策略研究

国都投资研究周报 2021.8.16-8.20

本周策略：

美联储明确 Taper 窗口期，风格趋于收敛均衡

一、市场脉动：美联储 Taper 预期临近，股市风格价值反弹而成长回落

1、宏观变量跟踪：全球疫情反弹，通胀高位但预期缓和，国内经济增速料放缓。

1）新冠疫情：全球疫情再次反弹，疫苗接种速度阶段趋缓，全球接种比例偏低且分化显著。上周，新冠疫情在美欧日及部分新兴国家显著反弹，全球日均新增确诊人数环比+3.5%至 64.7 万人，且连续三日保持在 71 万人上方（今年 5 月中旬时水平），处于全球新冠疫情暴发蔓延以来的第四波反弹阶段（依次为 20 年 5 月至 8 月、20 年 10 月至 21 年 1 月、21 年 3 月至 4 月、21 年 7 月中旬至今）；但同时，随着新冠疫苗的大规模接种，病死率仍缓慢下降至 2.1%附近。

新冠疫苗接种方面，8 月初至今，全球每日接种量(7 日移动平均)已从高点 4,328 万剂次下降至最近的 3,663 万剂次，中美德法英等国家的接种量悉数下滑。完全接种人数占比来看，整体偏低且全球分化明显，全球仍在 16%偏低水平，美欧发达国家的普遍在 50-60%区间，新兴市场国家普遍仍在 10%附近甚至下方；我国完全接种比例已超 55%，处于全球高位水平。

2）宏观数据：我国上下游价格差仍在高位，结构性紧信用预示下半年经济放缓显性化，美国核心 CPI 回落缓解 Taper 紧迫性的担忧。中国 PPI 同比涨幅连续三月保持在 9%附近的高位水平，但 CPI 连续四月维持在 1%附近低位，下游行业持续承受上游原料价格上涨压力；然而，从领先指标来看，南华工业品指数自七月底至今已回落 3%、国际大宗价格 LME 金属、CRB 指数也阶段见顶震荡回落，或预示后续 PPI 涨幅逐步趋缓。

同时，我国 7 月社融、M2 增速悉数回落 0.3 个百分点，低于预期，表外融资持续压降、地方政府债券发行后置，结构性紧信用为社融缩量主因，企业中长贷虽保持历史同期高位水平，但同比少增 1,013 亿元，结束此前连续十六个月同比增长势头；而居民短贷、长贷规模悉数下降，预示地产销量或承压回落。社融信贷增速回落，预示我国下半年经济增速放缓或逐步显性化。

美国 CPI 同比连续三月保持在 5%上方这一近三十年高位，7 月 CPI 同比涨幅与 6 月持平在 5.4%，影响美联储政策取向的核心 CPI 同比涨幅回落 0.2 个百分点至 4.3%，缓和了市场对于美联储 Taper 紧迫性的担忧。

2、市场脉动：利率先扬后抑，大宗普遍小幅回调，股指延续发达强于新兴态势，风格价值涨成长跌。上周，以上全球新冠疫情反弹及我国社融增速不及预期下，中美国债利率先扬后抑，10 年美债利率小幅回落 2bp 至 1.29%，10 年中国国债利率上行 7bp 至 2.90%；美元指数小

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3516.30	1.68
沪深 300	4945.98	0.50
深证成指	14799.03	-0.19
中小板综	13671.11	1.31
创业板指	3345.13	-4.18
恒生指数	26391.62	0.81
恒生中国企业指数	9377.79	1.12
恒生沪深港通 AH 股溢价	136.98	-0.49
标普 500	4468.00	0.71
纳斯达克指数	14822.90	-0.09
MSCI 新兴市场	1280.86	-0.90

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	68.03	0.29
纽约期金	1781.50	1.02
伦敦期铜	9520.00	0.53
伦敦期铝	2611.00	1.06
波罗的海干散货	3566.00	5.78

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。

幅贬值，国际大宗价格普遍小幅下跌，南华工业品指数微跌，而避险资产 COMEX 黄金期价反弹 1.0%至 1780 美元/盎司附近。

股指方面，美联储 Taper 预期下，新兴市场继续弱于发达市场，上周 MSCI 全球、发达、新兴市场各+0.7%、+0.9%、-0.9%；分区域来看，MSCI 欧盟、美国、中国 A 股各+1.6%、+0.6%、+0.4%；行业板块来看，MSCI 金融、必需品、原材料、工业各+1.7%、+1.6%、+1.5%、+1.2%而居前，MSCI 信息科技、耐用品各-0.6%、+0.3%而落后，整体呈现周期价值强于科技成长，仍反应美联储 Taper 预期及美债利率上行预期。

A 股而言，上周大盘指数上涨，沪深 300、万得全 A 各+0.5%、+1.3%，而创业板指、科创 50 各-4.2%、-2.1%，高市盈率指数明显回落 3.3%，而低市盈率指数反弹 3.3%，同时风格呈现周期领涨、价值反弹、成长下跌；以上市场分化，底层逻辑反应美元流动性收紧、利率上行的预期，及国内 PPI 连续保持历史高位的上游周期强盈利预期。

具体来看，上周，煤炭、钢铁、银行、地产、食品饮料、农林牧渔上涨 7.9-4.0%，而电气设备及新能源、电子、通信、医药生物、计算机、军工等科技成长为主的板块逆势下跌 3.3%以内。

6 月初至 8 月上旬，成长与消费、金融风格指数持续分化，涨跌幅相差约 30 个百分点，分化幅度创历史纪录，反应了前期货币政策边际收紧担忧的缓解、中报业绩分化、今年以来消费复苏弱于预期、结构性信用政策及产业政策的影响；如上所述，上周在美联储明确 Taper 计划的预期上升、利率阶段上行，导致价值与成长风格阶段逆转。

二、近期展望：美联储明确 Taper 窗口期，风格或收敛均衡

1、**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。

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。

2013 年美联储确立 Taper 计划及其启动时点，主要依据美国就业缺口的恢复。20 年 3、4 月新冠疫情冲击高峰下，美国非农失业人数高达 2,236 万人；自 20 年 5 月至今，美国新增非农就业人数累计 1,666 万人，相比疫情爆发前，美国待修复的非农就业缺口为 570 万人，按最近两月新增非农人数均值 94 万人测算，预计尚需 6 个月基本修复新冠疫情对美国就业冲击的缺口；即对应 2022 年 1 月为美联储或正式启动 Taper 时点。

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。

综合以上分析判断，预计 9 月 22 日美联储议息会议有望确立 Taper 执行计划与启动时点，而 8 月底的全球央行会议上美联储主席或将释放部分信号；以上预期下，未来一个半月内美债利率、美元或转为最大上行压力期；而在 9 月底确立时点后，直至 23 年初正式执行，期间美债利率、美元的上行斜率或显著放缓；而在 23 年 1 月正式执行 Taper 后，美债利率、美元指数大概率阶段见顶震荡回落。以上三阶段下的美债、美元走势，对股票、大宗商品市场整体影响或由强转弱，而今年底明年初或进入反转修正行情。

2、**近期展望：美联储明确 Taper 窗口期风格收敛均衡。**

6 月初至 8 月上旬的两个多月内，A 股的成长与消费、金融风格极致分化，指数表现相差 30 个百分点，创历史纪录。同时，在美国新增非农就业数据超预期催化下，市场对于美联储 Taper 计划的确立时机的预期上升，美元收紧担忧升温；如上所述，美债利率与美元指数有望在 9 月底前趋势上行，且斜率较大，美元流出新兴市场的压力相应也较大；以上压力阶段，对高估值的科技成长或估值仍在历史高分区间的核心资产，阶段性冲击压力或待释放。而受益利率上行、估值处于洼地的金融板块，期间有望适当修复反弹。综合判断，近期市场风格或趋收敛均衡。

3、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**

三、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，预计年内中小成长风格趋势仍占优。

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 月连续两月经济增长动能略弱于预期，最近公布的 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；二随着近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”。**

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、行业监管政策：冲击逐步消退，但估值重构尚待趋稳。近期针对互联网平台、校外培训、地产等出台规范发展的监管政策，已引起相关行业板块快速下跌，同时拖累其他非相关行业而造成系统性下跌。针对市场对于监管政策不确定性的担忧，最近官媒、监管层释放安抚信号，并结合近日中央政治局会议对以上或类似**行业未再次提及，仅强调“完善企业境外上市监管制度”，或预示旨在反垄断保民生的监管政策高峰告一段落，行业监管政策冲击逐步消退。**

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，近期密集出台落实，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。**

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信号转鹰前保持低位，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，7、8 月为 A 股上市公司中报业绩预告或披露窗口期，业绩预期差及下半年业绩预期调整的表现，行业板块间分化或加剧，也将导致结构分化扩大。根据国家统计局公布的前 5 月规模以上工业企业利润近两年平均增速稳定在 20%以上，营业利润率创历史新高达 7%以上，预计 A 股中报业绩整体略超预期。

截至 8/14，A 股两市已公布 21H1 中报业绩预告比例约四成，其中预喜(预增、略增、续盈、扭亏)占比近 70%；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预告增速中值领先，电子、电气设备及新能源两大科技板块的业绩预告增速中值次高，而军工、机械两大中游制造板块的业绩预告增速中值紧随其后；

食品饮料、生物医药两大消费板块业绩预告增速中值基本符合预期，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、计算机等板块业绩预告中值明显垫后，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，因而近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。

三、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。**

四、中期市场驱动因素研判：盈利能力回升，整体估值合理略高，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。

1Q21万得全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+53.3%、+115.0%、+111.1%、+213.4%,此前4Q20/3Q20/2Q20各为58.9%/17.5%/-12.5%、105.6%/20.6%/8.9%、36.4%/31.1%/98.3%、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+25%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。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，1Q21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9.2%、8.7%、10.7%、7.2%、9.7%；**滚动ROE正处于上行周期并有望延续至21Q3-22Q2区间。

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。**

2、整体估值合理略高，但板块分化显著

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20.0、33.0、13.6、21.6、61.0、79.5倍，各位于近十年历史区间分位数的68.7%、64.9%、75.6%、6.1%、78.7%、73.6%；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，消费仍偏高、科技成长已合理偏低，中游周期合理略高、大金融周期持续位于洼地。**大消费板块在经历近两月持续调整后，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45-55%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92%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50--25%偏低分位数区间；

两大中游制造行业，机械、化工的PE估值位于近十年的33%、45%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、货币政策回归正常趋势下，估值仍反复承压

近期而言，A 股市场走势，**主要取决于后续美债利率或通胀预期走势、国内货币政策边际调控或剩余流动性。**

近期而言，美联储政策目标以修复美国就业状况为先，而对阶段性通胀上升容忍度提升，预计货币宽松政策暂时不会作出调整；但中期而言，基于美国新冠疫苗接种进度超预期、疫情防控趋稳，及拜登政府力推新一轮大规模的财政刺激方案，预计年内美国经济复苏强劲，就业状况也有望趋势改善，因而美联储缩减月度购债规模、而后低利率政策逐步回归正常化，将是大概率确定性趋势。结合美国经济前景、货币政策前瞻，预计年内美债利率、通胀预期在经历近两月的持续回落后，进一步下行空间非常有限，中期或易升难降。

从国内政策来看，全年在经济预期目标（GDP 增长 6%以上）完成难度不大、防风险稳杠杆两大重点任务的约束下，宏观政策核心为“货币政策灵活精准合理适度，财政政策注重提质增效，流动性保持合理充裕”；即总量平稳、转弯或收紧平缓，更注重结构性发力。然而，在今年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的基调下，预计 M2、社融存量同比增速，分别由 20 年的 10.1%、13.3%下调 1-2 个百分点至 9.0%、11.0%附近。综合来看，稳货币紧信用政策取向确认改变前，剩余流动性收缩下对估值压制局面难以扭转。

4、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。

五、配置建议：以估值安全-业绩景气为主线，重点配置科技成长+低估周期

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+3.74%；农林牧渔（中信）涨跌幅+4.49%；沪深 300 涨跌幅+0.50%。

二、食品饮料

1、白酒：

1）茅台批价持续上行至 3800 元左右；

五粮液 990-1000，有望站稳至 1000 元。

2）板块：白酒基本面看呈现持续向好，体现到茅五价格坚挺，尤其是茅台近期批价持续向上到 3800 元，五粮液在发货较多的背景下批价仍维持在 990-1000 元；库存整体偏低，1 个月之内；三四季度为白酒消费旺季，基数效应虽消失，但行业景气度仍有望持续；中报有望逐步进入密集披露期，板块中报预计整体较乐观。

3）市场观点：近期白酒板块对利空反应逐步钝化，开始企稳反弹，本周次高端代表企业舍得和水井坊涨幅在 17-20%左右；中长期板块估值性价比显现，如茅台对应 21 年在 40x 之内，而五粮液和老窖 35x 左右，对应 22 年 30x 左右，中长期配置价值在凸显。我们维持白酒年底有望估值切换行情；中长期我们认为白酒行业高壁垒性，以及商业模式的优势，让估值溢价有望长享，此观点不变。

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：

安井、榨菜等中报披露后，业绩低预期（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）。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，同时基本面虽未看到明显好转，但最差阶段已过，后期随着社零数据的逐步恢复，边际有望迎来好转，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；同时关注低估值标的包括中炬（大股东认购定增有望成催化）、榨菜、三全等。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

1）基本面：【牧原股份公开发行可转债】公司拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 95.50 亿元，期限六年。其中 51 亿元拟用以建设 23 个生猪养殖项目产能，19 亿元用以建设 4 个生猪屠宰产能项目，25.5 亿元用以偿还银行贷款及补充流动资金。公司可转债募集资金建设生猪产能合计年出栏规模达 677 万头，合计屠宰产能达 1300 万头。

2）维持推荐牧原不变。当下周期下行阶段，公司持续逆势扩张，为公司未来出栏量高增长护航；同时，公司成本优势下的有效扩产能，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。

五、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。**

六、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

上证综指本周上涨 1.68%，沪深 300 上涨 0.50%。家电板块上涨 1.63%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）美的集团：回购方案实施完成，支付 50 亿元

8 月 13 日，美的集团发布公告称，回购方案实施完成。截至 2021 年 8 月 13 日，公司累计回购股份数量为 7197.62 万股，占公司总股本的 1.0205%，最高成交价为 79.15 元/股，最低成交价为 61.43 元/股，支付的总金额达回购方案的金额上限 50 亿元。

（2）石头科技发布新的无线吸尘器 H7

7 月 26 日，石头科技发布了全新的手持无线吸尘器 H7，作为上一代 H6 的升级版，石头手持无线吸尘器 H7 拥有诸多功能进化，是一款凝聚了更多创新科技的产品。石头手持无线吸尘器 H7 的吸力更大了。它采用了无人机领域的聚合物超轻锂电池，电池容量高达 80Wh，节能模式续航 90 分钟，标准模式下续航 45 分钟，强劲模式续航 8 分钟。 H7 还加入了快充功能。

（3）格力电器 2020 年股权分红每 10 股派 30 元

格力电器发布公告，公司将实施 2020 年年度权益分派，向全体股东每 10 股派 30 元，股权登记日为 2021 年 8 月 20 日。

展望：老板电器 2021 年中报业绩好转，主要在于其战略规划的有效实施。公司战略是依据第一品类优势持续扩充第二、第三品类稳扎稳打式的选择，从目前的新品类选择来看，嵌入式是基础结构，围绕嵌入式厨电做品类拓展最大的难点其实就是对渠道、品牌和生产工艺的要求。在传统厨电增长已经放缓的背景下，从渠道入手，凭借品牌 ToB 做一站式厨电定制大有可为。而老板电器在新品类的战略成功给公司提供了新机遇。

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）板块本周下跌 1.47%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 25 位，同期沪深 300 指数上涨 0.50%，创业板指数下跌 4.18%。细分子板块来看，医药商业上涨 4.83%，化学制药上涨 1.88%，中药板块上涨 0.52%，而医疗器械、生物制品及医疗服务则出现下跌，跌幅分别为 1.93%、3.83%和 4.90%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是阳光诺和（+23.45%）、大参林（+19.21%）、益丰药房（+17.30%）、美迪西（+16.91%）和凯普生物（+16.07%）；而跌幅最大的前五家公司分别是康希诺-U（-23.53%）、键凯科技（-20.04%）、运盛医疗（-16.08%）、万泰生物（-12.53%）和沃森生物（-11.51%）。

估值方面来看，截止 8 月 13 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 36.95x，相较全部 A 股的估值溢价率为 110.91%，环比上周下降 4.80 个百分点，已显著低于 2010 年以来的中位数水平（+130.54%）；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 57.27%。

二、本周主要观点

长期处方管理规范发布，利好慢病用药企业及连锁药店龙头。8 月 12 日，国家卫健委、国家医保局印发《长期处方管理规范（试行）》（以下简称《管理规范》）的通知，以规范长期处方管理，推进分级诊疗，满足慢性病患者长期用药需求。《管理规范》对长期处方组织管理、开具与终止、调剂、用药管理和医保支付等方面进行了规定，共 7 章 43 条。核心要点包括：1）治疗慢性病的一般常用药品可用于长期处方，毒、麻、精、放等特殊药品不得用于长期处方。根据患者诊疗需要，长期处方的处方量一般在 4 周内；根据慢性病特点，病情稳定的患者适当延长，最长不超过 12 周；2）鼓励由基层医疗卫生机构开具长期处方，不适宜在基层治疗的慢性病长期处方应当由二级以上医疗机构开具；3）医疗机构开具长期处方，鼓励优先选择国家基本药物、国家组织集中采购中选药品以及国家医保目录药品。地方卫健行政部门和医疗机构不得以费用控制、药占比、绩效考核等为由影响长期处方的开具；4）医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药；5）明确各地医保部门在支付环节，不对单张长期处方的数量、金额等作限制；各地在制定区域总额预算管理时，应充分考虑长期处方因素；要求各地医保部门提高经办服务能力等。我们认为，随着《管理规范》的出台，慢病相关药企尤其是相关慢性病药品已经中选集采的企业来说，既有 4-12 周的处方量保障且不受医院常规考核的限制，又有医保支付的保障，将受益于长期处方的推行。此外，由于患者可以自主选择在医疗机构或者社会零售药店进行调剂取药，而目前连锁药店龙头已在慢性病的健康管理、建档、随访以及相关的医疗设备及专业医生等方面有所布局，相较于医疗机构其服务更占优势，整体竞争力更强。预计未来慢性病患者的大量健康管理需求将流入记录相对规范、执业医生相对专业的连锁药店龙头，将增加其客户的粘性。

三、行业动态跟踪

国家医保待遇清单落地。8 月 10 日，国家医保局和财政部联合发布《关于建立医疗保障待遇清单制度的意见》。值得注意的是，本次《意见》明确规定，特殊人群保障政策由国家统一制定，地方不得根据职业、年龄等自行新出台特殊待遇政策。此外，按照杜绝增量、规范存量的要求，各地原则上不得再出台超出清单授权范围的政策。各地与清单不相符的内容将在 3 年内完成清理规范。

卫健委开展医疗反腐四年行动。8 月 12 日，国家卫健委医政医管局发布《全国医疗机构及其工作人员廉洁从业行动计划（2021-2024 年）》，明确从 2021 年开始集中开展整治红包、回扣专项行动。通知明确，患者和亲友赠送的礼品、礼金、股权等财物，甚至包括宴请、旅游、健身等活动都被认定为红包；而药企、医疗器械企业、试剂等生产、经营企业，以各种名义给予的回扣，都被严禁，不允许医护人员参加任何以推荐、使用药品为条件的推广活动。通知还强调，医药代表必须有管理制度，对违规出现在医院与诊疗活动无关的人员，医院必须及时驱离。

“网售处方药”监管送审稿流出：5 类制剂不得网售。近日，业界流传一份正在征求意见的《药品网络销售监督管理办法（送审稿）》，对网售药品的多项内容进行细化，其中与以往版本对比有显著变化的是细化了网络销售范围。七类药品不得网络销售，五类制剂不得网络零售：疫苗、血液制品、麻醉药品、精神药品、医疗用毒性药品、放射性药品、药品类易制毒化学品等国家实行特殊管理的药品，不得通过网络销售。蛋白同化制剂、终止妊娠药品、含特殊药品复方制剂、注射剂、输液剂等其他用药风险较高的药品不得通过网络零售，具体目录由国家药品监督管理局组织制定。药品零售企业通过网络销售药品，不得以买药品赠药品、买商品赠药品等方式向公众赠送处方药和甲类非处方药。

国家医保局：加快中成药、中药配方颗粒集采。8 月 10 日获悉，国家医保局在答复十三届全国人大四次会议第 4126 号建议时明确表示：目前，青海省、浙江金华、河南濮阳等地已针对部分需求大、金额高的中成药品种开展了集采探索，取得了积极成效。国家医保局下一步将会同有关部门在完善中成药及配方颗粒质量评价标准的基础上，坚持质量优先，以临床需求为导向，从价高量大的品种入手，科学稳妥推进中成药及配方颗粒集中采购改革。

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：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）板块本周上涨 122.78 点，涨幅 3.16%，同期沪深 300 上涨 0.50%，跑赢大盘。板块本周上涨前五名分别是华联综超（61.11%）、天音控股（30.07%）、壹网壹创（20.96%）、爱施德（14.93%）、*ST 跨境（12.25%）。

本周由于华联综超公告拟被“创新金属”借壳而连续涨停，根据公司披露的重大资产重组预案显示，一方面华联综超拟以 22.9 亿元的价格置出所有者权益达到 28.08 亿的商超资产，另一方面公司又拟通过发行股份购买资产的方式，装入创新金属 100%股权，交易金额暂定为 121.3 亿-122 亿，较其截至 2021 年 6 月 30 日的净资产增值约 206%-207%。与此同时，华联综超还将募集配套资金 15 亿元用于投入创新金属在建项目建设、补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务、支付本次并购交易税费等并购整合费用。创新金属分别在 2012 和 2016 年拟通过 IPO 和借壳上市，后续均终止，上交所也要求华联综超补充说明标的公司是否可能存在不满足重组上市条件的情形，本次交易推进是否存在实质性障碍，是否存在终止的风险等。

三季度是消费淡季，同时疫情反复影响居民消费信心和消费能力，我们认为超市当前客流、销售业绩尚未恢复至 2019 年，疫情后消费者习惯线上化转移和新渠道冲击对超市影响深入，下半年金九银十或将带来一定程度上回暖，但整体经营效率的提升仍需时间，建议关注高景气的化妆品、珠宝赛道和渠道壁垒深厚的免税行业。

二、行业要点：

8 月 13 日，国家邮政局公布 2021 年 7 月邮政行业运行情况。

1-7 月，邮政行业业务收入（不包括邮政储蓄银行直接营业收入）累计完成 7145.3 亿元，同比增长 20.9%；业务总量累计完成 7513.9 亿元，同比增长 32.5%。7 月份，全行业业务收入完成 1001.4 亿元，同比增长 13.6%；业务总量完成 1089.1 亿元，同比增长 22.7%。

1-7 月，邮政服务业务总量累计完成 1229.2 亿元，同比增长 5.5%；邮政寄递服务业务量累计完成 150.1 亿件，同比增长 1.3%；邮政寄递服务业务收入累计完成 221.1 亿元，同比下降 9.7%。7 月份，邮政服务业务总量完成 148.7 亿元，同比增长 12.9%；邮政寄递服务业务量完成 22.1 亿件，同比增长 5.9%；邮政寄递服务业务收入完成 28.1 亿元，同比下降 3.8%。

1-7 月，全国快递服务企业业务量累计完成 583.3 亿件，同比增长 42.9%；业务收入累计完成 5669.4 亿元，同比增长 24.7%。其中，同城业务量累计完成 76.9 亿件，同比增长 15.2%；异地业务量累计完成 493.9 亿件，同比增长 48.7%；国际/港澳台业务量累计完成 12.5 亿件，同比增长 35.7%。7 月份，全国快递服务企业业务量完成 89.3 亿件，同比增长 28.8%；业务收入完成 827.2 亿元，同比增长 14.4%。

1-7 月，同城、异地、国际/港澳台快递业务量分别占全部快递业务量的 13.2%、84.7%和 2.1%；业务收入分别占全部快递收入的 8.1%、50.6%和 12.5%。与去年同期相比，同城快递业务量的比重下降 3.1 个百分点，异地快递业务量的比重上升 3.3 个百分点，国际/港澳台业务量的比重下降 0.2 个百分点。

1-7 月，东、中、西部地区快递业务量比重分别为 78.6%、14.2%和 7.2%，业务收入比重分别为 78.5%、12.7%和 8.8%。与去年同期相比，东部地区快递业务量比重下降 1.4 个百分点，快递业务收入比重下降 1.5 个百分点；中部地区快递业务量比重上升 1.5 个百分点，快递业务收入比重上升 1.2 个百分点；西部地区快递业务量比重下降 0.1 个百分点，快递业务收入比重上升 0.3 个百分点。

1-7 月，快递与包裹服务品牌集中度指数 CR8 为 80.8，与上半年持平。本月快递单价下降，系个别企业价格异动所致。

我们认为短期看监管加码及下半年购物节推动，行业价格战趋缓企业盈利能力或有所回升，但中长期看快递走出良性发展既需要业务量带来集中度提升，更需要通过数字化转型等手段提高服务质量，增效提质，打破业务边界，让市场看到除了价格和业务量之外的亮点，让龙头快递公司稳健增长确定性提升。

三、投资关注

1、贝泰妮（300957）：公司公告 21 年中报，上半年实现收入 14.1 亿元，同比 49.9%，归母净利润 2.7 亿元，同比 65.3%。拆分 Q2，收入 9 亿元，同比 45.1%，归母净利润 1.9 元，同比 75.1%。21 年中报毛利率 77.19%,剔除会计准则影响，同口径下为 81.62%，基本稳定；净利率 18.78%，盈利能力提升。

分渠道看，公司线上收入 11 亿元，同比 41.2%，收入占比 78.5%，其中自营 7.7 亿元，同比 35%，分销代销 3.3 亿元，同比 58.3%；线下收入 3 亿元，同比 91.5%，其中自营 20.4 万元，同比下降 81.32%，经销代销 3.02 亿元，同比提升 91.37%。

公司聚焦薇诺娜主品牌，持续巩固薇诺娜舒敏系列在皮肤学级龙头地位，并持续推出系列功效新品，上半年防晒新品表现优异；全渠道强营销，618 薇诺娜蝉联天猫美妆国货新锐第一、天猫美妆 TOP10 中唯一国货，品牌力强消费者认可度高，举办敏感肌论坛，聘请舒淇作为品牌代言人。我们认为公司旗下薇诺娜在皮肤学级护肤产品中市占率第一，赛道优异，增长确定性强，与国际品牌形成差异化竞争；经销代销线上线下双渠道发展亮眼，除天猫外，公司在抖音、微信商城等多平台发展顺利，后续有望持续发力，推陈出新。

风险提示：产品质量安全分析，行业竞争加剧风险，主品牌占比过大风险。

四、风险提示

疫情反复影响超预期，需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块上涨 5.15%，沪深 300 上涨 0.5%，上综上涨 1.68%。板块跑赢大盘指数。

本周第二批集中供地出让前夕，天津、青岛、深圳等城市共 183 宗土地紧急中止出让。近期，自然资源部召开闭门会议，要求第二批集中供地调整出让政策，限定土地溢价上限 15%，不得通过调高底价、竞配建等方式抬升实际房价，严控楼面地价创新高。目前 " 竞品质 " 模式处于摸索阶段，北京、上海、杭州等地的实行各有不同。从其初衷来看，土地市场愈发升高的门槛和竞争热度导致房企削减成本，产品品质难以保障，影响房地产市场的健康发展。" 竞品质 " 是政策工具箱里的措施之一，未来调整方向将在把控产品品质基础上，给开发商留足利润空间。我们认为优质土地资源的恶性竞争，对房地产行业平稳健康发展的伤害极大。" 房住不炒 " 基调下，房价提升空间有限，拿地成本过高，大幅压缩房企的正常盈利空间，迫使部分房企在施工建筑质量上压缩成本，或不切实际的提高周转率。限制地价上限有利于房地产行业朝着利润合理化和管理精细化方向升级迭代。

整体来看，当前行业板块估值的平均在 6X 左右，当前处于明显低估状态考虑到目前板块 2021 年业绩锁定性强，板块估值较低，股息率仍处于高位，此外政策弹性有望带动估值弹性修复。

建议积极关注业绩稳健，有避风港属性的龙头类公司。我们继续看好地产龙头公司在 2021 年的估值修复行情，建议积极关注**万科 A，新大正**。

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数上涨 3.74%，上证指数上涨 1.68%，行业指数跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是钾肥、磷化工及磷酸盐、纯碱；跌幅较大的板块是聚氨酯、氨纶和农药。

二、行业观点：

钛白粉价格上调：本周钛白粉企业陆续上调钛白粉价格，其中龙佰集团上调 200 美元/吨，当前硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为 18200-21000 元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为 16300-17500 元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为 20500-22000 元/吨。目前云南、广西地区仍然因为限电问题保持低位开工，实际开工率仅维持在 50%左右，江苏、河南部分城市因疫情因素道路封锁，运输存在阻碍。四川地区雨季运输难度大，厂家尚未完全达到满开生产。下游库存消耗至低位，加上经过 7 月淡季阶段钛白粉市场价格的回调，贸易商在市场价格处于底部震荡阶段囤货，终端的需求量同样上升。旺季临近，钛白粉下游及终端陆续开始备货，综合来看行情向上向好发展的趋势逐渐形成，钛白粉经历淡季后景气度继续向上，但是此次调涨幅度过大，具体执行还有观察。

MDI 需求相对较弱：本周纯 MDI 市场价格依旧保持下滑趋势。近期随着新冠疫情的加重，江苏等多地物流运输受阻，需求不足万华化学公司于 8 月 10 日宣布 MDI 装置停车检修计划完成，现已正常运行，后市供给增加，国外 MDI 装置不可抗力仍在持续。本周聚合 MDI 市场价格下滑幅度较大，下游需求低迷，供给端消化库存为主。

纯碱价格继续上涨：本周国内纯碱市场价格继续走高，其中轻质纯碱价格 2196 元/吨，本周上涨 4.08%。目前国内市场货源偏紧是价格上行的主要动力。本周个别企业停机检修以及降负荷生产的影响，纯碱市场资源减少，支撑市场价格继续走高，加之纯碱企业订单充足，多数企业几无库存或库存低位。据百川统计，中国国内纯碱总产能为 3406 万吨，装置运行产能共计 2326 万吨（共 25 家联碱工厂，运行产能共计 1139 万吨；12 家氨碱工厂，运行产能共计 1062 吨；以及 2 家天然碱工厂，产能共计 125 万吨），整体行业开工率为 68.3%。江苏、安徽等地受疫情的影响车辆运输稍显困难，局部地区下游到货有限。河南金山、河南中源化学装置因故降负荷生产，故本周纯碱市场供应面下滑，进一步支撑市场价格上行空间。

磷化工产业链价格上涨，企业转型：磷化工企业产业链延伸制备磷酸铁，打开新的发展空间，从逻辑上来说，磷化工企业制备磷酸铁是最具有成本优势的。从调研情况看，成本在 7000 元到 9000 元之间，目前售价 1.38 万元，盈利丰厚。从进展来看，川恒股份最快，成本和产业链配套也是最合理的，民营企业决策快，进度快，预计明年前半年有产能投放；云天化实力雄厚，公司也在减员增效，机制逐渐灵活，在工艺选择阶段；川金诺，相对来说缺少磷矿资源，进展也是在工艺选择，但是中式生产线已经在建设，优点是目前市值偏小。磷化工企业整体精神面貌一改前几年的低迷状态。一方面是今年粮食价格上涨，需求良好，产业链价格全线上涨，另一方面是磷酸铁的未来需求足够大，可以带动整个行业的转型或者说拓展。未来传统磷化工产能扩张非常难，现有工艺转型或者置换是可以的，因此传统磷肥与磷化工产品的资源稀缺性会更明显。我们看好川恒股份和云天化。

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

上证综指本周上涨 1.68%，沪深 300 上涨 0.50%。电新板块下跌 3.01%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1） 中国市场 7 月电动车销量 27.1 万辆，同环比+164.4%

中国市场 7 月电动车销量 27.1 万辆，同环比+164.4%/+5.8%，超预期。根据中汽协数据，7 月新能源汽车销量 27.1 万辆，同环比+164.4%/+5.8%，超预期。1-7 月累计新能源汽车销量为 147.8 万辆，同比增长 197.1%。1-7 月累计新能源乘用车销量为 139.8 万辆，同比增长 212.3%。

（2）恩捷股份迎来巨量解禁，解禁市值达 638 亿

8 月 16 日，恩捷股份将迎来巨量解禁。2.46 亿股定向增发机构配售股份将于周一解禁并上市流通，解禁市值达 638 亿元。2017 年 5 月，创新股份通过发行股份收购上海恩捷 90.08%股权，正式进军锂电，之后改名为恩捷股份。

（3）欧洲市场 7 月新能源车销量同比增长 43%

7 月为欧洲汽车淡季，叠加电动车 6 月冲量后，整体销量如期环比回落，主流 9 国（缺荷兰）合计销量为 13.3w 辆，同环比+43%/-33%，渗透率 18.2%，环比微降 1.2pct，符合市场预期。

（4）美国 7 月电动车销 5.8 万辆，同比+138%

美国 7 月电动车销 5.8 万辆，同比+138%，环比+19%，渗透率 4.5%，特斯拉仍为销量主力，丰田 RAV4、Mach-E、StellantisWrangler 等新车型表现亮眼。

展望：7 月新能源乘用车高低两端车型强势增长，A0 级车当月占比提升，总体上低端车仍占主体地位。7 月新能源乘用车销 24.6 万辆，同环比+203%/+5%，纯电乘用车销量 19.83 万辆，当月占比 80.7%，其中 A00 级销 5.93 万辆，同比大幅增长 354%，环比减 6%，当月占比 30%，1-7 月累计销量 38.5 万，累计占比 35%；A0 级销量 2.93 万辆，同比大增 276%，环比增长 36%，当月占比 15%，1-7 月累计销量 12.6 万，累计占比 11%；A 级销量 5.73 万辆，同比增长 111%，环比增长 7%，当月占比 29%，1-7 月累计销量 26.8 万，累计占比 24%；B 级销 4.92 万辆，同比+207%，环比基本持平，当月占比 25%，1-7 月累计销量 31.1 万，累计占比 28%。

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。

非银金融（郝卓凡）

一、市场表现回顾

非银金融（SW）板块本周上涨 2.20%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 15 位，其中保险Ⅱ(申万)上涨 1.5%，证券Ⅱ(申万)上涨 0.51%。同期沪深 300 指数上涨 0.50%，中小板指数下跌 0.44%，创业板指数下跌 4.18%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是九鼎投资(+11.76%)、岩石股份(+10.97%)、*ST 西水(+10.83%)、东方证券(+10.47%)、广发证券(+9.81%)；而跌幅最大的前五家公司分别是华铁应急华铁应急(-25.26%)、国金证券(-5.4%)、中航产融(-3.28%)、东方财富(-2.34%)、海德股份(-2.11%)。

估值方面来看，截止 8 月 13 日，非银金融（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 12.67x，环比上周下降 0.20 个百分点。全部 A 股的市盈率（TTM，剔除负值）为 17.52x，全部 A 股剔除银行的市盈率（TTM，剔除负值）为 23.40x。

二、本周主要观点

市场日成交额持续保持万亿以上规模，交投继续活跃。7 月以来截至目前共经历的 33 个交易日中，除了 7 月 20 日两市成交金额略低于一万亿（9667 亿元）外，其他交易日的成交金额均超过万亿元。我们认为，持续放大的成交量对于券商来说是确定性的经纪业务利好。但估值与盈利出现明显背离趋势，2019 年来行业盈利能力进入向上提升阶段，但估值并未随之上行，由此带来板块较大的配置潜力。

财富管理转型成为当前行业关注方向。从近期个股表现来看，以东方证券、广发证券为代表的财富管理主线跑出超额收益，财富管理转型成为当前行业投资驱动力。从行业政策上看，54 家机构获批基金投顾试点资格，从制度设计上推动了财富管理行业从卖方代理向买方代理转型，收费模式从交易佣金向账户管理费转型；从公司战略上看，平安银行、招商银行等零售银行通过降低销售费率发力财富管理业务。持续建议关注大财富管理业务收入利润占比较高的广发证券、东方证券，以及中报业绩高增长落地的东方财富。

三、行业数据跟踪

1、保险数据跟踪

从行业累计保费收入来看，2021 年 6 月实现累计保费收入 2.71 万亿元，同比-0.32%，增速由正转负。其中产险收入为 6,028.70 亿元，同比-2.88%；人身险收入为 21,070.20 亿元，同比提升 0.44%，健康险同比提升 7.91%，高增长态势持续。2021 年 7 月，已披露保费收入的上市险企中，太保、太平、人保、国寿、新华单月保费收入同比增速分别为-1.71%（上月-3.80%）、+1.33%（上月+4.31%）、-5.55%（上月+10.03%）、-2.88%（上月-3.46%）、-10.09%（上月+0.38%）。相比 2021 年 6 月，人保、新华 7 月单月保费增速转负，太平 7 月单月保费增速回落，太保 7 月单月保费增速降幅收窄。

从保险资金运用来看，2021 年 6 月股基资产占比有所下降。据银保监会数据显示，行业资金运用规模 22.17 万亿，环比-2.81%。其中银行存款和债券、股票和基金、其他投资分别占比 49.94%（环比+1.20pct）、12.56%（环比-0.42pct）、37.50%（环比-0.78pct）。资产寻求收益率更加稳健的配置。

从公司资产规模来看，2021 年 6 月保险公司总资产为 24.0 万亿元，环比-2.46%。其中寿险公司总资产 20.39 万亿元，环比-3.35%，占总资产的 84.98%，占比略有下降；产险公司总资产 2.51 万亿元，环比+0.80%，占总资产的 10.46%，占比略有上升。6 月行业净资产规模 2.83 万亿元，环比+1.88%。

2、证券数据跟踪

（1）股票成交维持高位。本周两市日均成交额 12953 亿元，环比-3.8%，日均换手率 1.85%，环比-11.01pct；科创板日均成交额 666.76 亿元，环比-14.7%，日均换手率 3.72%，环比-0.45pct。2020 年两市周度日均成交额为 8403 亿元，换手率为 1.55%，本周日均成交额和日均换手率均高于 2020 年均值水平并维持高位。伴随佣金费率逐步稳定，预计行业经纪业务将逐步上行。

本周北向资金净流入 12.76 亿元。本周沪港通累计净买入金额 7099 亿元，较上周环比+0.39%，深港通累计净买入金额为 7425 亿元，较上周环比+1.93%。陆股通成为境外资金配置 A 股市场的重要通道，A 股国际化趋势将为市场贡献增量。

（2）投行业务

股权承销环比回升，债券承销环比回落。本周股权融资规模 653.54 亿元，环比+146.04%，其中 IPO 融资规模 653.54 亿元；债券融资 10463.98 亿元，环比-15.68%。2020 年周度 IPO、再融资、债券承销平均规模分别为 94.68、125.30、10236.86 亿元，本周股权承销低于去年均值，债券承销高于去年均值。

（3）信用业务

两融规模小幅扩容。截至 8 月 12 日，两融余额 1.86 万亿元，环比+1.4%；股票质押股数 0.45 万亿股，环比-0.24%，质押市值 4.33 万亿元，环比+1.35%。2020 年日均两融余额 1.30 万亿元，本周两融余额高于 2020 年日均余额。

（4）新发基金

基金景气度持续。2021 年 7 月新发基金份额 1887 亿份，环比-15.7%，其中股票型+混合型基金新发 1635 亿份，环比+2.9%，市场景气度延续。

四、行业动态跟踪

广发证券拟发行不超过 80 亿元公司债券。广发证券拟面向专业投资者公开发行公司债券（第三期），发行规模不超过 80 亿元，品种一期限为 390 天，询价区间为 2.0%-3.0%；品种二期限为 2 年，询价区间为 2.3%-3.3%。

国金证券拟定增募资不超过 60 亿元。国金证券拟非公开发行不超过 7 亿股 A 股股票，募资总额不超过 60 元，主要将用于增加公司资本金、补充营运资金及偿还债务等。

东方财富向 818 名激励对象授予 4500 万股限制性股票。东方财富董事会确定以 2021 年 8 月 10 日为首次授予日，向首次授予的 818 名激励对象授予 4500 万股限制性股票，授予价格为 34.74 元/股。

银保监会将开展互联网保险乱象专项整治工作。银保监会在行业内部发布了《关于开展互联网保险乱象专项整治工作的通知》，重点整治销售误导、强制搭售、费用虚高、违规经营和用户信息泄漏等突出问题。《通知》要求，在全国范围内开展专项整治工作，要求各保险机构开展自查自纠，按照互联网保险乱象专项整治工作要点，逐条对 2020

年以来的互联网保险业务进行排查，拉网式梳理与互联网平台合作业务情况；确保“合作机构全覆盖”“重点问题全覆盖”“业务流程全覆盖”。还要求，各保险机构要结合自查发现的问题和薄弱环节，逐项补齐短板，将合规要求内嵌于互联网保险业务操作流程。

五、重点个股

1）证券行业标的：东方财富、东方证券、广发证券等；

2）保险行业标的：中国平安、中国人寿、中国太保等。

六、风险提示

利率下行风险；市场整体下行风险；行业政策变动超预期风险。

成长股

汽车（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数+0.46%，HS300 指数+0.50%。广汽集团、长安汽车等表现较强；比亚迪、长城汽车等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【中汽协：7 月汽车销量同比下降 12%，新能源逆势大增】

7 月，汽车产销分别完成 186.3 万辆和 186.4 万辆，环比分别下降 4.1%和 7.5%，同比分别下降 15.5%和 11.9%。1-7 月，汽车产销分别完成 1444.0 万辆和 1475.6 万辆，同比分别增长 17.2%和 19.3%。增幅比 1-6 月继续回落 7 和 6.3 个百分点。

（1）乘用车：7 月销量 155.1 万辆，下降 7.0%；1-7 月累计销量 1156.0 万辆，增长 21.2%；（2）商用车：7 月销量 31.2 万辆，下降 30.2%；1-7 月累计销量 319.6 万辆，增长 12.9%；（3）新能源汽车：7 月销量 27.1 万辆，增长 164.4%；1-7 月累计销量 147.8 万辆，增长 197.1%；（4）中国品牌乘用车：7 月销量 72 万辆，增长 22.2%；1-7 月累计销量 492 万辆，增长 42.8%

（5）汽车出口：7 月出口量 17.4 万辆，增长 179.5%；1-7 月累计出口量 100.2 万辆，增长 123.6%。

7 月市场受到国内多种因素制约，多地出现局部疫情以及台风导致的多地极端天气均在较大程度的影响汽车的销售与使用，此外去年同期基数较高也是导致负增长的重要因素，相比 2019 年同期仍有增长，体现出国内车市在芯片短缺的大背景下依然表现出较强的韧性。

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）

本周上证指数上涨 1.68%，沪深 300 上涨 0.5%，申万通信指数本周下跌 1.79%，申万电子指数下跌 2.52%。

本周市场整体呈现上涨，但是通信和电子板块双双下跌。尤其电子在半导体连续回调的带动下，跌幅较大。

通信方面，中国移动公布 2021 年中期业绩。2021 年上半年，中国移动营运收入达到人民币 4436 亿元，同比增长 13.8%，其中通信服务收入达到人民币 3932 亿元，同比增长 9.8%，增幅超行业平均。上半年，股东应占利润为人民币 591 亿元，同比增长 6.0%，盈利能力继续保持全球一流运营商领先水平。2021 年上半年，中国移动 5G 相关投资共计人民币 502 亿元。截至 6 月底，累计开通 50.1 万个 5G 基站，并且中国移动有序推动与中国广播电视网络集团有限公司的 700MHz 网络共建共享，已代表双方完成无线网主设备及天线集中采购。中国铁塔也在本周发布 2021 年中期业绩。截至 2021 年 6 月底，公司实现营业收入 426.73 亿元，同比增长 7.2%；利润为 34.57 亿元，同比增长 16.1%。上半年，中国铁塔新完成 5G 建设项目约 25.6 万个，其中 97%通过利用已有资源实现，5G 对公司收入的拉动作用正逐步显现，成为运营商业务增长的主要动力。截至 2021 年 6 月底，公司塔类站址数 203.5 万个，较去年年底累计净增 1.2 万个，运营商塔类租户达到 322.8 万户，较去年年底增加 5.3 万户，运营商塔类站均租户数由去年年底的 1.57 户提升到 1.59 户；室分业务上，楼宇类室分覆盖面积累计 44.1 亿平方米，同比增长 41.3%；高铁隧道及地铁总覆盖里程累计 14431 公里，同比增长 31.8%。

同时在本周，中国电信的发行价最终确定为 4.53 元/股，对应的 2020 年摊薄后市盈率为 20．18 倍，根据此前公告显示，若中国电信此次发行成功，超额配售选择权行使前，预计募集资金总额为 470．94 亿元，扣除发行费用后预计募集资金净额为 467．12 亿元；若超额配售选择权全额行使，预计募集资金总额为 541．59 亿元，扣除发行费用后预计募集资金净额为 537．27 亿元。我们认为中国电信和中国移动先后回归 A 股再次融资，将充实两大运营商的资金实力，有助于 5G 建设在下半年进去正规，我们也对通信板块继续维持中性偏乐观的看法。

电子方面，本周中芯国际发布二季度业绩，单季营收创下 13.44 亿美元新高，环比增长 21.8%，同比增长 43.2%。今年第二季度，中芯国际毛利达到 4.05 亿美元，环比增长 61.9%，同比增长 62.9%。此外，毛利率也从第一季度的 22.7%大幅提升到了 30.1%。同时，二季度中芯国际 28nm 及 FinFET 制程营收贡献占比实现反弹，上季度受外部因素影响下跌至 6.9%后，今年第二季度迅速反弹至 14.5%。

产能端来看，中芯国际第二季度的月产能从上季度的 54.08 万片 8 英寸约当晶圆增加至 56.15 万片，主要由于第二季度 8 英寸晶圆厂产能扩充所致。第二季度销售晶圆（约当 8 英寸）达到 174.52 万片，环比增长 12.0%，同比上升 21.6%。由于产能使用率按约当产出晶圆总额除以估计季度产能计算，中芯国际第二季度的产能利用率得以达到惊人的 100.4%。中芯国际第二季度按应用划分的收入占比分别为：智能手机 31.6%、智能家居 12.4%、消费电子 25.1%、其他 30.9%。按照服务类型来看，晶圆代工方面还是占据着 91.7%的极高比例，光罩制造、晶圆测试及其他方面占比则下降到了 8.3%。

从制程工艺来看，按不同工艺划分来看，28nm 及 FinFET 工艺贡献营收占比上涨到了 14.5%，其他工艺的收入占比分别为 150/180nm（28.4%）、55/65nm（29.9%）、40/45nm（14.9%）、110/130nm（5.9%）、250/350nm（3.2%）、90nm（3.2%）。从资本开支来看，中芯国际今年第二季度资本开支为 7.71 亿美元，相比第一季度为 5.34 亿美元。2021 年全年计划的资本开支约为 43 亿美元，其中大部分用于成熟工艺的扩产，小部分用于先进工艺、 北京新合资项目土建及其它。我们认为，当前下游旺盛需求，代工产能紧张或将持续至 2022 年。全球半导体产能供不应求使得国内代工厂产能利用率自 2020 年下半年以来持续接近满载，中芯国际作为国内代工龙头，业绩将保持快速增长。

整体来看，我们认为当前国内半导体产业景气持续走高，芯片供应紧缺局面持续，推高整个产业链从设计到制造到封测各个环节产能利用率维持高位，我们持续推荐板块，建议重点关注**中芯国际、兆易创新、士兰微、洁美科技**等。

风险提示：5G 建设低于预期，半导体景气走势发生变化，中美局势持续变化对块估值不利影响加剧。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 0.46%，板块成交额 2717 亿元。沪深 300 指数上涨 0.50%。

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。近半年受流动性收紧影响，对板块压制大。但一方面各细分领域差异大，应有结构性机会，另一方面流动性收紧有边际好转的趋势。

二、投资观点

1、人工智能：新车 L2 渗透率突破 15%，蔚来 L2 发生车祸

（1）新车 L2 搭载量快速增长，渗透率突破 15%

产业发展趋势符合我们近两年的判断——自动驾驶 L2 和 L2+落地条件已具备，将迎来爆发。

高工智能汽车研究院监测数据显示，今年 1-6 月国内新车（合资+自主）搭载前向 ADAS（L0-L2）上险量为 381.63 万辆，同比上年同期增长 41.03%，相比 2019 年增速相比下滑约 6pct。

其中，今年 1-6 月前向 L2 级 ADAS 新车搭载上险量为 154.63 万辆，同比上年同期增长 86.21%。今年 1-6 月前向 L2 级 ADAS 新车前装搭载率为 15.38%，同比增加约 4.3pct，2019H1 增幅约 9.3pct。

在环视、APA 方面，今年 1-6 月新车搭载全景环视上险量为 198.79 万辆，同比增长 77.4%；APA 搭载上险量为 124.06 万辆，同比增长 48.61%。

（2）蔚来 L2 发生车祸，自动驾驶仍存在巨大挑战

8 月 14 日，美一好微信公众号发布公号称：上善若水投资管理公司、意统天下餐饮管理公司、美一好品牌管理公司创始人林文钦先生，驾驶蔚来 ES8 汽车启用自动驾驶功能（**NOP 领航状态**）后，在沈海高速涵江段发生交通事故，不幸逝世，终年 31 岁。

蔚来 ES8 配备 NIO Pilot 自动辅助驾驶硬件系统，采用 1 个三目前向摄像头、4 个环视摄像头、5 个毫米波雷达和 12 个超声波传感器。

蔚来智能驾驶分为两种，一是 NIO pilot，Pilot 基础功能实现了巡航车速控制、车距保持、车道保持和转向灯控制变道。二是 NOP 领航辅助，在 Pilot 基础功能之上将车辆操控权限尽可能多地交给车辆，可以依据导航自动切换高速车道并且自动进出匝道，可以在当前道路智能调节巡航速度。领航辅助「Beta 版本」为公开测试版本，功能尚处于持续优化阶段。

该事故中，蔚来 ES8 追尾正在施工撤除作业（收雪糕筒）的施工养护车辆，预计事故发生的原因是 NOP 系统未识别出前车。可能原因包括 1）视觉算法漏识别前车，视觉以深度学习算法为主，无法识别未训练过的图形，2）融合算法出现差错，视觉系统识别出前车，但毫米波雷达难以识别静止或者缓行车辆，在决策时该场景以毫米波雷达的识别结果为准。

我们认为：L3 仍需等待，但自动驾驶长期可期，短期 L2+快速增长、硬件预埋可支撑产业链相关公司持续快速增长。

自动驾驶仍不成熟，目前需要驾驶员时时警惕的 L2 和 L2+才是大规模落地的方案。特斯拉等已多次发生相关事故，核心还是自动驾驶无法解决最后 1%的长尾问题。一方面通过规避使用场景，通过车内监控系统保证驾驶员时时警惕。另一方面，高线程激光雷达是高级别自动驾驶的必需品，可更好解决视觉和毫米波雷达无法识别的问题。随着高性能芯片、激光雷达等硬件的成熟和成本降至合理区间，算法持续迭代，趋近于 L3 的 L2.9+自动驾驶将从高端车向中端车型渗透，推动自动驾驶产业链继续快速增长。而硬件预埋则保证产业链业绩放量将快于技术进步趋势。

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、京东方、TCL 科技、**韦尔股份**、**澜起科技**。

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