而导致估值合理性再评估与调整，近期利于利率敏感型的中小市值成长板块活跃表现，而中大市值价值蓝筹吸引力下降；

三业绩景气与预期修正的分化加剧，21H1 中报业绩显示业绩分化明显，上半年大宗商品价格保持高位，上游行业盈利普遍亮眼，而中下游行业盈利能力承压；按行业板块来看，钢铁、有色、化工、采掘等中上游周期为主的行业净利润增速领先，电子、电气设备及新能源两大科技板块的业绩增速次高，军工、机械两大中游制造板块的业绩增速中值紧随其后；食品饮料、生物医药两大消费板块业绩增速基本符合预期，而传媒、休闲服务、商贸、交运等服务消费板块的业绩仍未恢复至疫情前水平，下半年存在业绩下修压力。值得注意的是，农林牧渔、房地产、保险、计算机等板块业绩增速明显垫后，且下半年预期存在进一步下修压力。

但综合近期大宗商品价格见顶回落，芯片、电动汽车、新能源、自主操作软件为代表的科技行业景气好于预期，中期成长更具持续性，因而中期行业与风格有望以中小市值科技成长占优为主。

5、中期坚守“估值安全-景气好转”的科技成长板块

今年上半年在货币政策转稳、流动性预期收缩下，市场表现以“估值高低-业绩预期差”的结构轮动为主，**围绕“低估值顺周期、高估值绩优抱团股、估值合理科技成长”演绎结构轮动行情；阶段性结构性行情的轮动表现，主要取决于月度宏观经济、中观行业景气数据，以及政策信号的边际变化。**

当前国内“经济复苏强度减弱、通胀降温、宏观政策预期平稳”的环境有望延续，但外部美元流动性预期收缩压力仍需反复消化，股价驱动力转向分子端业绩为主，结合中报窗口期临近，建议重点布局“当前估值安全-中期景气好转”的科技成长板块。

★估值合理的科技成长：TMT 为主的科技成长板块，当前估值分位数普遍位于近十年 50%以下，同时以半导体芯片、电动汽车为代表的科技板块，在上半年量价齐升下，龙头中报业绩有望超预期；而自主软件、消费电子、军工、高端装备、创新药等行业景气中期正好转。估值安全-景气好转的科技板块，可聚焦布局获取相对收益。考虑到 3 月底至今，科技成长风格领涨较为显著，短期或存在技术性回调、震荡整固需要，但中期基于“经济基本面放缓、宏观政策面稳中趋松”的金融环境，预计中小盘成长风格仍趋势占优。

★高估值绩优抱团股：短期来看，在美债利率趋势性上升前，受部分个股中报业绩超预期驱动，或仍有反弹空间；然而，近期美元走强，对抱团股股价边际影响主力—陆股通北上资金净流入显著下降，对抱团股的驱动力明显衰减。中期而言，受美债利率易升难降、国内货币政策边际趋紧两大压制因素下，预计当前估值仍偏高的绩优抱团股，整体反弹持续性或空间有限。

★周期板块：上游大宗原材料板块，前期随着国内系列遏制投价炒作及美元指数走强，大宗商品价格迅速释放震荡下跌压力，但近期受中报业绩亮眼相关板块强势反弹；中期而言，随着新兴市场疫情好转，大宗商品供需缺口有望收敛，价格再次上涨动力也将减弱，上游资源板块面临业绩增速回落压力。同时，随着全球疫情防控整体战略见效、美国大规模财政刺激方案落地，及我国经济深度稳固恢复，届时大金融、航空机场等低估值顺周期板块，有望重新迎来阶段性上行机会。

五、中期市场运行展望：指数牛已入尾声，结构牛动力已由估值端转为业绩端

1、市场驱动力：指数运行以 ROE 变化为周期动力，估值涨跌为急先锋。统计近 25 年前四轮牛熊转换周期的运行规律，皆以核心驱动因素，即上市公司盈利能力 ROE 变化周期为根本；本轮 A 股盈利周期曲线来看，创业板的 ROE 已于 19Q1 率先企稳回升，而全 A 的 ROE 受疫情影响延后至 20Q3 企稳回升，先后驱动创业板、主板指数于 18 年末、20Q1 末趋势上涨。

在盈利能力 ROE 变化为指数运行核心动力基础之上，估值涨跌为市场周期变化中的急先锋与放大器。本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬国内货币政策逐步回归正常化之际，近一年半时间内估值持续修复、提升，为市场上涨主要贡献因素，以利率敏感型的科技成长股领涨。主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。

同时，在 2020 年全球疫情蔓延冲击下，美联储为首的超低利率政策，使得食品饮料、医药生物、新能源、科技等为代表的 A 股核心资产持续享受估值溢价，估值扩张直至 21 年 2 月中旬全球通胀担忧加剧、美债利率上行之际。

2、**市场运行周期：ROE 上行步入中后期，政策回归正常化下估值趋势承压，指数牛已入尾声。**统计近十年 A 股上市公司的 ROE 变化曲线，经历了三轮下行、两轮上行周期，且每轮上行、下行周期平均约 8、7 个季度或两年左右。本轮 ROE 变化来看，**各主要指数的 ROE(TTM)普遍于 20Q1 见底，并已连升两季，全 A 的 ROE 于 20Q2 见底、Q3 起回升；按 ROE 历史周期曲线推测，预计本轮 ROE 上行持续至 21Q3-22Q1 区间，目前已步入上行中后期。**

同时，从估值端驱动力来看，国内外宽松政策逐步回归正常化，估值大概率由扩张转为高位收缩。国内疫情防控、经济复苏领先全球，国内货币政策率先回归正常，20 年下半年起随着货币、信用政策的边际调整，股市估值阶段性显著承压，而随着岁末年初中央定调“不急转弯”、美国疫情恶化美元流动性投放加大，期间估值再次扩张。

中期而言，随着美国就业持续改善、通胀上行压力确认，预计届时美联储将释放缩减购债规模的 taper 指引，同时当前美元极低利率也将逐步上调；综上判断，中期美元流动性将逐步被动收紧，全球资产估值趋势承压。

ROE 上行步入中后期，政策回归正常化下估值趋势承压，指数牛已入尾声。

3、**结构性牛熊并存，驱动力已由估值端转为业绩端。**新冠疫情对全球供需冲击程度各异，过去一年多国内出口贸易优势提升，同时新冠疫情反复下经济恢复结构不均衡，国内工业生产连续强于预期，而消费恢复偏弱。以上疫情对国内外供需、产业间影响及恢复节奏的不同，决定了行业景气周期分化。

同时，当前 A 股市场内行业、风格间的估值分化显著，大盘蓝筹与中小盘、龙头核心资产与二三线公司间的估值水位差异明显；随着全球各主要央行的货币政策回归正常、流动性的边际收缩，预计估值处于高水位、而业绩难超预期的行业或风格板块回调压力较大，反之亦然。

以上行**业景气、估值水位的差异，决定了中期 A 股结构性牛熊并存，重点在于挖掘行业景气向上、业绩正向预期概率较高，同时估值水位安全的结构性机会。**

六、中期市场驱动因素研判：盈利能力回升，整体估值合理略高但行业逾半偏低，支撑指数区间震荡

1、**A 股上市公司业绩增速与盈利能力仍处于上行期。**随着经济逐季恢复上行，企业盈利有望逐步改善，上市公司业绩有望同步触底回升，ROE 有望探底回升。考虑到公司业绩增速与名义 GDP 较强的正相关性，预计上市公司业绩同比增速自 20Q2 起的逐季上行态势，有望持续至 21Q1 见顶，21Q2 后逐季缓降但仍保持正增长。

剔除 20 年低基数效应，以 19 年各季度业绩作为基数的两年平均增速来看，预计 21 年各季度的 A 股业绩增速两年平均增速稳中有升。20 年前低后高的基数效应下，预计 21 年季度 GDP 同比增速前高后低，21 年二、三、四季度的实际 GDP 同比增速预计为 7.9%、6.3%、5.3%附近，21 年第一、二、三、四季度 GDP 的两年平均增速依次为+5.0%、+5.5%、+5.6%、+5.9%附近；预计 21 年实际、名义 GDP 同比为+9.0%、+11.0%附近。

1H21 万得全 A、万得全 A（剔除金融两油）、创业板、科创板的净利润同比增速分别恢复至+43.3%、+57.1%、+34.8%、+95.9%，此前 1Q21/4Q20/3Q20/2Q20 各为+53.3%/58.9%/17.5%/-12.5%、+115.0%/105.6%/20.6%/8.9%、+111.1%/36.4%/31.1%/98.3%、+213.4%/51.2%/88.8%/28.3%；预计万得全 A（剔除金融、两油）21 净利润同比增长+50%附近。

盈利能力方面，**A 股上市公司整体盈利能力仍处于上行期，21 中报显示，全 A（剔除金融两油，下同）整体毛利率下滑，但三项费率下降，净利率上升，同时资产周转率提速，资产负债率略有回落，以上净利率、周转率的双升，共同驱动 ROE(TTM)保持回升态势。非金融两油全 A、创业板、科创板的 ROE（TTM）已于 20Q2 触底反弹，**全 A 的**的 ROE（TTM）于** 20Q3 触底回升，1H21 全 A、非金融两油全 A、沪深 300、创业板、科创板的 **ROE（TTM）进一步上行至 9.6%、9.4%、11.4%、7.4%、9.6%；**滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间。

2、整体估值合理略高，但逾半板块偏低

从市场主要指数估值来看，当前万得全 A、万得全 A（剔除金融两桶油）、沪深 300、中证 500、创业板指、科创 50 的 PE（TTM）分别为 19.7、32.0、13.4、21.4、57.9、66.2 倍，各位于近十年历史区间分位数的 66.0%、60.3%、71.5%、5.8%、68.9%、58.3%；大盘指数整体估值合理略高，中证 500 指数估值仍处历史底部。

从**估值板块分布来看，部分消费仍偏高、科技成长与中游制造合理偏低，大金融仍位于洼地**。大消费板块在经历近三个月持续调整后，行业整体估值有所下修，但部分仍处于近十年历史分位数高位，食品饮料、休闲服务、汽车等消费板块 PE 估值仍位于 80-90%分位数区间；而纺织服装、家电、商贸、医药生物 PE 已下修至 60-25%分位数区间。

泛科技板块中，仅电气设备及新能源 PE 估值已位于近十年的 91%分位数高位，而国防军工、计算机、电子、通信等 TMT 为主的 PE 估值普遍位于近十年的 60--20%偏低分位数区间；

中游制造行业，机械、化工的 PE 估值位于近十年的 38%、58%分位数，仍具备较高安全边际；而中上游资源周期行业，有色、钢铁 PB 估值已修复至近十年 91%、63%分位数偏高水平，采掘、建材、交运等周期行业 PB 估值仍位于 45-33%的安全区间。

房地产、保险、银行、建筑装饰、农林牧渔、传媒、公用事业等大金融为主的 PB 估值普遍位于历史分位数 10%下方，估值安全边际高，只待行业景气触底或确认上行。

3、中期指数有望区间震荡，关注主要变量窗口期机会或风险。综上分析，年内 A 股业绩各季度增速有望稳中有升，盈利能力仍位于上行期但已至中后期；同时整体估值合理，但结构高估、低估并存。以上业绩基本面稳中有升、估值分化显著下，指数区间震荡有支撑；指数区间内上行还是回落，或主要取决于不同时段市场关注变量权重差异，如在业绩窗口期，市场更多关注业绩端，业绩超预期个股有望上行；或在宏观变量敏感期，决定市场对于货币收紧预期时点的判断，若就业、通胀等宏观数据低于预期，则流动性宽松预期延后，利于高估值核心资产板块的反弹；反之亦然。

七、配置建议：以估值安全-业绩景气为主线，重点配置科技成长+低估消费

1、**逢低配置业绩景气上行、估值合理安全的高成长科技股。**在国内大循环为主体、以科技创新引领高质量发展的战略推进下，提高科技产业链供应链稳定性、竞争力和现代化，更加注重补短板和锻长板，预计以**新能源与智能驾驶、军工装备、创新医药、半导体芯片、5G+应用、云计算及服务、工业互联网、人工智能、数字经济为首的高成长科技股**，短期在利率下行后估值存在上修动力，中期内业绩景气有望超预期上行，近一年趋势回调后，估值基本合理安全的科技股，具备逢低配置价值。

2、**深挖后疫情下的耐用品与服务消费深度修复机会，中长期逢低布局消费白马股。**近中期而言，各行业在疫情暴发、防控的不同阶段的冲击、恢复程度各异且时序不一，其中受线下场景或密闭环境制约的可选及服务消费，普遍为冲击严重但恢复靠后，随着国内疫情防控成果巩固、全球疫苗有望大规模分发与接种，后疫情下的耐用品与服务消费，包括**家装家具家电、汽车、交运机场、餐饮酒店、广告影院、医疗服务等板块，有望迎来深度修复机会，其中中游制造加工行业，近期随着上游原料价格缓解，存在盈利改善预期。**

中长期来看，我国已确立国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局，且具备超大规模市场优势和内需潜力，消费占国民经济结构比重趋势上升；同时，随着我国由 2020 年的全面小康社会步入 2025 年的全面现代化、2035 年的中等发达国家的中远期目标的推进，居民收入水平有望显著提升、社会教育医疗养老等社会保障制度完善，居民支出意愿与能力提升，**可选品质消费及现代化服务消费有望进入黄金发展期，智能家电家居、数字科技、智能电动汽车、度假旅游、医美健康等消费有望重点受益。**

3、低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融板块具备修复动力，其中银行、保险行业基本面正好转，“三条红线”政策高压有望加速地产企业的供给侧改革，龙头券商有望持续受益于资本市场制度改革红利。

风险提示：美联储政策收紧、经济恢复动力显著减弱、海外市场大幅震荡等风险。

本周研究动态：

消费股

食品农业（白姣姣）

一、市场表现

周行情：食品饮料（中信）涨跌-0.69%；农林牧渔（中信）涨跌幅+0.51%；沪深 300 涨跌幅-3.14%。

二、食品饮料

1. 白酒：

1）茅台整箱批价维持到 3800 元左右升，散装 3000 元左右，中秋加大发货下维持平稳；五粮液 970-980 加大发货背景下，批价略有回调但整体仍较为坚挺。

2）从白酒中秋动销跟踪看，**整体表现较为平稳（市场预期较低）**。一方面中秋和国庆分开，旺季效应较低；其次近年除了春节其他节假日白酒的消费旺季逐步淡化，更日常化。从发货和批价走势来看，反馈整体高端较平稳，次高端维持高景气度，基本符合预期。

下半年整体是白酒的相对旺季，我们整体预计对板块有正向支撑，同时中报蓄水作用较强，报表端担忧亦不大，基本面较健康。

3）投资观点：中秋旺季消费虽表现相对平稳，但考虑市场本身预期就不高；下半年整体板块是旺季消费，对板块情绪面有支撑；同时中长期板块高壁垒性，以及商业模式的优势不变，估值性价比显现，如茅台对应 21 年在 36x 之内，而五粮液和老窖 31x 左右，中长期配置价值在凸显，目前位置我们认为大可不必再悲观。

短期推荐（高端+次高端）：茅台、老窖、今世缘、水井坊；中长期：重点看好高端酒的茅五泸汾。

2. 大众品：

板块中报披露，整体低预期，主要是业绩高基数+成本压力+竞争加剧+终端消费恢复力度略低预期。短期来看，基本面短期仍未看到明显好转，但最差阶段已过，后期边际向好概率较大。但考虑市场已经将负面信息反应较为充分，估值已回到中长期配置时点，目前处于逐步摸底阶段，部分中长期资金逐步建仓。重点关注天味、千禾、绝味、立高；同时短期关注低估值具有安全边际的标的包括中炬、榨菜、三全等。

三、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

维持推荐牧原不变。公司当下周期下行阶段，猪价持续下行，加速产能出清；公司持续逆势扩张，为公司未来出栏量高增长护航；公司成本优势下的有效扩产能（如 21H1 公司盈利 95 亿，远好于同行水平），龙头优势凸显；加速布局下游屠宰产能，顺应国家“运猪”向“运肉”政策变化，提高公司竞争优势；目前公司头均市值逐步进入中枢偏下的区间；公司基本面在板块最强，持续看好业绩释放+成长性+市占率快速提升的中长期逻辑，业绩确定性较强，中长线持续推荐。

四、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、水井坊、今世缘、天味、千禾；

其他：**五粮液、汾酒、海天、安井、绝味、安琪、涪陵榨菜、牧原等。**

五、风险提示

业绩不达预期；宏观经济下行；重大食品安全事故；疫病爆发超预期。

家电行业（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 2.41%，沪深 300 下跌 3.14%。家电板块下跌 5.37%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）科沃斯开启家用服务机器人行业 3.0 时代

9 月 15 日科沃斯在新品发布会上推出的，行业第一款全面覆盖整个地面清洁步骤的全能扫拖机器人，无疑更将行业热潮推上了一个新的高度。

（2）老板电器：公司在工程渠道和恒大有业务合作

老板电器 9 月 18 日在投资者互动平台表示，公司在工程渠道和恒大有业务合作，目前合作一切正常。

（3）新款格力大松手机曝光

IT 之家最新消息，新款格力手机（大松子品牌）工信部入网照曝光，该手机采用挖孔直屏，前部面板和后盖中框均为白色。这款手机将搭载骁龙 870 处理器，配备 6.67 英寸 OLED 屏幕，采用居中挖孔方案。在拍照方面，该手机前置的自拍镜头像素为 800 万，后置三摄，其中主镜头的像素为 6400 万。

展望：科沃斯 2021 年中报表现非常亮眼，其中收入 54 亿（YOY+123%），归母净利润 8.5 亿（YOY+543%。Q2 收入 31 亿（YOY+118%），归母 5.17 亿（YOY+463%）。上半年，科沃斯品牌扫地机器人市占率 42.6%，在 2500-3000 元价格段及 3000 元以上价格段的市占率分别为 62.3%和 41.2%。科沃斯品牌 21H1 出货量 150 万台（YOY+20%）。21H1 收入 26.59 亿（YOY+72%），预计 Q2 约 14-15 亿。海内外：H1 国内 18 亿（YOY+约 51%），海外 8.1 亿（YOY+135%）。上半年，添可在洗地机获 76.5%市占率。21H1 收入 20.4 亿（YOY+817%），预计 Q2 约 14-15 亿。海内外：拆分 H1 国内 13.3 亿（YOY+约 1300%），海外 7 亿（YOY+453%）；量价：添可 21H1 出货量 114 万台（YOY+779%），价 YOY+4.36%。公司 21Q2 毛利率 52.76%（YOY+11.49pct），净利率 16.54%（YOY+10.1pct）。盈利能力大幅提升，源于高盈利能力自主品牌业务占比大幅提升；添可度过培育期，净利率大幅上行。添可 21H1 毛利率预计接近 60%。总体来说，公司双轮驱动收入爆发，盈利持续高速上行。

三、行业的投资逻辑

1.疫情短期有影响，中期影响不大。整体上看，本次疫情会从基本面与情绪面对家电板块产生一定影响，板块可能呈现出先抑后扬形势。短期来看：由于线下人流变少、线上运输受限且部分产品涉及上门安装，因此家电在疫情期间销售会有影响。中期来看，家电是刚需型耐用消费品属性，精装与毛坯房全年交付量回暖的逻辑仍将继续支持家电需求复苏。

2.白电龙头市场份额稳定。短期总销量受疫情压制，中期看，白电龙头企业销量较为稳定，业绩确定性也较大。

四、重点个股

老板电器：

公司为国内厨电行业优质企业，烟/灶国销量稳居行业第一，与方太集团同为高端厨电龙头。公司在 1、2 线城市市占率份额高，品牌知名度好。公司同时利用名气品牌，下沉 3、4 线渠道，和老板品牌形成合力，加大公司产品的销售。公司也注重品类多元化，把洗碗机、蒸箱作为重点新品类发展。随着地产竣工面积和交易量回暖，公司的估值有可能得到恢复。1、2 线地产回暖有利于公司的业绩的增长，建议关注。

美的集团：

公司是全品类家电的典范企业，其多个家电产品在行业内名列前茅。公司管理层战略明确，高瞻远瞩，执行力强。公司在收购库卡后，在工业机器人领域具有强大竞争力。在 3 月初的战略发布会上，美的宣告其工业互联网平台已经建成，且服务了 50 多家大型企业。美的集团不仅是一家家电企业，也是一家工业互联网平台企业。预计公司 2021 年净利润为 295 亿，对应 PE 分别为 19 倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

医药生物（SW）板块本周上涨 2.63%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 2 位，同期沪深 300 指数下跌 3.14%，创业板指数下跌 1.20%。细分子板块来看，医疗服务强势回暖，单周涨幅达 10.30%，医疗器械、化学制药同样录得正收益，涨幅分别为 3.25%、2.31%，而生物制品、医药商业及中药板块分别下跌 2.28%、1.86%和 0.60%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是阳光诺和（+32.74%）、威高骨科（+27.99%）、大博医疗（+21.52%）、昭衍新药(+20.91%)和天宇股份(+20.80%)；而跌幅最大的前五家公司分别是金城医药(-21.09%)、圣湘生物(-11.79%)、新华医疗（-11.27%）、人福医药（-10.73%）和博瑞医药（-9.53%）。

估值方面来看，截止 9 月 17 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 34.10x，相较全部 A 股的估值溢价率为 104.20%，环比上周增加 10.09 个百分点，仍显著低于 2010 年以来的中位数水平（+130.31%）；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 53.07%。

二、本周主要观点

人工关节集采落地，降价幅度好于市场预期。本周国家组织高值医用耗材联合采购办公室公示国家组织人工关节集中带量采购拟中选结果。拟中选结果显示，髋关节产品系统：1）陶瓷-陶瓷类：A 组中 7 家企业中选，对应首年意向采购量达 8.44 万个，B 组中 14 家企业中选，对应采购量 0.74 万个；2）陶瓷-聚乙烯类：A 组 10 家企业均中选，对应首年意向采购量达 8.80 万个，B 组中 20 家企业同样均中选，对应采购量 2.17 万个；3）合金-聚乙烯类：A 组 8 家企业中选，对应首年意向采购量达 1.57 万个，B 组中 23 家企业中选，对应采购量 0.92 万个。髋关节产品系统：A 组中 8 家企业中选，对应首年意向采购量达 12.67 万个，B 组中 24 家企业中选，对应采购量 1.80 万个。整体来看，国产头部企业基本全部中标，外资品牌同样积极参与，中标情况较好。根据此前的人工关节国采方案，剩余量由医疗机构自主选择，无论从质量、安全性还是医生使用习惯上来讲，医疗机构都更倾向于选择大品牌，小企业仅凭低价较难获取，我们预计人工关节市场的集中度有望得到进一步提升。国产头部企业有望凭借性价比优势持续进行进口替代，扩大份额。价格降幅方面，根据相关媒体报道，拟中选髋关节平均价格从 3.5 万元下降至 7000 元左右，膝关节平均价格从 3.2 万元下降至 5000 元左右，平均降幅约 82%。整体而言，降价幅度好于市场预期。考虑之前骨科产品出厂价占终端价比例较低，我们认为多数企业本次降价幅度对其出厂价影响较小，整体盈利水平有望保持。整体来看，我们认为随着拟中选结果出炉，国产头部企业盈利能力有望保持，市场前期较悲观的降价预期将得到修复，同时人工关节产品价格下降有望带动手术渗透率的提升。建议积极关注本次多款产品中标的爱康医疗、大博医疗、微创医疗等。

国常会审议通过“十四五”全民医疗保障规划。近日国务院常务会议审议通过“十四五”全民医疗保障规划，部署健全医保制度体系，更好满足群众就医用药需求。全民医保是保障人民健康的一项基本制度，目前我国已建成全世界最大、覆盖全民的基本医疗保障网，“十三五”期间基本医疗保险覆盖 13.6 亿人，覆盖率稳定在 95%以上。“十四五”全民医疗保障规划重点内容如下：1）健全多层次医保制度体系，分类优化医保帮扶政策。主要包括落实全民参保计划、稳步提高基本医保门诊报销待遇、支持商业健康保险发展等；2）建立基本医疗体系、基本医保制度相互适应的机制。包括完善医保支付政策，推动分级诊疗、医联体等发展等；3）推进医保与医药协同改革。包括继续实施国家组织药品集中带量采购，扩大高值医用耗材集中带量采购范围，遏制药品、医用耗材价格虚高。及时将临床价值高、患者获益明显的药品纳入医保支付范围，明年实现全国基本医保用药范围基本统一；4）提升医保经办服务水平；5）加强医保基金监管。我们认为，“十四五”全民医疗保障规划并无超预期的提法，体现了政策的延续性，未来医保基金的使用将更加注重效率。

三、行业动态跟踪

医保局、财政部发文，门诊慢特病治疗费用有望实现跨省直接结算。9 月 18 日，国家医保局办公室、财政部办公厅印发《关于开展门诊慢特病相关治疗费用跨省直接结算试点工作的通知》。《通知》提出，2021 年底前，每个省份至少选择一个统筹地区开展门诊慢特病相关治疗费用跨省直接结算试点，可以提供五种慢特病相关治疗费用的跨省直接结算，如高血压、糖尿病、恶性肿瘤门诊放化疗、尿毒症透析、器官移植术后抗排异治疗等。5 种门诊慢特病治疗费用跨省直接结算时，将执行就医地的支付范围及有关规定。此外，就医地经办机构应将异地就医人员纳入本地统一管理，并完善定点医疗机构医保协议，做好门诊慢特病相关治疗费用跨省直接结算服务。

四、重点个股

1）创新药及产业链标的：恒瑞医药、药明康德、泰格医药、凯莱英、康龙化成等；

2）医疗器械标的：迈瑞医疗、乐普医疗、健帆生物、艾德生物、安图生物、新产业、华大基因、凯普生物等；

3）医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、益丰药房等；

4）医疗大消费标的：我武生物、长春高新、欧普康视、爱博医疗、片仔癀、云南白药、爱美客等。

5）疫苗标的：康泰生物、智飞生物、复星医药、华兰生物、康希诺-U。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；医药政策变动超预期风险。

商贸零售（韩保倩）

一、市场表现

商贸零售（中信）板块本周下跌 180.43 点，跌幅 4.25%，同期沪深 300 下跌 3.14%，略跑输大盘。板块本周上涨前五名分别是金开新能（14.89%）、壹网壹创（13.31%）、新华锦（11.73%）、*ST 金洲（8.90%）、*ST 新亿（8.07%）。

本周公布 8 月社零数据，同比 2.5%，市场预期 7%，显著低于市场预期。受到疫情反复、汛情和去年同期高基数影响，社零本月环比下滑 6 个百分点，居民消费意愿低迷，我们认为随着中秋国庆双节到来，居民出行意愿提升，同时部分省市推出文旅方面的惠民补贴，消费市场或将稳定增长，同时积极关注福建疫情进展。

二、行业要点：

8 月份，社会消费品零售总额 34395 亿元，同比增长 2.5%，市场此前预期是 7%，比上月回落 6 个百分点，两年平均增速为 1.5%，主要是由于疫情汛情多点发生，居民出行减少，暑期消费受到一定影响。1-8 月份，社会消费品零售总额 281224 亿元，同比增长 18.1%，两年平均增速 3.9%。1-8 月份实物网上消费品零售额同比增长 15.9%，增速较前期有所回落。

其中，餐饮收入 8 月份同比下降 4.5%，而 7 月同比增长 14.3%，增速显著回落，商品零售增速同比增长 3.3%，同样有所回落，年内最差情况。社会消费品零售总额增速回落除了汛情疫情的影响，也有上年同期基数升高的因素。分品类中，餐饮收入同比-4.5%，服装鞋帽纺织服装同比-6.0%，日用品同比-0.2%，家电和音像器材同比-5.0%，通讯器材类同比-14.9%，汽车类-7.4%，上述几项单月同比为负；可选消费相对坚挺，必选消费中化妆品同比 0%，黄金珠宝 7.4%，文化办公用品 20.4%，中西药品 10.2%。

三、投资关注

1、上海家化（600315）：公司公告向激励对象授予股票期权。董事会认为 2021 年股票期权激励计划的授予条件已经成就，确定以 2021 年 9 月 15 日为授权日，向符合授予条件的董事长潘秋生授予 123.00 万份股票期权。

四、风险提示：疫情反复超预期、市场竞争加剧风险等

休闲服务（郝卓凡）

一、市场表现回顾

休闲服务（SW）板块本周下跌 4.44%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 19 位，同期沪深 300 指数下跌 3.14%，中小板指数下跌 2.34%，创业板指数下跌 1.2%。

个股表现来看，仅有*ST 海创 B(+3.25%)、国旅联合(+1.34%)；而跌幅最大的前五家公司分别是*ST 西域(-20.33%)、

桂林旅游(-15.63%)、锦江酒店(-13.02%)、西安旅游(-13.01%)、*ST 米奥(-12.93%)。

估值方面来看，截止 9 月 17 日，休闲服务（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 45.30x，全部 A 股（TTM，剔除银行）的估值为 22.17x。

二、本周主要观点

中秋小长假消费提振明显，期待国庆中长假出游表现。2021 年中秋假期全国累计国内旅游出游 0.88 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 87%。实现国内旅游收入 371 亿元，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 78%。从旅游市场看，今年中秋旅游以周边游、省内游为主，携程发布《2021 年中秋假期旅游数据报告》显示，中秋假期周边游预订人数占出游总人数比例为 56%，高于 2019 年中秋和今年清明、端午假期水平，多地疫情或影响旅客计划出行半径。随着疫情逐渐企稳，“十一”黄金周中长假旅游需求或将释放。加之 K12 课外辅导新政逐步细化落地，预计在开学后也将带来亲子游的更多需求。十一中长假有望带动中长途游带来更好的表现，进而提升出行客单价带来收入贡献。

三、行业动态跟踪

8 月份社会消费品零售总额增长 2.5%。2021 年 8 月份社会消费品零售总额增长 2.5%，低于前值 8.5%和预期值 7.0%，其中餐饮收入 8 月份同比下降 4.5%，上月增长 14.3%，据发布会主要系极端天气冲击以及疫情散点爆发等因素影响。

北京连夜官宣恢复跨省团队游。北京市文旅局下发《关于严格旅行社疫情防控措施恢复跨省旅游相关工作的通知》，在落实严格疫情防控措施的前提下，可自 2021 年 9 月 10 日起恢复经营本市跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，并遵照执行。

商务部：进一步做好当前商务领域促消费重点工作。香港万得通讯社报道，商务部发布《进一步做好当前商务领域促消费重点工作的通知》，其中提及“提振餐饮消费”、“落实好海南离岛旅客免税购物政策”等元素。

发改委：将有序取消一些行政性限制消费购买的规定。中国网报道，国家发展改革委定于 2021 年 9 月 16 日召开国家发展改革委 9 月份新闻发布会，会中提及“由于疫情影响，传统消费受到抑制，但各种新型消费业态加快扩容，线上消费逆势增长，这保障了居民日常生活需要、促进了经济企稳回升。在这样的背景下，前期一系列政策措施陆续出台，对新型消费的发展起到了重要推动作用”。

首旅如家：推出如 LIFE 俱乐部与首免全球购平台。2021 年 9 月 16 日，首旅如家酒店集团正式发布其成立以来的首个会员俱乐部——如 LIFE 俱乐部，并同时推出会员专享的“全球正品、零关税到家”的首免全球购平台。

文旅部：中秋假期国内出游 8815.93 万人次。经文化和旅游部数据中心测算，2021 年中秋节假期 3 天，全国累计国内旅游出游 0.88 亿人次，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 87%。实现国内旅游收入 371 亿元，按可比口径恢复至 2019 年中秋假期的 78%。

四、重点个股

1）免税购物标的：中国中免等；

2）景区标的：宋城演艺、中青旅、天目湖等；

3）酒店标的：首旅酒店、锦江股份等；

4）餐饮标的：广州酒家等；

5）人力资源标的：科锐国际等。

五、风险提示

疫情反复超预期风险；行业政策变动超预期风险。

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数上涨2.80%，上证指数下跌2.41%，行业指数跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是磷肥、磷化工及磷酸盐、氮肥；跌幅较大的板块是维纶、钾肥、合成革。

二、行业观点：

本周黄磷价格大幅上涨，主要受云南能耗双控政策影响，供应市场推涨，需求市场恐慌，价格暴涨。9月13日，《云南省节能工作领导小组办公室关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》【云发改产业【2021】792号】中提到"加强黄磷行业生产管控，确保2021年9-12月黄磷生产线月均产量不得超过2021年8月份产量的10%（即削减90%产量）"。该管控要求在行业内引起广泛关注。云南地区多数企业反馈将执行停炉计划，目前来看，仅个别企业已经停炉，个别企业降负荷，多数企业仍有停炉计划，具体执行时间仍需保持关注。此外，江苏地区能耗双控，部分三氯化磷企业降负荷。目前来看，行业库存处于低水平，一旦严格执行限产，黄磷价格估计继续上涨。

烧碱价格在化工产品中启动较晚，近期由于开工率下降，价格开始大幅上涨；9月16日，中国32%离子膜液碱市场加权均价866.20元/吨，较9月9日数据相比上涨15.33%；部分地区能耗管控严格，液碱供应缩减，尤其是川渝区域内货源供应十分紧张，江苏地区能耗管控严格，厂家皆有降负或停车表现，目前省内整体开工率不及四成，液碱货源供不应求。目前来看，江苏地区供应减量对周边地区辐射影响较大，后期价格仍有上行可能。推荐：中泰化学。

本周国内纯MDI市场价格小幅推涨。供应量有所下滑，且贸易商手中现货有限，对外报盘多低价惜售情绪，而部分中下游入市逢低补仓，本周国内聚合MDI市场价格延续涨势。工厂放量延续控货，且部分工厂负荷有所下滑，供应量缩减，而科思创本周指导价及万华一口价均上调，给予市场利好提振。**原材料：**国内苯胺市场价格宽幅上涨。当前市场均价为10963元/吨，较上月价格涨2.70%，较年初价格涨36.95%。近期，受国家政策"双控影响"开工率有所降低，产能较上周有所减少，但整体供应端支撑尚可.**MDI海外装置仍然不稳定：**万华匈牙利30万吨/年于8.17日开始陆续停车检修，预计检修50天左右，届时产能将提升至35万吨/年；日本东曹一套20万吨/年装置9.2日开始停车检修，预计检修30-45天左右；德国科创42万吨装置于7.2日发生不可抗力，8.25日增加给欧洲，中东和非洲的交付量；美国陶氏34万吨/年MDI装置仍存在不可抗力，低负荷运行；美国巴斯夫40万吨/年装置于8.29日停车检修，9.7日宣布不可抗力，美国亨斯迈50万吨/年装置计划9.11-12日缓慢恢复重启；整体供应端来看市场国内供应量有所下滑，海外供应量缺口仍存。需求端：**纯MDI**:下游氨纶开工负荷9成，对原料保持正常采购，但下游TPU开工6成左右，鞋底原液及浆料开工4-5成，整体开工维持低位，加上疫情冲击莆田鞋材市场，整跟进能力尚需恢复.**聚合MDI：**随着北方气温下降，工程方面加快进度，木材行业景气延续；下游大的冰箱冰柜厂产销维持正常，但是由于集装箱紧张局面尚未缓解，出口至欧美的货源受限。

近期中共中央政治局常委、国务院副总理、中央生态环境保护督察工作领导小组组长韩正主持召开中央生态环境保护督察工作领导小组会议，深入学习贯彻中央生态文明思想，审议第二轮第三批中央生态环境保护督察报告，研究部署第二轮第四批督察工作。

根据党中央、国务院的决策部署,从2019年开始,2020年、2021年，利用三年的时间对被督察对象开展新一轮督察。8月底各地第二轮第四批环保督察陆续启动，从各细分产品来看，由于环保因素影响，开工确实有所下降。

草甘膦海外装置开工不足，价格上涨：草甘膦报价至5.6万元/吨，传闻高端报价至5.8万元/吨；实际成交参考至5.2-5.25万元/吨，港口FOB 8120-8200美元/吨。近期价格小幅上涨，海外生产商受到艾达飓风影响开工率降低，进一步推高草甘膦价格。从目前来看，国内企业订单多安排至2021年第四季度，销售压力不大；黄磷、甘氨酸等原料价格维持相对高位，对草甘膦成本有一定支撑；下半年采购旺季即将到来，企业逐步提升价格。原材料甘氨酸开工仍然受限，河北目前在对生产企业进行评级，当地供应商开工不足；山东生产商，鉴于环保等方面的压力，开工不足。

电石限电影响 开工再次降低：本月电石价格上涨3%至5523元/吨，PVC价格上涨4%至9200元/吨。内蒙古近期限电加重，电石企业开工低位或停车现象再次出现，近期陕西即将开启全运会，运输管控有有加严趋势，本地以及需途经陕西地区的车辆或将有一定影响。电石产量依旧低位难改；下游采购企业多数企业到货不足，且勉强维持现有开工负荷。后期该产业链价格或再次上涨。

钛白粉旺季来临，供小于求：当前硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为19000-21100元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为17500-18500元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为21000-22000元/吨。华南地区继续受限电问题干扰，厂家开工多数维持在一半左右。第二轮大规模环保检查已经开启，山东、江苏、安徽等省份主流大厂生产将受到影响，首先受到影响的山东地区开工仅存约7成左右。上游面对旺季即将到来厂家开始封单，由于各地开工不足，市场需

求增加幅度明显高于供应量增加幅度，尽管终端涂料市场和汽车漆市场的消耗能力有所减弱，但终端备货补库需求仍在，需求处于不断增加阶段。由于环保检查及限电政策并行，主力生产片区供应不足，市场现货库存量较低。

三、投资建议：

新兴经济的发展加剧基础化工品的供需矛盾：国内偏基础化工品的醋酸、硫酸、纯碱、PVC等2010年之后显现产能严重过剩，行业盈利逐渐下滑，导致近几年资本开支严重不足，产能增长缓慢，2020年在疫情影响下，供需矛盾不突出。2021年，国内外需求同步释放，但是设备和工艺都存在问题，行业开工率难以短期内大幅提升；2020年9月，中国在联合国大会上向世界宣布了2030年前实现碳达峰，2060年前实现碳中和的目标，国内新能源快速发展，尤其是光伏和锂电池材料，发改委积极推进可降解塑料，国内大炼化项目顺利投产，这些新兴领域的发展给传统化工产品带来巨大的需求增量，资本开支不足的弊端显现，产品供给严重不足，价格大幅攀升，这一现象在下半年甚至在更长时间内难以有效缓解，并且将越来越严重。

一线龙头的版图仍然在不断扩张：在国内化工行业投资增速趋缓背景下，经过疫情的洗牌，小产能加速退出，环保和安监趋严致小企业扩产意愿较弱，龙头企业已成为新增扩产的主力军。龙头企业的市场份额有望进一步提升，各细分子行业的行业格局有望改善。2021年是“十四五”的开局之年，化工行业将继续推进行业落后产能淘汰，严格控制传统化工新增产能，实现行业布局的合理调整。化工行业已经进入了存量竞争的时代，经历了2016年的供给侧改革和2020年的疫情之后，龙头公司依靠期庞大的产业链和成本控制能力，不断证明经营的韧性。龙头公司的扩张将产业链循环经济做到极致，下游渗透到行业的毛细血管，抗风险能力逐渐提高，在版图的扩张中，不断成长。

投资建议：（1）、一线龙头市占率提高，规模优势明显，成本控制能力强，在行业内持续保持较强的竞争力。推荐万华化学、扬农化工、龙蟒佰利、华鲁恒升；（2）、部分二线龙头打破僵局，转型向更广阔的市场领域发展，推荐：中核钛白、安纳达、川恒股份；（3）、基础化工品供需矛盾短期难以解决，在碳中和和碳达峰的大背景下，产能扩张难度依然非常大，同时产能建设和需求具有时间差，推荐中泰化学、江苏索普、华峰化学、远兴能源。

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

电力设备新能源（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 2.41%，沪深 300 下跌 3.14%。电新板块下跌 2.21%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）国轩高科：210Wh/kg 磷酸铁锂电池年底将量产

电池中国获悉，国轩高科今年 1 月对外公布的能量密度达到 210Wh/kg 的磷酸铁锂电池，其产品线已建设完成，目前处于调试阶段，计划将于今年年底之前实现量产。近日，国轩高科工研总院常务副院长徐兴无透露了这一消息。

（2）小康股份与宁德时代签五年采购协议

9 月 10 日，小康股份公告，公司控股子公司重庆金康新能源汽车有限公司(以下简称“金康新能源”)与宁德时代新能源科技股份有限公司(以下简称“宁德时代”)于 2021 年 9 月 9 日签订《五年供需联动和产能保证框架协议》。协议约定，金康新能源将在 2022 年至 2026 年期间，向宁德时代采购动力电池产品。

（3）石大胜华：东营厂区今日复工 多家厂商驻场催货

9 月 12 日，石大胜华公开表示，近日公司接到宁德时代和多家相关电解液厂驻场单位通知，要求公司保证其生产溶剂的供应，产品订单锁量不锁价。石大胜华称，目前公司东营厂区已完成检修，今日晚间进行装置复工重启。复产后以供应前期订单为主，目前新订单和部分老订单需等到十月下旬才能出货。

展望：根据各国官方数据，2021 年 8 月，瑞典、意大利、挪威、德国、西班牙五国新能源汽车注册合计达到 87,529 辆，环比基本持平，同比增长 62%；合计新能源汽车渗透率达到 25.6%，同环比分别提升 13.36 pct、6.44pct。这表明欧洲新能车渗透率继续提升，需求良好。

三、行业的投资逻辑

新能源汽车行业：

1.行业基本面：中国新能源车 2021 年销量在 180 万左右，同比增长 40%以上。欧洲市场 2021 年销量增速在 50%左右。展望美国市场，在拜登政府上台后，对于碳排放将采取更支持的态度，因此其对新能源车的政策也偏向积极，且随着福特 MACH-E 电动 SUV 等新车型推出，预计美国市场销量增长也有 30%以上。 综上，预计全球新能源车市场明年景气。

2.供给端情况：从数据看，2021 年 1 季度动力电池排产环比持平，比过去几年表现好很多。四大材料中，电解液和隔膜产品 2021 年供给紧平衡。正极方面，高镍和 LFP 需求增长较快，且供给较紧。负极产品供给较为宽松。因此，在优质供给较紧的情况下，行业的价格应该保持合理水平。

四、重点公司

恩捷股份：

恩捷股份是全球湿法隔膜龙头，产能规模全球第一。2019 年，公司隔膜业务在国内市占率达 53%以上，海外市场市占率 12%左右。预计 2020 年中国市场新能源车市场增长 10%左右，动力电池装机量增长 18%左右，且恩捷股份的市占率继续提升，公司的国内隔膜出货量增速在 22%以上。公司是海外动力电池巨头松下、LGC、三星的供应商。预计 2020 年，海外新能源车市场增长 38%以上，动力电池装机量增长 48%以上，且随着恩捷在 LGC、松下的产业地位提升，对 LGC、松下、三星的隔膜出货量比例提升，恩捷股份的海外隔膜出货量增长 60%以上。预计公司 2021 年业绩为 20 亿，对应估值 52 倍，给与推荐评级。

华测检测：

公司是国内检测行业民营龙头，预计在食品、环境、 汽车、贸易保障检测等优势业务持续稳健增长。公司管理持续优化，利润率水平持续提升，且大规模投入新建的实验室产能将持续爬坡，且积极布局航空材料、轨道交通检测等新方向，打造新的业绩增长点。 因此具有长期成长的持续性和短期业绩的确定性。预计公司 21 年业绩为 6.8 亿，对应 PE 估值 76 倍，继续推荐。

三一重工：

基本面逻辑：基建工程量保证，以及环保政策加严，使得行业在 2019-20 年受益于更新换代、工程需求；国内竞争格局持续优化，龙头增速高于行业；市占率继续提高；龙头十多年的海外布局进入收获期，创造业绩新增量；三一重工报表处于修复期，净利率逐渐提升，利润增速显著高于收入增速。预计公司 21 年归母净利润为 180 亿元，对应 PE 为 15 倍，维持“推荐”评级。

艾迪精密：

行业层面，工程机械景气有望持续。三一重工等整机厂近期工程机械产品供不应求。在整机需求景气的背景下，工程机械的零部件需求也保持景气状态。公司层面，受益于零部件的国产替代和公司产能提升。公司产品具有长期增长的空间。公司今明两年将会投放 2 万件破碎锤产能。公司已经投资了 8 万件液压马达产能，5 万件液压主泵产能，其项目产能将在这几年逐步实现，因此公司的液压件产量将迎来高增长时期。在行业回暖，国产替代提升的情况下，公司业绩有望在中短期内仍保持较好增长。预计公司 2021 年业绩在 6.2 亿左右，对应估值 46 倍。给与推荐评级。

成长股

汽车（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数-4.55%，HS300 指数-3.14%。 福耀玻璃、伯特利表现较强；长安汽车、广汽集团等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【8 月汽车消费额同比-7%，9 月前两周表现平淡】

8月份，社会消费品零售总额34395亿元，同比增长2.5%，比2019年8月份增长3.0%。其中，除汽车以外的消费品零售额31115亿元，增长3.6%。扣除价格因素，8月份社会消费品零售总额实际增长0.9%。汽车消费3280亿元，同比-7.4%，受到供给端影响汽车产销表现较弱。

9月第1周的市场零售达到日均2.7万台，同比2020年9月的第1周下降3%，表现相对平稳，相对今年8月的第一周是基本持平。9月第2周的市场零售达到日均3.6万台，同比2020年9月的第2周下降12%，表现相对偏弱。前两周总体同比下降9%，消费走势较弱。

三、行业投资逻辑：汽车行业进入复苏周期，5-10%的增速或延续1-2年；头部自主品牌在智能化+电动化的趋势中开始崛起。重点推荐：长城、长安、比亚迪、特锐德、伯特利、华域汽车、新泉股份、三花智控等。（1）自主品牌龙头在行业大转折之际率先复苏，销量与业绩出现明显改善，推荐重磅车型较多，成本控制较好的企业，首选长城汽车、长安汽车、比亚迪。（2）电动汽车进入快速增长期，保有量急剧扩容，车桩匹配失衡，充电资源紧缺倒逼政府部门加强对充电站建设的政策扶持，以往的掣肘因子逐步消失，行业进入快速发展期，重点推荐第三方充电龙头特锐德。（3）智能化是汽车行业的核心增量之一，预计未来三年L2-L3级别的渗透率将由目前的20%提升至70%以上，智能控制、智能感官、智能分析类的部件持续扩容，重点推荐国产智能制动龙头伯特利。

四、本周重点推荐个股：长城汽车：公司是国内自主SUV龙头企业，定位中低端市场，目前来看哈弗系列的销售形势有见底回升之势；压制公司基本面进一步好转的主要是高端品牌WEY系列拓展不及预期；三季报盈利好于预期，叠加哈弗大狗、欧拉猫系、WEY坦克300的推出，公司另类风格车型放量预期强烈；随着新车型的放量，估值空间将进一步提升。

五、风险提示：（1）价格竞争加剧；（2）销量不及预期。

通信、电子（王树宝、苏国印）

本周上证指数下跌2.41%，沪深300下跌3.14%，申万通信指数本周下跌3.19%，申万电子指数下跌5.28%。本周市场普遍反弹，通信和电子板块在连续两周回调之后也迎来了上涨。

本周市场出现大跌，通信板块也下跌了3.19%，电子板块更是深度回调5.28%。

本周，上周深圳光博会顺利举办，在本届光博会中，多厂商重点展示了800G光模块等产品，例如新易盛向客户展示其800G OSFP/QSFP112-DD等光模块产品的测试性能；华工正源发布三款800G光模块：800G SR8，800G DR8和800G 2*FR4，其中800G DR8推出OSFP和QSFP-DD两种封装形式，800G SR8和800G 2*FR4优先推出OSFP封装形式；海信宽带推出全系列QSFP-DD封装800G数据中心应用光模块产品，目前均已进入客户送样阶段；剑桥科技展示了800G PAM4 DR8 QSFP-DD 800光模块产品，其中搭载53G EML激光器以及业界先进的6nm工艺的800G DSP芯片。根据Lightcounting于2021年7月发布的报告，2020年全球TOP5的云厂商（阿里巴巴、亚马逊、Facebook、谷歌和微软）2020年在以太网光模块方面的支出为14亿美元；Lightcounting预计到2026年该支出将增加到超过30亿美元，其中800G有望成为最大细分项。Lightcounting表示AI应用等带来的数据流量的增长，超预期的数据中心带宽需求以及光模块厂商产品实力的持续增长都是推动800G光模块需求提升的主要驱动力。

所以光模块依然是我们在通信板块中持续看好的细分板块，得益于云计算资本开支提升和长期成长逻辑，国内光模块公司业绩将保持稳定且较快速的成长，对比半年报，我们认为当前新易盛业绩弹性更高，主要源于公司持续发力海外市场，份额不断提升，并且公司在高速光模块上取得突破，我们给予推荐。

电子板块我们继续推荐士兰微、洁美科技和兆易创新三个龙头个股，一方面当前半导体尤其是功率半导体景气度依然较高，下游需求旺盛，长期看，半导体国产化进度持续推进，最有利于产业链上龙头公司成长。士兰微是我们重点推荐的个股，公司经过20余年的发展，建立了较为完善的IDM经营模式，现已形成器件、集成电路、LED芯片及外延片的完整业务板块，产品广泛应用于消费电子、工业控制、新能源、汽车电子等领域，公司也是国内产品线最为齐全的半导体IDM厂商，当前半导体功率景气度持续走高，公司产能储备优势明显，当前正处于产能和良率的双提升阶段，业绩弹性大，公司半年报实现高速增长，我们给予重点推荐。洁美科技也是我们上半年重点推荐公司，公司继续保持快速增长，收入的增长源自下游被动元器件景气提升，公司塑料载带和离型膜正处于客户导入和原材料自给率提升阶段，未来对收入和利润的贡献奖越来越明显，我们持续重点推荐。兆易创新是我们持续看好的

半导体标的,公司一季度的业绩继续保持了高增长,单季度利润无论同比和环比均保持了 50%的增速,目前 NorFlash 下游景气高企需求旺盛，同时公司的 DRAM 产品有望提供新的业绩增量，我们继续推荐兆易创新。

风险提示：市场系统风险，半导体板块整体估值下滑，光模块和数据中心需求增速低于预期。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 2.87%，板块成交额 2438 亿元。沪深 300 指数下跌 3.14%。

看好行业长期结构性机会。因 2021Q1-Q3 订单和业绩因低基数效应，同比大幅确定性高。AI 和云新技术成为板块新动能：不仅是需求增长，更将带来商业模式的改善—人效和利润率提升。

二、投资观点

1、云计算：服务器 Q2 同比下降，持续看好云 IaaS 行业

日前，IDC 发布了最新全球服务器市场季度报告，2021Q2 全球服务器市场同比下降 2.5%至 236 亿美元，出货量超过 322 万台，同比去年增长 0.1%。主要是受超大规模数据中心算力需求和部署的回落，及部件供应的影响。

全球前三供应商排名发生变化，浪潮以 10.1%市占率，超越 HPE 位居全球第二，保持中国第一。主要因统计口径发生变化，惠普/新华三由合并统计改为分开统计。

我们认为，从长期来看，云计算渗透率提升空间大，短期存在周期波动，周期低点均为布局时机。参考全球服务器龙头 ASPEED 业绩，8 月份受益基数效应，营收同比增长 49.5%，我们预计行业将迎来拐点。

推荐：澜起科技、浪潮信息等。

2、重点覆盖

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、中国长城、东华软件、创业慧康、**卫宁健康**、金山办公、广联达、用友网络、**深信服**、启明星辰、绿盟科技、**德赛西威**、中科创达、千方科技、东方国信、**恒生电子**。

电子：海康威视、大华股份、信维通信、**领益智造**、环旭电子、鹏鼎控股、东山精密、舜宇光学科技、联创电子、欧菲光、顺络电子、三环集团、风华高科、江海股份、法拉电子、**韦尔股份**、**澜起科技**、卓胜微、京东方、TCL 科技。

三、风险提示

贸易战和疫情全面爆发影响行业下游客户需求的风险；下游行业回暖不及预期的风险；科技创新可能带来短期业绩下降的风险；新业务拓展不达预期的风险；部分公司估值过高的风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，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。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上