策略研究

国都投资研究周报 2021.7.5-7.9

本周策略：

业绩与政策验证窗口期风险偏好下降

一、近期市场展望：业绩与政策验证窗口期风险偏好下降

1、市场脉动：月初回落效应继续，风格延续中小成长强于大盘价值态势

1）全球市场：商品普遍小涨，美债利率回落美元反弹，美股续创新高，港股科技领跌。上周全球市场环境较为平静，欧美 6 月数据表明经济复苏就业改善，但同时通胀持续快速上行；OPEC+会议未能就产量协议延长计划达成一致，国际油价震荡小幅上涨约 1.2%至 75 美元/桶附近（创 18 年 10 月以来新高），LME 金属指数小幅上涨 0.6%，Comex 黄金期价快速下跌后微涨 0.6%至 1785 美元/盎司附近。

6 月下旬美联储主席表明鸽派立场后，10 年期美国国债利率已累计下行逾 10bp 至 1.44%（创近四个月新低），但隐含的 10 年通胀预期连续稳定在 2.33%附近；上周美元指数上涨 0.5%至 92.3，离岸人民币兑美元汇率小幅贬值 0.16%至 6.47。股指方面，上周发达市场强于新兴市场，MSCI 发达、新兴市场指数各+0.7%、-1.8%，美国三大股指普遍续创新高，标普 500、纳指各涨 1.7%、1.9%；A 股及港股率先调整，上周 MSCI 中国 A 股指数、恒生指数、恒生科技各-2.7%、-3.3%、-4.2%，恒生科技领跌，主要系国内对互联网平台公司监管趋严政策推进落实所致。

2）A 股市场：指数震荡回落，风格延续中小成长强于大盘价值态势。6 月下旬美联储主席鲍威尔国会作证时明显偏鸽，全球股指普遍反弹，A 股主要指数也普遍修复 6 月上中旬跌幅，创业板指创反弹新高。然而，上周 A 股震荡明显加剧，主要指数普遍震荡回落，

上周主要指数普遍下跌 2.0-3.5%，创业板指微跌 0.4%，而科创 50 逆势上涨 0.2%；风格表现来看，延续中小成长强于大盘价值，中证 500、沪深 300 各-1.9%、-3.0%，大盘、中盘、小盘指数各-2.8%、-2.2%、-1.4%。行业板块方面，电气设备及新能源、纺织服装、商贸、农林牧渔录得上涨，涨幅在 2%；而煤炭、军工、非银金融、休闲服务等几大板块领跌，跌幅达 8.6-4.3%；公用事业、汽车、通信、交运、钢铁、银行、食品饮料等板块跌幅在 3.5-2.9%居次。

3）月初回落效应继续，业绩与政策验证窗口期风险偏好下降。上周欧美市场普遍小幅上涨，外部环境平稳，A 股与港股明显回调；我们认为，一方面再次显现月初回落效应：上半年六个月的市场走势行情，全球主要股指和 A 股分别在 1 月下旬、2 月下旬至 3 月上旬、5 月上中旬、6 月上中旬经历了四轮快速下跌，指数跌幅普遍在 3-10%，回调时长在 2-4 周不等。上半年回调时段集中在上中旬，主要系通胀、经济数据及美联储议息会议窗口期所致，反应通胀数据与政策预期为市场主要扰动因

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3518.76	-2.46
沪深 300	5081.12	-3.03
深证成指	14670.71	-2.22
中小板综	13052.45	-1.98
创业板指	3333.90	-0.41
恒生指数	28310.42	-3.34
恒生中国企业指数	10415.58	-4.25
恒生沪深港通 AH 股溢价	137.98	0.20
标普 500	4352.34	1.67
纳斯达克指数	14639.33	1.94
MSCI 新兴市场	1355.38	-1.75

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	75.19	1.61
纽约期金	1787.70	0.33
伦敦期铜	9379.00	-0.59
伦敦期铝	2557.50	2.53
波罗的海干散货	3285.00	0.92

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。

素。

其次，7 月 A 股进入业绩与政策验证窗口期，受上游大宗商品价格大涨，中下游行业盈利挤压幅度有待观察；同时，随着上周央行公开市场净投放边际收缩，使得市场对于下半年货币政策边际收紧担忧有所上升；7 月下旬中央经济工作会议召开在即，政策取向明晰前，市场风险偏好受抑下降。

2、近几个月观点回顾：结构性反弹后，指数驱动力减弱，科技成长占优。四月策略月报《季报高增窗口期超跌反弹可期》中分析指出，短期风险释放较为充分，季报高增窗口期超跌反弹可期；五月策略月报《**“估值高低-业绩预期差”制衡，反弹机会结构轮动为主**》指出，**美债利率及全球通胀预期下行等外部压力缓和，国内货币政策边际收紧节奏与力度担忧的缓解，内外压力的趋缓将提振市场延续结构性轮动反弹行情。**

六月策略月报《指数修复动力减弱，把握利率与成本敏感型板块补涨机会》指出：**利率下行后有望低位震荡、上游原料成本价格上涨压力缓解，建议重点关注利率或成本敏感型板块的补涨机会**，结合 3 月底至今的反弹明显落后，可把握利率敏感型科技（TMT、军工、新能源、创新药等）成长板块、券商，及成本敏感型的家电、机械、化工、电力等中游制造加工板块的反弹机会。

七月策略月报《**指数驱动力弱化，结构分化或加剧，科技成长占优**》指出：当前外部政策风平浪静、国内政策连续平稳，通胀预期趋于稳定下，预计指数快速调整风险不大，但同时，在经济复苏强度减弱、股市整体估值合理略高的压制下，指数上行动力也偏弱；而 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，行业板块间分化或加剧，也将导致结构分化扩大，建议**重点布局“估值安全-景气好转”的科技成长板块。**

3、近期展望：指数驱动力弱化，结构分化或加剧

1）**近期指数上下行动力弱化。**展望近期，我们预计指数上下行动力均弱化，但结构分化或扩大；主要研判依据包括：一外部变量方面，美联储政策仍处于平静偏鸽期，明确 Taper 启动时点、缩减购债规模计划最快预计在 8 月底，**近期外部政策仍处于风平浪静**，重点防范三季度末政策调整信号的风波催生压力；

二内部因素方面，国内宏观政策环境延续**“经济复苏强度减弱、通胀降温、宏观政策预期平稳”**，预计七月底中央经济工作会议的政策定调仍保持“连续性、稳定性、可持续性”，遏制大宗商品投机炒作的政策举措逐步加码落地，通胀预期趋于稳定；宏观政策基调平稳，但政策操作或为对冲地方政府债券发行放量而加大流动性投放，以保持流动性保持合理充裕。

三以上外部政策风平浪静、国内政策连续平稳，通胀预期趋于稳定下，预计指数类似上半年四轮的快速调整风险不大，但同时，在经济复苏强度减弱、股市整体估值合理略高的压制下，指数上行动力也偏弱。

2）但结构分化有望进一步扩大。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，转为震荡小幅回落，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、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。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。

3）重点布局“估值安全-景气好转”的科技成长板块

今年在货币政策转稳、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。

★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，近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，近期资源周期板块或难有超额收益，中期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。此外，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，及我国经济深度恢复超预期，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。

二、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。**

三、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8.2%、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%、+5.6%、+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。

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的PE（TTM）分别为20.6、33.1、14.5、25.4倍，各位于近十年历史区间分位数的75.2%、66.6%、87.2%、16.7%；大盘指数整体估值合理偏高。

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、大金融周期仍位于洼地。**机构抱团板块在经历快速调整、显著反弹后，当前行业估值仍处于近十年历史分位数高位，食品饮料、休闲服务两大抱团消费板块PE估值仍位于90%分位数附近，医药生物PE位于70%分位数上方附近，汽车、家电PE位于85-75%分位数区间；

TMT科技及军工等成长板块在近一年调整后的PE估值普遍位于40%分位数下方；

机械、化工、电气设备等中游周期的PE估值位于近十年的27%、29%、58%分位数，仍具备较高安全边际；而钢铁、有色、建材、交运等中上游周期的PB估值已修复至55%分位数附近，行业景气高点下估值吸引力下降；

房地产、保险、券商、银行、公用事业、采掘等传统周期板块PB估值普遍位于历史分位数30%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。

需要注意的是，预计中期美联储货币政策调整前，通过口头沟通等形式提前释放信号，以逐步引导市场预期，或触发全球市场波动压力脉冲式释放。5月初至今，美国财金界相关官员的发表通胀、利率等偏鹰言论，都引发市场快速下跌，即是明证。

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。近两月 M2、社融数据连续超预期回落，印证稳货币紧信用的金融环境。综合来看，稳货币紧信用政策下，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。

四、近中期经济基本面展望：总量恢复动能减弱，结构分化趋于收敛。

1、**经济总量恢复动能减弱。**一季度及 4、5 月份的国内经济增速略低于预期，季度环比增长动能已连降两季至 1Q21 的 0.6%，季调环比增速为近十年次低（1Q20 疫情暴发与防控压力高峰期-9.3%），也显著低于 15-19 年同季环比增速均值+1.8%。社融同比增速自 20 年四季度见顶回落，中采制造业、服务业 PMI 均于 20 年 11 月见顶后震荡缓降，及工业环比增速已连续回落至合理值 0.52%，以上各项数据变化也均印证经济恢复动能已趋弱。

近几个月的工业、消费、投资增速，整体持续呈现工业偏强投资偏弱消费滞后的局面，具体表现分化为：工业生产延续高位增速，房地产投资韧性仍在，制造业投资低位回升，但消费恢复迟滞，基建投资依然保持低位。

投资与工业增速双双放缓，消费滞后反弹。近两月工业季调环比增速自此前六个月均值+0.67%回落至+0.52%，回归至 2015-19 年同期环比增速均值 0.50%附近；投资季调环比增速也自此前六个月均值+0.71%显著回落至 5 月的+0.17%，低于 2015-19 年同期环比增速均值 0.62%；5 月消费季调环比增速反弹至+0.81%，高于前六月均值+0.67%、15-19 年同期均值+0.61%。附近+1.49%、+0.32%，较 3 月环比增速悉数回落 0.08、0.61、0.62 个百分点；

同时，选取环比指标中采 PMI 来看，中采制造业、服务业 PMI 均于 20 年 11 月见顶后震荡缓降，21 年 1-5 月中采制造业/服务业的均值各 51.2/53.2，低于 20Q4 的月度均值 51.8/55.3。

此外，从季度 GDP 增速来看，20Q1、Q2、Q3、Q4 的单季度实际/名义 GDP 各同比-6.8%/-5.3%、+3.2%/+3.1%、+4.9%/+5.5%、+6.5%/+6.6%，剔除低基数效应取两年平均增速的 21Q1 实际/名义 GDP 同比+5.0%/+7.1%；3Q20、4Q20、1Q21 季调环比增速依次放缓至+3.0%、+2.6%、+0.6%。结合单季度实际 GDP 同比增速变化来看，后疫情经济恢复增速已于 20Q4 阶段见顶。

2、**结构分化趋于收敛。**21 年 4 月底中央季度经济工作会议指出：当前经济恢复不均衡、基础不稳固。我们认为，疫情后的近一年内国内工业、投资、消费增速恢复持续不均衡，主要原因在于：经济慢变量消费端恢复偏弱，主要系疫情散发与防控、居民可支配收入增速仍待恢复，压制消费的快速回升所致；而经济快变量工业生产端相对强劲，主要系疫情持续蔓延扩散下欧美经济体供需缺口扩大，驱动我国出口贸易保持高增速所致；20 年投资增速持续低位，主要系基建、制造业两大投资持续偏弱所致。

结合 20 年 4 月至今的后疫情下工业、投资、消费月度增速（剔除低基数影响）变化，并基于下半年主要影响变量的变化预测来看，预计**经济结构分化趋于收敛或缓慢均衡，即消费恢复缓慢，制造业投资正改善，地产与工业存在高位回落压力。**

从增速边际变化来看，工业增速高位逐步回落，消费增速正低位稳步回暖，房地产投资高位缓降，制造业与基建投资低位缓升。从近两年平均增速来看，5 月的工业、消费、投资增速分别为 6.6%、4.5%、4.2%，

3、投资：制造业投资反弹，基建投资低位缓升，房地产投资高位缓降，固定资产投资增速有望低位回升。分领域来看，前 5 月基础设施投资同比增长 11.8%，两年平均增长 **2.6%；制**造业投资同比增长 20.4%，两年平均增速由前 4 月下降转为**增长 0.6%；**房地产开发投资同比增长 18.3%，两年平均增长 8.6%。民间投资同比增长 18.1%，**两年平均增长 3.7%**。高技术产业投资同比增长 25.6%，两年平均增长 13.2%。

展望下半年，预计21年随着工业企业盈利逐季改善，金融支持实体经济的定向精准政策落地见效（企业中长期贷款持续旺盛），叠加企业补库存，制造业投资有望继续回升+10%上方附近；21年地方专项债略降、财政总支出稳中有升，预计随着下半年政府专项债发行提速与放量，基建投资有望反弹至+5.0%附近；而房地产投资当下韧性虽好，但受去年底连续出台的“三道红线”、“商业银行房地产贷款集中度新规”等新政效应在下半年的集中显现，及前期严查清理经营贷、消费贷违规流入楼市的影响，预计房地产投资增速稳中缓降至5%下方附近。

综合判断，21年制造业投资增速有望显著反弹，基建投资低位缓升，房地产投资高位缓降，**固定资产投资增速有望从20年的+2.9%反弹至21年+7.0%附近，两年平均增长+5.0%附近。**

4、工业：高位趋于回落。工业生产自20年9月起持续保持在疫情前水平之上，主要系海外供需缺口拉动所致，而随着欧美疫情趋势缓和、供需缺口收敛，同时国内工业产能利用率已升至高位，工业原料价格大幅上涨等不利因素显现，**工业增速存在高位回落压力。**

一从月度规模以上工业增加值同比增速来看，20年9月至今，规模以上工业增速两年平均增速保持在6.0%上方，明显高于疫情前的19年月均或累计同比增速+5.7%。结合近一年工业增速变化可知，工业同比增速已于20年末阶段见顶。

二从工业产能利用率来看，一季度全国工业产能利用率为77.2%，比上年同期上升9.9个百分点，较20Q4阶段顶点环比回落0.8个百分点，但仍为近十年较高水平；其中制造业产能利用率为77.6%。考虑到工业产能利用率已升至十年高点，预计工业生产增速难以继续提速。

展望21年，预计工业增速呈现前高后低走势，上半年在低基数及出口延续高增长驱动下，预计工业增加值同比有望保持在双位数以上恢复性高增长；而下半年低基数效应消失、且届时海外疫情大幅缓和后的自我生产供应能力提升，出口增速回落，工业增速回落至中低个位数。**全年来看，工业增速有望从20年的+2.8%，显著反弹至21年的+9.5%附近，两年平均增速+5.9%附近。**

5、消费：就业及可支配收入稳步改善，消费增速回升可期，但过程缓慢。就业与收入改善趋势下，城镇调查失业率已连降三个月至5月的5.0%，并创19年7月以来新低；最新公布的5月消费零售额两年平均增长4.5%，较4月提升0.3个百分点，环比增长0.81%。消费增速逐步恢复，但节奏迟滞斜率平缓，或与新冠疫情对居民收入结构分化影响有关；即消费弹性高的中低收入群体，由于就业领域以服务消费业为主，疫情期间冲击大，疫情后恢复滞后，故消费能力与意愿恢复缓慢。

展望21年下半年，随着服务消费深度修复、中低收入群体的就业与收入改善，预计消费增速有望逐步回归正常水平，家装家具家电、汽车、服装等可选消费，及餐饮、酒店旅游、医疗、影视文化等服务消费，均有望趋势回暖。预计21年消费增速+14.5%附近，两年平均增长4.9%附近。

6、经济增长动能趋弱，下半年国内金融环境或略松。当前经济恢复基础不稳固，疫情后经济恢复动能趋弱，工业强投资偏弱消费滞后，大型、中型、小微型企业经营恢复程度各异，经济恢复仍不均衡；同时，全球疫情防控与经济复苏前景不稳定。以上国内外经济复苏前景的不确定性，叠加下半年国内信用债到期量上升、地方政府债券发行提速放量等资金需求压力，预计金融环境趋向“货币略松、信用缓和”，使得市场存在的政策转弯或收紧担忧进一步缓和。

货币供应量M2、社融同比增速已分别自去年6、10月见顶后趋势回落，结合5月货币金融数据来看，预计M2增速已触底缓升，而社融增速在快速回落至5月的11.0%后，未来三个月内也有望底部企稳，随着政府债券发行提速及企业债券发行的回暖，四季度社融增速有望缓升。综合判断，国内货币政策总量稳健不变，信用政策下半年或好于上半年，广义流动性合理充裕，但下半年随着财政支出的发力，狭义流动性或存在收缩压力。

五、配置建议：以估值安全-业绩景气为主线，重点配置高成长科技+服务消费+低估周期

1、业绩分化明显：中上游周期及消费成长领涨，服务消费类行业落后。按行业来看，21Q1较19Q1一季报的两年复合增速排序分布来看：

★业绩增速靠前的主要集中在中上游周期行业，包括农林牧渔、钢铁、国防军工、有色、采掘、化工、机械等，一季报净利润两年复合增速普遍在30-50%；

★消费成长为主的行业业绩增速紧随其后，电子、电气设备及新能源、医药生物、轻工、家电等为代表的行业，一季报的两年复合增速普遍在20%附近及以上；

★一季报净利润两年复合增速在10%附近的行业，包括建筑装饰、食品饮料、建材、公用事业、传媒；

★一季报净利润两年复合增速5%附近，包括汽车（+7.4%）、银行（+5.8%）、证券（+4.8%）三大行业；

★一季报净利润两年复合增速为负的行业，主要集中在疫情影响修复缓慢的行业，以服务消费类为主，包括交通运输（-21.4%）、商贸（-26.2%）、休闲服务（-29.4%）；及房地产（-18.1%）、计算机（-25.5%）、通信（-1.4%）、保险（-3.3%）、纺织服装（-4.8%）等行业景气度偏弱的行业。

2、**业绩预期未来修正压力如何？**统计当前市场一致预测业绩，2021-22年未来2年的全A、全A（非金融两油）、沪深300、创业板指、科创50的预测净利润复合增速各为19.6%、29.8%、15.3%、37.2%、26.2%；以上未来2年净利润复合增速预测值，与21Q1一季报的两年复合增速实际值比较，差值分别为+8.9、+17.2、+9.1、+5.2、-16.6个百分点，从未来业绩预期差的潜在修正来看，科创板下修压力小甚至存在上修空间，非金融两油的全A业绩增速存在下修压力，全A、沪深300、创业板指的业绩修正空间或有限。

从行业板块的业绩一致预期来看，市场一致预测的未来2年净利润复合增速的高低分布为：

★第一梯队30%附近及以上的，包括休闲服务（+79.5%）、有色金属（+46.5%）、电子（+39.9%）、化工（+36.6%）计算机（+29.3%），**其中休闲服务、计算机两大板块的业绩前瞻，较疫情期间显著反转改善**；

★第二梯队20%附近的，以**中游制造业为主**，包括电气设备（+22.3%）、通信（+20.2%）、汽车（+20.1%）、钢铁（+19.9%）、轻工（+19.0%）；

★第三梯队15%附近的，包括传媒、纺织服装、保险、食品饮料、建筑建材、机械、交运等行业，考虑到传媒、纺服、交运在疫情持续影响的低基数效应，该业绩增速反应市场对恢复弹性预期谨慎；

★第四梯队10%附近的，包括国防军工、家电、证券、医药生物、房地产等行业，其中证券、医药生物业绩基数较高，市场预期未来两年10%附近的复合增速，较为合理；

★第五梯队中低个位数增速类，包括公用事业、农林牧渔两大行业，业绩增速预期均在5%附近，考虑到养殖板块20年业绩基数较高，且猪肉价格仍处于下行周期，预期较为合理。

3、中长期板块配置建议

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：国内外货币政策超预期收紧、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-3.07%；农林牧渔（中信）涨跌幅+0.04%；沪深 300 涨跌幅-3.03%。

二、价格跟踪 a

1. **生猪：**生猪价格 **16.13 元/公斤，略有回落；**
2. **茅台一**批价：**箱装约 3350 元，**持续坚挺略有上行；**散装 2700+，**价格坚挺。

三、食品饮料

1. **白酒：**

本周就白酒基本面看，高端酒批价持续坚挺，但整体淡季市场催化较少。

短期：近期白酒波动较大，上周五板块回调较大，我们认为主要是市场系统性调整，资金分流较大导致。建议结合中报情况，核心关注次高端 PEG 有优势的标的。

中长期，白酒基本面是最优的投资板块之一，白酒龙头估值对应 21 年 45x，对应 22 年 40x 之内，虽处于行业本身估值高位，但对比调味品以及市场对其他版块优质个股的估值来看，仍有优势，而且白酒行业高壁垒性估值溢价有望长享，年底有望迎来估值切换行情。

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：**

本周部分大众品涨幅较大，如**我们重点强调的中长期迎来配置时点的天味、千禾、绝味等涨幅均在 10%以上。**我们认为短期催化主要来自于天味的股权激励计划，包括对 21-22 年收入指引为 24%和 25%。另外我们也一直强调调味品中报虽然面临短期业绩高基数+成本压力+竞争加剧+终端消费恢复力度略低预期，基本面看短期略有压力，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，后期边际有望迎来好转，部分中长期资金逐步建仓。

我们认为中长期资金建议布局中长期赛道优、成长性高、规模已具有一定优势的企业，重点推荐天味、千禾、绝味；同时关注低估值标的包括中炬、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：猪价反弹后呈现震荡趋势，下半年季节性反弹可期；

2）中长期角度，持续**看好生猪养殖龙头企业-牧原。**公司目前产能已经处于行业领先地位，2021 年出栏规模预计有望翻倍；成本端优势也有望与行业继续扩大优势，猪价走低下行业产能出清有望加速；周期下行阶段，股价有一定压力，但我们持续看好公司成长性+市占率快速提升+成本优势的中长期逻辑。

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

上证综指本周下跌 2.46%，沪深 300 下跌 3.03%。家电板块下跌 2.26%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）格力电器已回购 31.7 亿股权

格力电器公告称，截至 6 月 30 日，公司第三期回购计划已通过回购专用证券账户以集中竞价方式累计回购公司股份 6001 万股，占公司截至 6 月 30 日总股本的 0.997%，最高成交价为 56.11 元/股，最低成交价为 49.92 元/股，支付的总金额为 31.75 亿元。5 月 31 日，格力首次实施第三期回购公司股份，当时仅回购了 49 万股。至 6 月底，格力回购股份达 6001 万股，这意味着剩下的 5952 万股都在 6 月份股价下跌期间完成。回购股份数环比 5 月份的 49 万股，激增 120 多倍。

（2）新宝股份拟回购 1-1.5 亿价值的股权

新宝股份 7 月 2 日晚间公告，公司拟以自有资金回购部分公司股份，并将用于实施公司股权激励计划及/或员工持股计划等。拟回购金额 1 亿元—1.5 亿元，拟回购价格不超过 40 元/股。

（3）有消息称，王自如将入职格力电器，成为营销副总裁

7 月 1 日，有微博爆料称科技媒体 zealer 创始人、数码测评博主王自如入职格力电器，这引起了很多网友的围观。据界面报道称，从知情人士处确认了此消息，据悉，王自如目前归属于格力总裁办及文化培训传播中心组织下。知情人士还表示，王自如已辞去 ZEALER 职位，到格力应是担任副总裁，负责市场部门。

展望：苏泊尔回购与股价表现：近年，苏泊尔股价表现一般。主要因素还是公司业绩表现疲软。一方面，这与公司收入体量较大有关，因此新的单品卖的好，并不一定能完全驱动公司业绩增长。另一方面，公司去年也受疫情影响，因此业绩受到压制。展望未来，苏泊尔仍有成长空间，但要求较大的增长情况还是比较困难。短期内，由于大宗原材料上涨，行业需求较为一般，公司业绩增速缓慢，因此股价表现一般，公司因此也在回购股票。截至 2021 年 6 月 30 日，公司已回购股份数量约为 139 万股，占公司总股本的 0.17%；最高成交价为 69.97 元/股，最低成交价为 63.03 元/股，支付的总金额为 9208 万元。苏泊尔是一家质地优秀的小家电公司，但短期可能有些压力。

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 0.80%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 5 位，同期沪深 300 指数下跌 3.03%，创业板指数下跌 0.41%。细分子板块来看，除中药板块上涨 7.19%，其余子板块出现回调，其中生物制品下跌 0.86%，医药商业下跌 1.28%，医疗服务下跌 2.09%，医疗器械下跌 2.22%，化学制药下跌 2.47%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是吉药控股（+47.63%）、广誉远（+45.50%）、昊海生科（+41.20%）、中恒集团（+39.16%）和江中药业（+34.83%）；而跌幅最大的前五家公司分别是百洋医药（-21.71%）、兴齐眼药（-20.04%）、盈康生命（-16.05%）、翔宇医疗（-14.36%）和百克生物（-14.34%）。

估值方面来看，截止 7 月 2 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 41.22x，相较全部 A 股的估值溢价率为 136.00%，环比上周增加 4.21 个百分点，高于 2010 年以来的中位数水平（+130.77%）；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 76.81%。

二、本周主要观点

持续看好 CXO 龙头，布局中报高景气板块。周五医药生物板块出现较大幅度调整，其中 CXO 概念标的领跌，我们认为主要是六月中旬以来板块涨幅较大，短期消化估值。CXO 方面，CDE 发布《以临床价值为导向的抗肿瘤药物临床研发指导原则》，市场担心在指导原则基本明确了不支持“me-worse”态度的情况下，会影响国内一些药企研发投入减少，从而影响 CXO 行业长期逻辑。对此我们认为，不需要过度担心政策对于行业创新的影响，指导原则只是相当于将行业标准变为法规文件，进一步驱动抗肿瘤药物临床研发行业的规范化。同时随着标准的提升，对于头部创新药公司和头部 CXO 公司均有促进作用，将进一步推进行业高质量发展。我们继续看好 CXO 行业发展前景，持续推荐 CXO 龙头公司药明康德、泰格医药、康龙化成及凯莱英。医药板块整体来看，6 月随着第五批药品集采结果出炉、人工关节集采政策温和好于预期等政策落地，我们认为短期政策端压力已大为减轻。展望 7 月，进入中报披露季，我们建议布局中报高景气板块，包括疫苗、CXO、医疗服务等细分方向，注重业绩与估值的匹配，优选 PEG 合理标的。

《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》发布。近期国家发改委印发《“十四五”优质高效医疗卫生服务体系建设实施方案》，旨在加快构建强大公共卫生体系，推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局，提高全方位全周期健康服务与保障能力，促进中医药传承创新。《方案》明确，到 2025 年，基本建成体系完整、布局合理、分工明确、功能互补、密切协作、运行高效、富有韧性的优质高效整合型医疗卫生服务体系。同时《方案》明确具体实施工程，包括公共卫生防控救治能力提升工程、公立医院高质量发展工程、重点人群健康服务补短板工程、促进中医药传承创新工程。我们认为，随着《方案》的发布，后疫情时代对于公共卫生体系的升级，将持续推动国内医疗“新基建”发展。在国家重大传染病防治基地建设、紧急医学救援基地建设、国家医学中心建设、区域医疗中心建设等具体政策要求下，将带动相应医疗设备、医疗器械需求保持高位，对应的龙头公司基于一体化的解决方案将更具优势，我们持续推荐国内医疗器械龙头公司。

三、行业动态跟踪

三部门发文推动中西医协同发展。6 月 30 日，国家卫生健康委、国家中医药局、中央军委后勤保障部卫生局联合制定了《关于进一步加强综合医院中医药工作推动中西医协同发展的意见》（以下简称《意见》）。《意见》立足于当前综合医院中医药工作特点和实际情况，从八个方面提出了具体要求。

医保目录调整方案公布：增加药企座谈会，不再公示产品原价。6 月 30 日，国家医保局正式公布了《2021 年国家

医保药品目录调整工作方案》和《2021 年国家医保药品目录调整申报指南》。这意味着，2021 年医保目录调整工作正式启动。与 6 月 9 日公布的“征求意见稿”相比，这次最终定稿的调整方案有几处细微的调节。首先，医保目录调整方案中表示，在今年 6-7 月的准备阶段，将“通过座谈会等形式充分征求企业等有关方面意见后执行”，这体现出国家医保局敞开大门、接受意见的积极态度。另外，在最终版本的调整方案中，“公示原价”这一条已经被悄然抹去。取而代之的是公示”药品基本信息、有效性、安全性、创新性、公平性方面的有关信息”。

第五批国采中选结果正式公布。6 月 28 日下午，上海阳光医药采购网发布《关于公布全国药品集中采购中选结果的通知》，经过 3 天的公示期后，上海阳光采购网正式公布中选结果，与拟中选结果相比，正式版的第五批国采结果并无变化。

国家卫生健康委印发《抗肿瘤药物临床合理应用管理指标（2021 年版）》。6 月 28 日，国家卫生健康委发布消息，为指导医疗机构科学设定抗肿瘤药物临床应用管理指标，提高抗肿瘤药物临床合理应用水平，国家卫生健康委组织制定并发布《抗肿瘤药物临床合理应用管理指标（2021 年版）》。该文件提出了六项指标：限制使用级和普通使用级抗肿瘤药物的使用率、抗肿瘤药物使用金额占比、抗肿瘤药物处方合理率、抗肿瘤药物不良反应报告数量及报告率、使用抗肿瘤药物患者的病理诊断和检测率、住院患者抗肿瘤药物拓展性临床使用比例。

102 家医院大动作，公立医疗市场再扩容。为推动优质医疗资源扩容和区域均衡布局，统筹推进公立医院建设，各地政府在财政上给予充分支持，多个地区有推进公立医院建设方面的项目。目前全国近 30 个省市超 102 家公立医院启动，总投资金额高达 1800 亿。其中建设项目较多的地区有北京、上海、天津、四川、云南、河北等地，项目数量达到二三十个。建设项目以市级医院为主，省级医疗机构数量较少。项目类型除日常的扩建、迁建外，还包含一些中医药传承创新项目、养老院等养老项目、传染病区扩建等。国家统计局数据显示，2020 年中国医疗卫生机构的数量是 1023000 个，相较于 2019 年增长了 15421 个，而 2019 年的增长数量是 10146 个，2018 年的增量是 10784。可以看到近年来医疗机构正处于高速发展中。

国家卫健委发文：社会办医大型医疗设备审批全面放开。6 月 30 日，国家卫健委办公厅发布了“关于印发社会办医疗机构大型医用设备配置“证照分离”改革实施方案的通知”。这份通知是国家近 10 年推进“社会办医大型医用设备配置改革”首次发布的“专门性”政策。通知显示，未来国家将在以下三大方面对社会办医大型医用设备配置方式、流程进行调整：一是在“全国范围”内对社会办医疗机构乙类大型医用设备配置进行改革，明确社会办医疗机构乙类大型医用设备配置许可应实行“告知承诺制”；二是在“自由贸易试验区”内将社会办医疗机构乙类大型医用设备配置“由审批改为备案管理”；三是在“全国范围”内优化社会办医疗机构甲类大型医用设备配置许可审批服务。

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、万孚生物等；

3）医疗服务及药房标的：爱尔眼科、通策医疗、益丰药房、老百姓等；

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 25.62 点，涨幅 0.65%，同期沪深 300 下跌 3.03%，跑赢大盘。板块本周上涨前五名分别是南极电商（15.47%）、东方银星（13.20%）、美凯龙（12.51%）、宁波中百（12.05%）、*ST 赫美（9.91%）。6 月 26 日和 6 月 29 日，每日优鲜和叮咚买菜先后登录美股，生鲜电商受到资本市场关注。实体零售方面受到多业态冲击，短期仍然承压，建议积极关注高景气美妆赛道和需求快速回暖，龙头集中度提高的珠宝行业。

二、行业要点

7月2日，中国物流与采购联合会发布的2021年6月份中国物流业景气指数为54.6%，较上月回落1.2个百分点；中国仓储指数为53.2%，较上月回升1.9个百分点。

物流需求增速放缓，新订单指数回落。6月份，业务总量指数为54.6%，比上月回落1.2个百分点；新订单指数为52.9%，比上月回落1.6个百分点。显示出物流业需求增速放缓，业务规模缩减，订单数量减少。

库存周转次数指数回升。6月份，库存周转次数指数较上月回升0.3个百分点，至52.3%。其中与贸易相关的港口企业和与民生相关的快递快运业该指数回升幅度明显，显示出物流相关业务活动仍较活跃。

设备利用率指数下降，仍保持在增长区间。6月份，设备利用率指数较上月回落2.7个百分点，为52%。仍保持在景气区间，显示出物流相关业务活动仍较活跃。

固定资产投资完成额指数有所回落。6月份，固定资产投资完成额指数回落为51.4%，增速略有放缓，但仍位于扩张区间，反映出物流运行的基础设施条件继续改善。

从后期走势看，新订单指数为52.9%；业务活动预期指数为56.9%，较上月分别回落了1.6个百分点和3.9个百分点。预示受高温季节因素影响，物流活动增长势头将有所放缓。

三、投资关注

1、华熙生物(688363)：公司公告21年上半年收入18.47亿元至19.42亿元，同比增长95-105%；归母净利润3.47亿元-3.74亿元，同比增长30-40%；扣非净利润2.93-3.27亿元，同比增长25-40%。疫情趋缓后公司各板块恢复增长，原料业务和医疗终端业务稳定增长，功能性护肤板块高速增长，支撑收入端高增速；同时公司加快品牌建设、组织升级和新业务布局。拆分看，公司Q2实现归母净利润1.9-2.2亿元，同比增长22-39%；扣非净利润15.-1.9亿元，同比增长9-34%，增速远高去年同期。

公司IPO募投项目天津基地21年6月投产，产能规划1000吨，其中透明质酸600+吨，其他还包括γ一氨基丁酸、依克多因等多种生物活性物质。本次投产的一期透明质酸产能为300吨，结合之前自建320吨产能和收购东营佛斯特100吨产能，预计此次投产后透明质酸产能将突破700吨。此次天津基地还计划建设60+中试平台，助力院校和机构实现产业和市场转化。

医美产品推陈出新，公司20年推出水光产品娃娃针，21年5月推出御龄双子针，积极打造“润致”产品线，针对细分市场，并联手业内10%业内顶级销售渠道和专家共建良好生态。公司功能性护肤领域保持高速增长，618期间润百颜、夸迪、米蓓尔、肌活四大品牌销售合计突破4亿元，天猫旗舰店持续高速增长。公司在国产功能护肤中口碑优秀，地位持续提升，获得消费者青睐。

公司在透明质酸产业链布局完善，原料龙头地位稳固，功能性护肤爆发增长，医疗终端产品和功能性食品方面积极布局，增长潜力较大，由于公司处于战略布局阶段，后续或阶段性利润落后收入增长，积极费用投入有助于公司扩大优势地位。

2、水羊股份(300740)：公司公告21年半年度业绩预告，预计归母净利润8600-9100万元，同比增长155.74%-170.6%。拆分看，Q2预计实现归母净利润5500万元-6000万元，同比增长77.42%-93.55%，超市场预期。

公司营收快速增长，产品结构优化带来盈利能力提升。公司上半年全面升级“御泥坊”，同时积极布局新品牌新品类，全面开放水羊国际平台，深度合作强生，多产品量价齐升，以电商化、在线化、数据化、智能化为目标，加大数字化投入。我们认为公司自有品牌梳理逐渐清晰，代理业务良性扩张，盈利能力有望持续改善。

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）

本周房地产板块下跌 1.83%，沪深 300 下跌 3.03%，上综下跌 2.46%。板块跑赢大盘指数。

近期克尔瑞发布了上半年 1-6 月份百强销售数据,1-6 月,行业 TOP100 房企累计销售操盘业绩规模同比增长 36.7%。但从单月业绩表现来看，百强房企 6 月单月环比增速仅 14.6%，不及往年同期。市场方面一线城市市场持续高热，成交显著放量，上半年累计成交同比增长 79%，较 2019 年同期增长 44%。四个城市成交均升至高位，较 2019 年同期涨幅都在 30%以上，预计全年成交有望齐创 2017 年以来新高。26 个二、三线城市市场整体成交稳步提升，上半年累计同比增长 41%，较 2019 年同期增长 19%，但各城市市场之间分化加剧。

展望 7 月，房企供货节奏或将有所放缓，届时供应或将明显回落，成交也将缓步下行。各城市、各区域市场或将持续分化。整体来看，房地产信贷政策或将全面趋紧，投机炒作需求将得到有效遏制，房地产市场有望逐渐回归稳态。受此影响，热点一、二线城市房地产市场或将逐步回归理性，基于市场仍有强劲的需求支撑，预计成交将稳中有降，但不会明显失速。

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

上周申万化工指数下跌 1.43%，上证指数下跌 2.46%，行业指数跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是氟化工及制冷剂、其他化学原料、钾肥；跌幅较大的板块是维纶、磷肥和其他纤维。

二、行业观点：

氯化钾价格上涨：盐湖集团七月价格出台，上调 320 元/吨，供应量有限。国际市场方面，欧盟与美国和白俄罗斯之间的政治紧张局势以及加拿大的两个钾矿突然关闭，巴西和美国颗粒钾价格大幅上涨，东南亚标准钾价格小幅上涨。尽管市场在欧盟对白俄罗斯制裁期间部分停滞，欧洲几乎完全停滞，但价格依然出现了上行。国产钾方面，厂家库存量依然维持低位，市场供应量有限，盐湖集团装置正常生产。氯化钾价格从年初 2050 元/吨上涨至目前 2750 元/吨，近期仍有继续上涨的可能。

氨纶产业链本周继续上涨：本周国内氨纶市场价格延续上涨，厂家开工 8-9 成，货源紧缺下，氨纶价格上调，截止目前浙江地区氨纶 20D 主流报价在 90000-98000 元/吨，氨纶 30D 主流报价在 80000-85000 元/吨，氨纶 40D 主流报价在 70000-75000 元/吨。本周氨纶成本面波动不大，本周市场价格推涨上行。氨纶行业利润空间增大，本周末氨纶厂家毛利润约为 27782.05 元/吨左右。本周氨纶的库存水平仍处于历史低位，平均库存 9 天左右，部分在一周以内。

草铵膦价格上涨：95%草铵膦生产商从 19.5 万元/吨报价上调至 20.5 万元，实际成交价至 20-20.5 万元/吨万元/吨，港口 FOB 29000-29500 美元/吨。供应商以完成订单为主，库存压力不大。四川供应商从 6 月底至 7 月中上旬进行设备检修，市场供应量下滑；生产商订单充足，销售压力不大；同为灭生性除草剂的草甘膦价格高位，变向刺激草铵膦价格走高；新增产能受到种种制约，草铵膦未能投放市场销售，中国草铵膦市场供应格局没有明显变化。

草甘膦价格保持高位：95%草甘膦原粉供应商报价至 5-5.5 万元/吨，港口 FOB 8000 美元/吨；实际成交参考至 4.65-4.7 万元/吨，港口 FOB 7400-7450 美元/吨。有市场传闻，海外供应商价格上调 20%，7 月 19 日起执行。鉴于国内供应商订单充足，不排除价格进一步上调的可能。生产商订单多安排至 2021 年 9 月份，以完成订单为主，销售压力不大。价格上涨的主要原因：原材料甘氨酸价格上涨：甘氨酸价格从年初 1.4 万元/吨上涨至目前的 1.8 万元/吨，源头仍然是煤炭价格上涨，通过煤-醋酸-氯乙酸-甘氨酸-草甘膦传导，鉴于 7 月 1 日的重要节日，河北甘氨酸供应商或将受到影响，不排除价甘氨酸在短期内供应商，提振草甘膦价格上调的预期。；黄磷价格上涨传导到草甘膦。但是草甘膦上涨幅度仍然是是高于成本上涨，企业盈利大幅好转。在环保整顿和供给侧结构性改革环境下，草甘膦行业小企业正逐步退出市场，行业落后产能持续出清，这导致了货源紧缺。南美洲鼓励垦荒、全球多地区百草枯禁用、麦草畏推广受阻，以上均对草甘膦形成了新的需求。

三、投资建议：

由于疫苗持续推进，原油价格高位震荡，化工产品需求恢复，同时在成本的支撑下产品价格上涨，盈利进入上行通道。推荐受益油价上涨的**卫星石化、桐昆股份等。**

龙头白马股价大幅回调之后，估值逐渐进入合理区间，在年报披露期，2020 年在行业经历景气度大幅波动的情况下，年报业绩体现了其极强的成本控制能力及抗风险能力。行业规范性提高，环保要求提高，安全生产要求提高，行业龙头的安全环保、创新管理的价值得以体现，化工行业的稳定生产将有明显的估值溢价。具有产业链一体化及园区一体化的龙头优势明显。**推荐万华化学、华鲁恒升、扬农化工。**

未来化工行业的看点主要在于供需格局相对良好的精细化工，特别是供给壁垒较高子行业的一体化龙头，景气度依然能够持续。**推荐利安隆、苏博特、新宙邦。**

电子化学品是未来化工行业上需要补充最急迫的新材料产品。在推荐公司上，我们认为公司具备持续的技术创新能力应放在首位，其次是客户认可度，最后考虑估值。综合考虑，重点推荐**雅克科技、濮阳惠成、昊华科技。**

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 2.46%，沪深 300 下跌 3.03%。电新板块上涨 2.04%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）特斯拉电动车上半年销量增长迅速

根据公司初步统计，特斯拉 2021 年二季度电动车产量共计 20.6 万辆，同比增长 151%，环比增长 15%，其中 Model 3/Y 、Model S/X 分别生产 20.4 万辆、0.2 万辆；二季度总计交付 20.1 万辆，同比增长 121%，环比增长 9%，其中 Model 3/Y、Model S/X 分别交付 19.9 万辆、0.2 万辆。

（2）中国新造车势力销量很不错

根据各公司官网，2021 年 6 月，蔚来共交付 8,083 辆电动车，环比增长 20%；小鹏共交付 6,565 辆电动车，环比增长 15%；理想共交付 7,713 辆增程式电动车，环比增长 78%；零跑共交付 3,941 辆电动车，环比增长 23%；哪吒共销售 5,138 辆电动车，环比增长 14%。

（3）新能源车需求推动下，钴价继续上涨

今年 3 季度消费锂电旺季临近，叠加钴原料进口量下滑，6 月钴市行情一改前期疲软走势，自 6 月中旬起钴价连续上涨。截止 6 月 30 日钴价 365000 元/吨，较 6 月 17 日钴价 342666 元/吨上涨，涨幅 6.52%。

展望:5 月磷酸铁锂电池装车量同比大增 4.5 倍。中汽协数据显示,5 月我国动力电池装车量 9.8GWh,同比上升 178.2%,环比上升 16.2%。其中三元电池共计装车 5.2GWh,同比上升 95.3%,环比上升 1.0%;磷酸铁锂电池共计装车 4.5GWh,同比上升 458.6%,环比增长 40.9%。随着磷酸铁锂电池的逐渐放量，两者占比相较以往有了很大的不同，其中磷酸铁锂电池本月产量占比升至 63.6%，远超三元电池的 36.2%。通过近两年的技术革新，目前磷酸铁锂电池 400 至 600 公里的续航里程已能够满足绝大部分乘用车车主的需求，价格方面也更具优势。且磷酸铁锂电池也开始受到国际大牌企业的关注。因此，近几年内，磷酸铁锂电池将有大的发展机会。这将利好德方纳米等主要磷酸铁锂正极材料公司。

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-3.35%，HS300 指数-3.03%。广汽等表现较强；上汽等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【上汽华为上热搜，有竞争才有进步】

6 月 30 日上汽集团董事长陈虹表示，“与华为这样的第三方公司合作自动驾驶，上汽是不能接受的”，此外，陈虹还强调自动驾驶技术是未来汽车的灵魂，上汽当然要掌握在自己手里。

这一事件成为近期汽车圈热议话题，腾讯百度等互联网巨头们也在权衡自己的利益基础上进行了相应的报道分析。我们认为智能化初期存在大量的参与者、尝试者，竞争激烈、利益关系复杂。上汽虽然不采用华为的解决方案，但仍与其他自动驾驶公司在深入合作。最直接的证据，就是上汽集团与阿里巴巴合资成立的高端电动车品牌，智己汽车。

不论是过去 10 几年的智能手机竞争，还是近些年的动力电池竞争，都说明一个问题，市场最终都会将资源流向哪些更有竞争力、更有性价比优势的企业和产品，因此华为、上汽甚至百度等智能驾驶参与者的激烈竞争对行业是非常明确的利好，投资者仅需跟踪事态走向，及时做出修正。

成大事者必将高瞻远瞩，甚至必要时刻会牺牲自己的利益来成全更大格局上的成功；企业若不具备国家层面的战略格局并及时修正自己路线，终究会被淘汰，过去的中国造车史也正在验证这一变迁。

三、行业投资逻辑：汽车行业进入复苏周期，两位数增速至少延续至明年上半年，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、拓普集团、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；公司股价短期涨幅较大，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 2.46%，沪深 300 下跌 3.03%，申万通信指数本周下跌 3.14%，申万电子指数下跌 1.51%。

本周市场整体处于跌势，通信和电子板块也出现了不同程度的回调，我们当前对通信板块的看法由中性调升至偏乐观，5G 的三期招标启动在即，广电和移动的 5G 700M 招标已经启动，另外从运营商的资本开支，和 5G 基站全年建设数量目标的两个角度来看，下半年 5G 建设都有提速的可能，目前机构对通信板块的配置也处于历史低位，板块具备了上涨的逻辑和空间，我们认为可以稍微乐观一点。

电子板块方面，本周长电科技发布了半年度业绩预增公告，预计今年上半年实现归母净利润 12.80 亿元左右，同比增长 249%；预计扣非净利润约 9.10 亿元，同比增长 208%。公司表示，业绩预增主要受两方面因素推动。一方面，来自于国际和国内客户的订单需求强劲，公司营收同比大幅提升。国内外各工厂持续加大成本与营运费用管控，积极调整产品结构，持续推动盈利能力提升。公司管理层在董事会的带领下，不断强化精益管理、改善财务结构、加大中高端人才引进，打造国际化的管理团队。管理层继续强化集团下各公司间的协同效应、提升技术创新能力和丰富产能布局，为国内外客户提供一流的产品及服务，为公司长期可持续发展打下坚实基础。另一方面，长电科技在报告期向独立第三方出售全资子公司长电国际（香港）贸易投资有限公司所持有的 SJ SEMICONDUCTOR CORPORATION 全部股权，影响当期投资损益 2.86 亿元。

同时，通富微电也于本周发布了上半年度业绩预告，上半年通富微电实现归母净利润 3.7 亿-4.2 亿元，同比增长 232%-277%，公司业绩预增主要原因有三方面，一是智能化、5G、物联网、电动汽车、以及家电、平板等终端市场需求增加，上半年，半导体封测产能继续维持供不应求的局面；二是公司在高性能计算、5G、存储器、显示驱动芯片以及汽车电子等方面的业务进展顺利，收入持续扩大；三是在全球供应链产能紧张的情况下，公司通过有力组织，努力使产能最大化，应对旺盛的市场需求。

我们认为，当前半导体板块继续保持了较高的景气度，下游需求旺盛推动的供需紧张产能紧缺的局面仍在持续，此前已多次传出代工厂商涨价的消息。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，运营商资本开支不及预期，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 1.13%，板块成交额 3005 亿元，人气继续较高。沪深 300 指数下跌 3.03%。

我们对后续行情依然较为乐观。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，风险偏好下行对板块压制大。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。

百年献礼之后风险偏好可能下行。如我们前期所提示的，市场在寻找高估值最优白马之外的机会，二线优质龙头和三线低估值修复均迎来投资机会，当然也会有鱼龙混杂、泥沙俱下的主题性机会。但百年献礼之后，风险偏好可能会下行，建议逐渐回归具有基本面的优秀公司的投资机会。

二、投资观点

1、网络安全：滴滴下架显示国家对网络安全高度重视

（1）依据网络安全法，应用商店下架“滴滴出行”

根据举报，经检测核实，“滴滴出行”App 存在严重违法违规收集使用个人信息问题。国家互联网信息办公室依据《中华人民共和国网络安全法》相关规定，通知应用商店下架“滴滴出行”App，要求滴滴出行科技有限公司严格按照法律要求，参照国家有关标准，认真整改存在的问题，切实保障广大用户个人信息安全。

滴滴出行回应称，滴滴坚决落实国家有关部门的相关要求，已于 7 月 3 日暂停新用户注册，滴滴出行 App 将严格按照有关部门的要求下架整改。已下载滴滴 App 的用户可正常使用，乘客的出行和司机师傅的接单不受影响。滴滴表示，感谢主管部门指导滴滴排查风险，将认真整改，不断提升风险防范意识和技术能力，持续保护用户隐私和数据安全，防范网络安全风险，持续为用户提供安全便捷的服务。

（2）显示国家对网络安全高度重视，政策力度将不断加大

政策持续推动行业加速增长。由于网络安全事件危害性越来越大，国际形势严峻，全球各国对网络安全的重视程度、投入资源不断提升。如近期又一网络安全法规政策—《数据安全法》的出台，企业对信息安全产品和服务的需求进一步扩大，行业内生发展动力持续增强。

行业未来 3-5 年 CAGR 为 20%-25%。一方面政策驱动。另一方面数据成为资产，企业内生动力增强。此外，云计算、大数据等带来更多的网络安全场景，并加剧攻防 PK 激烈程度。

投资观点：深信服、启明星辰、奇安信。

2、云计算：IaaS 行业继续高增，看好上游供应链公司的长期投资价值

（1）IaaS 行业增速 40.8%，中国厂商增速更快

Gartner 数据显示：全球 IaaS 市场在 2020 年猛增 40.7%，达到 643 亿美元，高于 2019 年的 457 亿美元。超大规模提供商正在继续构建分布式云和边缘解决方案，从而将公共云的覆盖范围扩大到私有本地环境，以满足企业组织在数据主权、工作负载可移植性和网络延迟等方面的要求。这个事实，加上新冠疫情期间大多数组织依赖公共云，推动数字化市场在 2020 年又一年迎来翻番。

其中，中国 IaaS 巨头增速更快，阿里云、华为云 2020 年增速分别为 52.8%、202.8%，全球市占率分别位列第 3 和第 5,。

（2）上游供应商业绩因库存和产能消化周期，但长期需求强

长期来看，上游供应商应与下游厂商业绩拟合（尽管因摩尔定律，上游增速会慢于下游），但因下游云巨头、巨型 IDC 厂商等需保持较高的 IDC 产能利用率、维持合理库存，采购会存在一定周期性。上游供应商存在周期成长特性。

周期低点是布局时机。预计 21Q3 或 Q4，云上游需求将迎来向上拐点。

推荐：澜起科技、浪潮信息。

3、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、**顺络电子**、欧菲光、舜宇光学科技、**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