国都投资研究周报 2021.4.12-4.16

本周策略：

反弹信心有待业绩催化及政策缓和

一、近期市场展望：反弹信心有待业绩催化及政策缓和

1、市场脉动：指数重回弱势震荡，绩优白马股再杀估值。3 月 25 至 4 月 2 日七个交易日，A 股进入短暂超跌反弹行情，前期领跌的机构抱团白马股转为领涨，绩优股、高价股、基金重仓指数悉数领涨 8.5-7.1%，期间市场主要指数反弹幅度在 3.5-8.3%不等。然而，清明节后四个交易日，A 股重新进入弱势回调，绩优白马、高价股再度转为领跌 4.0-3.3%，主要指数震荡下跌 1.1-2.5%，而低价股、国证 2000、微利股等中小盘指数重新活跃上涨；行业板块来看，近四个交易日内休闲服务、食品饮料、电气设备及新能源、家电、非银金融等领跌 6.3-1.6%，主要集中于高估值板块。

2、本轮反弹信心不足的原因？3 月底我们从短期风险释放较为充分、资金交易情绪的逐步见底，及基本面改善超预期等压力消化、动力释放两个角度分析，预判 4 月上中旬在季报密集披露窗口期，A 股超跌反弹行情有望延续。然而，在美股再创新高之际，节后 A 股市场弱势回调，绩优白马股再度领跌，市场反弹信心明显不足，原因何在？

一是个别绩优白马股的业绩大幅低于预期，如顺丰控股、华海药业，近期股价遭遇重挫，使得机构重仓的白马股超跌反弹行情中断；

二是 3 月 PPI 环比、同比涨幅均超预期，PPI 同比涨幅 4.4%创 18 年 8 月以来新高，核心 CPI 同比连升两月至 0.3%；通胀阶段性压力，使得市场对于货币政策边际收紧预期的担忧加剧，从而引发高估值白马股再度领跌；

三是机构重仓的白马股估值仍处历史高位，对通胀及政策仍高度敏感，尚需业绩超预期增长以消化估值压力；从当前行业估值所处近十年历史分位数来看，休闲服务、食品饮料、家电、汽车等消费板块估值仍位于 90%分位数以上，医药生物位于 78%分位数。

3、近期研判：短期风险释放较为充分，指数向下空间非常有限

一导致前期杀估值的外部压力已趋于缓和。牛年农历春节后至 3 月底，A 股市场快速回调风格逆转，高估值机构重仓股快速回调并领跌 20%附近，拖累 A 股主要市场指数普遍下跌 10-20%。期间指数快速调整与风格显著逆转，主要系前期美国疫情趋势缓和下经济恢复预期上升、国际大宗商品快速反弹下通胀预期升温、美债利率连破重要关口，及国内货币政策基调边际收紧、中美为首的地缘政治关系不安等多重因素所致。

而导致前期杀估值的通胀、美债利率上行等两大压力，近期有所缓和；

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3450.68	-0.45
沪深 300	5035.34	-1.48
深证成指	13813.31	-1.19
中小板综	12254.61	-0.59
创业板指	2783.33	-1.14
恒生指数	28698.80	-0.83
恒生中国企业指数	10977.37	-2.14
恒生沪深港通 AH 股溢价	133.14	0.14
标普 500	4128.80	2.71
纳斯达克指数	13900.19	3.12
MSCI 新兴市场	1330.36	-0.36

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	59.34	-3.10
纽约期金	1744.10	0.80
伦敦期铜	8929.00	1.41
伦敦期铝	2269.00	1.75
波罗的海干散货	2085.00	0.63

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。

LME 铜、国际原油期价已自 2 月底或 **3 月初见顶震荡回落 4%、10%附近；10 年美国国**债利率于 3 月底阶段性见顶 1.74%，已回落 11bp 至 1.63%近一个月低位水平。

二资金交易情绪的逐步见底信号，近两个月内，资金**交易情绪已趋势降温，从换手率、两融交易占比、**基金发行**等资金情绪的显著降温，两市成交额最低缩量至前期**峰值时的五六成附近、融资买入交易占比持续萎缩至远离历史均值下方、新基金发行热度大幅降温（3、4 月公募基金发行份额已显著连降至 1471 亿份、4.4 亿份，平均发行份额已锐降至前期峰值的十分之一）；以上资金交易情绪的大幅降温，预示市场阶段性调整逐步见底。

4、近期展望：反弹信心有待业绩催化及政策缓和

1）近期经济恢复好于预期。3 月中采制造业 PMI 环比大幅反弹 1.3 个百分点至近一年高位 51.9，中型、小型企业反弹显著，均在 2.0 个百分点及以上至荣枯线上方；新订单、生产、原材料库存等分项指数悉数回升 0.7-2.1 个百分点不等。虽然 3 月制造业 PMI 回升整体符合春节后的季节性规律，且今年“就地过年”下利于复工，持续性有待观察，但此前环比连降三月后的大幅反弹，仍好于预期。

此外，随着国内疫情的稳定改善，对服务消费的制约**影响也逐步减弱；3 月非制造业商务活动指数环比**大幅反**弹 4.9 个百分点至 56.3%，创近一年次高水平，**结束此前环比连降三月态势，预计随着疫情显著缓和、疫苗接种加快，服务消费回暖可期。这一点从清明假期出游的火热得到印证：今年清明节假期全国国内旅游出游 1.02 亿人次，按可比口径同比增长 144.6%，恢复至疫前同期的 94.5%；同时，今年清明假期电影累计票房 8.22 亿元，创历史新高。

4 月中旬将密集公布 3 月货币社融、工业、投资、消**费等月度宏观数据，及一季度 GDP 增速，届时将**进一步**验证经济基本面走势研判、宏观政策调整预期。**

2）企业盈利回升超预期。统计局公布 21 年前 2 月**规模以上工业企业实现营收、利润各同比增长 45.5%、1.79 倍，剔除去年同期低基数效应，利润较 19** 年前 2 月增长 72.1%，近两年平均复合增长 31.2%；其中，出口优势行业（计算机、通信和其他电子设备制造业，装备制造业）、上游原材料行业企业的利润增速领涨，同比增速高达数倍至数十倍不等；同时，工业企业盈利能力显著反弹，前 2 月营业收入利润率 6.60%，同比提高 3.15 个百分点。前 2 月工业经营业绩与盈利能力的大幅反弹，反应了国内外市场需求恢复稳定、今年“就地过年”下的生产旺盛、中上游行业价格上涨等有利因素。

结合前 2 月工业企业的经营业绩来看，预计 21Q1 上市公司业绩同比增速将大幅反弹，预计全 A、全 A（剔除金融两油）的单季度净利润同比增速高达+30%、+100%附近，其中工业板块或高达+200%以上，消费、TMT 同比增速在+50%附近。从已经发布一季报业绩预告的 415 家上市公司来看，其中 94%的公司均以预增、扭亏等预喜为主，且预告增速下限的中位数达 120%；4 月中上旬期季报高增窗口期，超跌反弹行情可期。

3）政策预期有望适度缓和

20 年下半年以来，随着国内疫情防控取得战略性成**果，经济稳步复苏，政策已回归正常；20 年底中**央经济**工作会议、21 年两会政府工作报告，定调 21 年宏观**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”，即总量平稳，更注重结构性发力。以上宏观政策的调整，已在过去三个季度市场逐步反应，而在今年初的大宗商品快速反弹及美债利率显著上行后，市场对国内货币政策边际收紧的担忧加剧。

近期展望，一季度国内宏观数据、中央经济季度工作**会议定调揭晓在即，政策预期或进入适度修正期；**结合近**期国务院、金融委会议公告内容，我们预计政策预期有**望适度缓和，届时或将提振市场反弹信心。

一近日李克强总量主持召开经济形势专家和企业家座**谈会强调：保持宏观政策连续性稳定性可持续性，**政策不**“急转弯”，引导形成市场合理预期；并指出，当前国**际环境复杂严峻增加了新的不确定性，国内经济恢复也不平衡，分析经济形势要全面客观，既看同比增速又看环比增速，既看宏观经济数据又看市场主体切身感受，既看经济运行总体态势又密切关注新情况新问题。此外，会议提出，要引导更多资金流向实体经济，有效防范风险，保持房地产市场平稳健康发展，加强原材料等市场调节，缓解企业成本压力。

我们认为，总理关注的“不确定性、不平衡、新问题**”，看环比增速（已趋弱）等，或预示政策更注重**连续性**稳定性，转弯的节奏与幅度或低于预期。**

二近期召开的金融委会议指出，要执行好稳健的货币政策，促进经济平稳健康运行，宏观政策的首要目标是保就业和保市场主体；要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势；要注重“放水养鱼”，助企纾困，更好激发微观市场主体活力。

二、中期市场展望：“盈利回升+制度红利”双支撑，业绩驱动的结构性机会可期

1、基本面：上市公司业绩增速进入快速回升期。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。3Q20 主要指数的单季度业绩均普遍加速转正至两位数增长，三季度万得全 A、万得全 A（剔除金融两油）、中小板、创业板、科创板的净利润同比增速分别恢复至+17.4%、+20.5%、+27.6%、+31.2%、+86.0%；预计万得全 A（剔除金融、两油）的 20、21 净利润同比增长+4%、+25%附近，此前 20Q3、20H1、20Q1、19 年净利润累计同比-2.9%、-14.6%、-41.9%、-3.6%。

同时，A 股上市公司整体盈利能力转入上行期。20Q3 数据表明 A 股整体业绩增速逐季回暖，盈利能力触底回升，滚动 ROE 正处于上行周期并有望延续至 21Q3-22Q2 区间，上市公司整体基本面向好预期巩固。

统计近十年 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；

其中，下行周期具体包括：

11Q1 至 13Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 9 个季度；

15Q1 至 16Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓降周期，时长 5 个季度；

18Q4 至 20Q1，各指数 ROE(TTM)普遍位于下行周期，时长 6 个季度；

上行周期具体包括：

13Q2 至 14Q3-Q4，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 6-7 个季度；

16Q2 至 18Q3，各指数 ROE(TTM)普遍位于缓升周期，时长 10 个季度，仅创业板因外延式受阻、商誉减值高峰而下降；

最近来看，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 上行有望持续至 21Q3-22Q1 区间。

2、资本市场制度改革开放红利持续释放。总结近几年我国资本市场发展的思路主要为，坚持“建制度、不干预、零容忍”，坚持整体设计、突出重点、问题导向等原则，聚焦解决体制机制性障碍，加快构建更加成熟、定型的资本市场基础制度体系，不断提升我国资本市场的吸引力和国际竞争力。

具体包括：一资本市场制度改革逐见成效，正加快构建更加成熟更加定型的基础制度体系，持续提升资本市场治理能力；坚持市场化、法治化原则，完善信息披露、发行、退市等基本制度；调整再融资和并购重组政策、优化交易结算和减持制度、发布实施退市新规；稳步推进全市场注册制改革，科学合理保持 IPO、再融资常态化，代表我国产业升级、核心技术及创新活力的公司正加快登陆 A 股市场，统筹抓好进一步提高上市公司质量意见和退市改革方案落地见效，严格退市监管，拓展重整、重组、主动退市等多元退出渠道；A 股市场优胜劣汰机制正重塑形成，有望持续改善上市公司质量结构。

二健全鼓励中长期资金开展价值投资的制度体系，加大引导境外机构资金、银行理财、保险、信托等境内外中长线机构资金入市的政策红利正加快释放，居民财富加大权益类资产配置的趋势已成。21 年监管层将以更大力度推进投资端改革，加大权益类基金产品供给与服务创新力度，推动个人养老金投资公募基金政策尽快落地，优化中长期资金入市环境。

三逐步完善市场结构质量。近日证监会易主席指出，资本市场结构转变是从量变到质变、从规模扩张到质量提升的关键一环，制约当前资本市场高质量发展的因素很多，包括融资结构、上市公司结构、中介机构结构、投资者结构、资金总量和期限结构，

综合判断，中长期我国资本市场发展以构建制度生态、市场生态、市场环境为三大抓手，以打造规范、透明、开放、有活力、有韧性资本市场为总目标，有望提升资本市场的投融资配置效率、改善上市公司质量、吸引中长线资金、优化投资者结构等；以上我国资本市场深化改革扩大开放的红利释放，将促进我国资本市场行稳致远。

3、各路资金持续流入A股市场规模可观

一居民通过基金入市方面，在连续两年基金超额赚钱**效应下，居民认购、申购基金的积极性大幅提升；**统计股**票型+混合型基金份额变化，20年净增加1.57万**亿份至3.98万亿份（对比之下18、19各变化-293、+2261亿份），且股票型+混合型基金占全部公募基金总份额比例，已从19年初的阶段低点持续累计回升10.8个百分点至20年12月的27.4%，而货币型基金占比已自18年9月起持续累计回落13个百分点至20年底的55.7%。

展望未来2年内，在公募基金总规模20万亿元（最**新为18.6万亿元）中性情景下，按股票+混合**型基金**占比的乐观、中性、谨慎假设占比45%、30%、2**5%，则两年内股票+混合型基金规模有望净增3.8、1.8、0.8万亿元。21年前2月股票型+混合型基金份额大增0.74万亿份至历史新高4.72万亿份，占比也提升至纪录高位29.1%。

二境外资金方面，A股在连续纳入国际指数并分阶段**扩容后，18、19年陆股通北上资金各累计净流**入2900、**3500亿元，20年受明晟暂停扩容纳入及疫**情冲击下，陆股通北上资金净流入降至2100亿元；21年初至4月上旬，陆股通北上资金累计净流入了954亿元。根据央行公布的境外机构与个人持仓A股总市值及其占流通市值比例来看，近七年持仓总市值趋势显著上升，已从2013年底的不足3500亿元、占比1.74%，大幅增加至2020年底的3.41万亿元，占全A流通市值比例已达5.32%，持仓规模仅次于公募基金的机构。

中长期展望，随着我国资本市场制度改革与扩大开放**的有序有力落实，A股纳入国际化指数的范围与权**重逐步**扩容，中长期预计全球资金增配A股的规模高达5-10**万亿元。

4、中期业绩驱动的修复行情可期。随着20年5月**货币政策由宽货币宽信用转为稳货币宽信用、中期**内逆周**期政策逐步退出下，20年下半年起流动性驱动力边际**收敛，21年稳货币紧信用下，流动性存在拐点性收紧压力。由此可判断，本轮结构性牛市第一阶段以流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

从估值板块分布来看，消费仍偏高、中游制造合理、**科技成长已合理偏低，传统周期仍位于洼地。近期**机构抱**团股快速调整，但从当前行业估值所处近十年历史分位**数来看，食品饮料、休闲服务、家电、汽车等消费板块估值仍位于90%分位数以上，医药生物仍位于78%分位数；TMT科技及军工等成长板块在连续三个季度调整后的估值普遍位于45%分位数下方；机械、化工、电气设备等行业景气度向上的中游制造业普遍位于50--70%分位数区间；而建筑建材、房地产、保险、钢铁传统周期板块估值仍位于历史分位数30%下方。

综合研判，本轮A股的结构性牛市，已由18年底至**20年6月的提估值炒预期的上半场，自20年7**月起切**换至看业绩提估值的下半场；预计中期内随着宏观经济**及上市公司业绩加速回升的兑现（4月进入年报季报密集披露窗口期），估值相对安全的顺周期、中游制造及科技板块有望重拾上涨行情，而业绩景气有望超预期的消费白马股，在前期股价持续显著回调后，中长线资金逢低配置下也有望迎来超跌反弹行情。

三、宏观经济展望：环比动能趋缓，恢复结构有望趋**于均衡**

1、经济恢复节奏仍不均衡：工业强劲地产韧性，投**资与消费仍偏弱。统计局新近公布的21年前2月**投资、**工业、消费三大经济数据，较20年同比增速均在+3**5%附近；由于20年同期疫情暴发防控期的低基数效应，因而与19年同期的两年平均增速更具参考性，以此计算，工业、投资、消费前两月的两年平均增速各为+8.1%、+1.7%、+3.2%，服务业生产指数两年平均+6.8%。

为客观评价以上三大经济指标的恢复程度，选取疫情**暴发前一年19年月均增速作为参考，19年工业**、投资、**消费的月均同比增速依次为+5.7%、+5.7%**、+8.1%；前两月地产销售面积、房地产投资的两年平均增速各为+7.6%、+11.0%，而19年月均增速各为-0.9%、+10.9%。

对比21年前两月各项指标的两年年均增速与19年**月均增速，可知经济恢复节奏仍不均衡，工业强劲**地产韧**性，但投资与消费仍偏弱。**

以上判断，从2月信贷社融数据的结构性分化一致；**2月企业中长期贷款持续高增，预示制造业投资回**暖延续。**实体企业中长期信贷连续十二个月同比增加，且21**年前两月同比显著共多增近1.1万亿元；企业中长贷需求保持旺盛，表明随着企业盈利改善、产能利用率已处于历史高位区间，制造业投资扩产意愿与动力较足，为21年经济回升两大动力之一，也符合监管层的结构性金融政策导向，即压降房地产、稳住基建投资，重点支持制造业与中小微企业。

居民中长贷今年前两月同比有所反弹，或与年初商业**银行提前释放额度有关，也表明短期房地产销售仍**保持平**稳。然而，反应居民消费的居民短贷方面，2 月-2691** 亿元，前两月累计不足 600 亿元，虽然与 20 年前两月疫情暴发期同比累计多增 6240 亿元，但与历史同期相比仍处于较低水平，结合去年四季度持续偏弱状况来看，或与局部疫情反复、当地过年及互联网放贷平台整改有关；综合来看，居民消费恢复动力偏弱，可选与服务消费恢复至疫情前正常水平，尚待居民收入持续改善。

2、经济整体恢复动能展望：环比动能已趋缓，但当**前仍强于疫情前常态水平。短周期来看，我国经济**在 20 **年初疫情暴发与防控压力高峰冲击下滑后，已连续三个**季度处于后疫情下的修复阶段，且目前已逐步修复至疫情前水平。自 20 年二季度国内疫情防控取得战略成果、复工复产、复商复市深化推进，经济增速由负转正并逐步加速回升，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%，20 年实际/名义 GDP 累计同比+2.3%/+2.9%。

从经济同比增速来看，4Q20 单季度经济增速已恢**复至近两年新高；经济环比动能而言，20 年二季**度国内**复工复产、复商复市前中期的经济环比恢复强劲，2Q**20 季调环比增速达+11.6%，而三季度起经济恢复逐步转入中后期，经济环比动能趋缓，20 年 3Q、4Q 季调环比增速依次放缓至+3.0%、+2.6%，但仍远高于前五年同季环比增速均值+1.5%、+1.5%，表明后疫情下国内经济恢复动能仍强于常态水平，预计有望持续至 2Q21。

以上经济环比动能趋缓的判断，从 21 年前两月工业、**投资、消费环比增速的再次趋缓也进一步得到印**证；**21 年 1-2 月工业、投资、消费月均环比+0.68%**、+2.47%、-0.42%，显著低于 20 年 4-12 月疫情防控见效后的月均环比+1.05%、+2.75%、+1.75%。值得注意的是，以上工业、投资环比增速，仍高于疫情前 19 年月均环比+0.61%、+0.93%，表明当前经济恢复动能仍强于疫情前的常态水平。

此外，从制造业 PMI 读数走势来看，也进一步印证**以上判断；中采制造业 PMI 在 18 年底至 19 年** 10 月**大部分月份位于荣枯线 50 下方（主要系新出口订单疲**软、企业去库存拖累），而自 19 年底开始回升至 50 上方，仅 20 年 2 月受国内新冠疫情暴发与强力防控影响骤降至 35.7，而 20 年 3 月起迅速反弹至 50 上方，并至今已连续 12 个月位于荣枯线 50 上方，且基本保持在 51-52 近八年高位区间。中采制造业 PMI 环比连降三个月后，21 年 3 月 PMI 环比大幅反弹 1.3 个百分点至近一年高位 51.9，整体符合春节后的大幅反弹的季节性规律，中型、小型企业反弹显著，均在 2.0 个百分点及以上至荣枯线上方；新订单、生产、原材料库存等分项指数悉数回升 0.7-2.1 个百分点不等。3 月制造业 **PMI 显著反弹，或与今年春节**“就地过年”开工较早有关，持续性有待观察；当月企业生产经营活动预期指数环比回落至 20 年 8 月以来次低水平 58.5，或预示后续制造业 PMI 指数存在小幅回落压力。

3、经济恢复结构动力展望：工业与地产增速或趋缓，**而投资与消费有望低位回升。疫情后的近一年，**国内工**业、投资、消费增速恢复持续不均衡，主要原因在于：**消费恢复偏慢偏弱，主要系疫情散发与防控、居民收入增速放缓压制消费的快速回升所致；而工业生产相对强劲，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；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，20 年基建、制造业累计投资增速各为+0.9%、-2.2%。

国内疫情防控已战略见效近一年，欧美等发达经济体**新冠疫苗正加速接种，21 年全球主要经济体供需**趋势性**回暖。近中期展望我国工业、投资、消费增速走势如何？**

——工业生产已恢复至疫情前水平之上，21 年前高**后低趋势缓慢回落。生产供应端方面，工业生产已**基本恢**复至疫情前水平，叠加出口形势好于预期的拉动，工业**增速已恢复至疫情前水平之上。一从月度规模以上工业增加值同比增速来看，前两月两年平均增速+8.1%，创近三年新高，且明显高于 19 年月均或累计同比增速+5.7%；二从工业产能利用率来看，单季度工业产能利用率已自 20Q1 的 67.3%逐季上升至 20Q4 的 78.0%，已恢复至逾七年高点；环比来看，虽然今年春节提倡不返乡而本地过年，利于 2、3 月工业生产早复工，但考虑到工业产能利用率已升至七年高点，预计工业环比增速趋弱。

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+8.5%附近。

—制造业与基建投资低位反弹，有望驱动固定资产投**资增速低位回升。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，基建投资有望反弹至+5.0%附近；而房地产投资韧

性虽好，但受去年连续出台的“三道红线”、“商业银行房地产贷款集中度新规”等新政，预计房地产投资增速稳中缓降至5%下方附近。综合而言，21年制造业投资增速有望显著反弹，提振固定资产投资增速回升至+8.5%附近。

——可选与服务消费回补驱动下，消费增速回升可期。**展望21年，随着就业改善、居民可支配收入回**升及疫**情影响弱化，预计被压制或延后的消费有望释放，重点**为家装家具家电、汽车、服装等可选消费需求的释放，及餐饮、酒店旅游、教育、影视文化等服务消费的回归正常。预计21年消费增速有望转正并大幅反弹至+15%附近。3月非制造业商务活动指数环比大幅反弹4.9个百分点至56.3%，创近一年次高水平，结束此前环比连降三月态势，预计随着疫情显著缓和、疫苗接种加快，服务消费回暖可期。

4、从企业库存来看，20年四季度末开始转入补库**存，20Q1、Q2、Q3分别呈现被动加库存、**主动去**库存、被动去库存特征，3、6、9月的各季度末的工**业企业产成品存货同步增速分别为+14.9%、+8.3%、+8.2%，10月进一步下降至+6.9%，二、三季度工业企业去库存构成当期经济拖累因素。随着20年11月初国内外工业商品转为趋势反弹，以及企业盈利回升预期改善，工业企业产成品存货连升四个月至21年1-2月的+8.6%，且产成品库存周转天数同比减少了6.4天，21年二季度前随着PPI同比涨幅的进一步扩大，工业企业或将加速主动补库存。预计21年全球需求回暖、大宗商品价格及PPI上行，工业企业刚启动的补库存有望延续。

5、21年经济增速前高后低，全年显著反弹。展望**2021年，随着国内外新冠疫苗大规模接种的逐**步推广，**预计疫情防控压力对社会经济活力恢复的约束趋于缓**解，从而有望为21年全球经济的恢复创造必要条件。从驱动力结构来看，21年我国经济进一步恢复动能主要包括：可选与服务消费回暖、制造业投资回升、企业补库存。

具体经济增速方面，20年前低后高的基数效应下，**预计21年季度GDP同比增速前高收低，21年**一、二、三、四**季度的实际GDP同比增速预计为19.0%**、8.0%、6.2%、5.6%附近，预计21年实际、名义GDP同比为+9.0%、+10.0%附近。

四、宏观政策展望及其影响：经济恢复正常，政策回**归常态，权益估值承压**

1、经济恢复正常，政策回归常态。20年上半年疫**情冲击期的非常规对冲性宏观政策，取得了预期的**“六稳**六保”效果，经济增速逐季恢复至疫情前正常水平；但**同时导致我国实体经济的宏观杠杆率大幅攀升，20年我国实体经济宏观杠杆率显著攀升23.6个百分点至新高270.1%，年度升幅创历史纪录次高（09年应对全球金融危机大幅提升了31.8个百分点），也远高于近三十年年均6.0%的杠杆率升幅;，其中非金融企业、居民、政府部门的杠杆率各攀升10.4、6.1、7.1个百分点。

20年底的中央经济工作会议提出，宏观政策要保持**连续性、稳定性、可持续性，并强调政策操作上不**急转弯；**对21年财政、货币政策的定调为：一积极的财政政**策要提质增效、更可持续，保持适度支出强度，增强国家重大战略任务财力保障，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为，抓实化解地方政府隐性债务风险工作;二稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,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。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由20年上**半年的宽货币宽信用，转为20年7-10月的稳**货币宽**信用、11月以来的稳货币紧信用；预计21年下半年**若经济稳增长压力上升、通胀温和确定，届时或再度灵活边际调整为宽货币稳信用。

展望未来，21年财政赤字率小幅下调至3.2%，**地方政府专项债发行规模略收窄至3.65万亿元**，调降**幅度均好于预期;但从今年地方专项债提前下发额度及**前置发行仍未如前两年启动可知,年初新增社融同比收缩压力仍将持续。展望全年，按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定调，及21年我国名义GDP增速10%附近测算，预计21年的M2、社融存量同比增速预期目标，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。

2、二季度货币信用政策或易紧难松。拉长周期来看，**当月新增融资同比已自19年11月起持续多增**（仅**20年2月、12月疫情、信用债违约及表外收紧显著扰**动下同比少增），近十六个月新增社融月均同比多增6749亿元；其中放量多增高峰在20年3-9月的政策支持发力、疫后经济恢复期，期间月均多增1.25万亿元，20年10月至今回落至月均2283亿元。

近日央行货币政策委员会21年一季度例会公告的措**词，较20年四季度例会存在边际变化与些微调整**，整体**对经济恢复前景更为积极、而对稳健的货币政策更侧重**合理适度或边际收缩。具体而言，一对经济恢复信心有所增强，

指出国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，但经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济趋于好转但形势依然复杂严峻；

二稳健货币政策基调更趋中性边际收缩，表述为“稳**健的货币政策要灵活精准、合理适度，把握好政策**时度效，**保持流动性合理充裕，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，保持宏观杠杆率基本稳定”，删除了此前多次重申部分“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”。

预计 3 月起社融增速趋势回落。近中期展望，结合 20 年 3-9 月的社融显著放量多增，预计 3 月起新增社融**同比或存在萎缩压力，表征资金需求边际变化的新增社**融同比增量或进入尾声期；该判断与国内经济季度环比动能即将于 21Q1 回归正常增速 1.5%一致。

中期展望，21 年稳杠杆防风险为两大重点任务，按**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**匹配的中央定调，并结合 21 年我国名义 GDP 增速 1**0%附近测算，预计 21 年的 M2、社融存量同比增速预期目标，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。

整体来看，我国金融环境的趋势变化，正由 20 年上**半年的宽货币宽信用，转为 20 年 7-10 月的稳**货币宽**信用、20 年 11 月以来的稳货币紧信用；预计 21 年**二季度为本轮 PPI 上行峰值区间 5-6%，届时货币信用政策更易紧难松。21 年下半年若经济稳增长压力上升、通胀回落温和，届时或再度灵活边际调整为适度宽货币稳信用。

3、金融政策回归常态的影响一：金融政策回归常态，**权益估值承压。**

我们认为，稳货币紧信用趋势下，预计 21 年存款准**备金率、MLF 及逆回购操作利率调整空间非常有**限，市**场资金利率料保持平稳，无风险利率波动区间大概率趋**于收敛，预计 10 年期国债利率合理区间在 2.9%-3.4%。

20 年下半年随着国内生产生活恢复正常、经济逐季**恢复常态，后疫情下政策逐步回归常态的趋势确定。**中央**明确定调政策操作不急转弯，预示政策退出节奏平缓，**但政策转弯收紧趋势已定，流动性边际收敛对权益资产估值的压制持续存在，尤其是当前全 A 股、剔除金融两油的 A 股的滚动 PE 各为 21.5、36.3 倍，已位于近十年历史区间的 85%、73%分位数。稳货币紧信用周期，高估值难以继续提拔。

4、金融政策回归常态的影响二：结构性信用政策有**保有压，兴制造业抑房地产稳基建。20 年 11 月**起社融**增速已见顶连降三月，但结合企业、居民短期、中长期**贷款当月同比变化可知，信用政策趋紧下结构性有保有压，可概括为“兴制造业抑房地产稳基建”。

中期展望，随着全球新冠疫苗大规模接种、疫情趋势**缓和，二季度起全球经济有望确立恢复趋势，而国**内经济**在制造业投资回升、居民消费潜能释放两大动力推动下**，经济恢复动能趋于均衡，经济回归正常化。以上国内外经济形势下，稳杠杆防风险确立为 21 年央行两大主要目标函数，稳货币紧信用趋势不变。预计 21 年以结构性金融政策为主，压降房地产、稳住基建投资，重点支持制造业与中小微企业。这一点从信托贷款自 20 年下半年以来持续显著压降得到印证，21 年 2 月压缩-936 亿元，已连续十一个月共压降 1.27 万亿元。

五、板块配置建议：以业绩预期差为主线，重点配置**低估顺周期+科技白马+超跌消费龙头**

1、近中期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、明年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、教育医疗等板块，有望迎来深度修复机会。

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、文化教育等消费有望重点受益。

2、低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融**板块及顺周期板块仍具备上涨空间，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；

同时，化工、有色、机械、新能源设备、建材等中上游制造板块，在供需偏紧及补库存双驱动力下的行业量价仍看涨，此类顺周期板块仍具备上涨空间。

3、中长期逢低配置业绩景气超预期上行的科技股。**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、数字经济为首的科技龙头，业绩景气有望超预期上行，近四个半月趋势回调后，估值基本合理安全的科技股，具备逢低配置价值。

风险提示：全球疫情反扑，国内外流动性边际超预期**收紧、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-4.96%；农林牧渔（中信）涨跌幅-2.38%；沪深 300 涨跌幅-2.45%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **21.74 元/公斤，近期淡季下跌超预期。**

2. 茅台一批价：**箱装 3150-3200 元，**周环比基本持平。

三、食品饮料：

1. 白酒：

1）基本面：

茅五批价坚挺稳中有升，库存维持低位；

水井坊公司司披露 2020 年业绩快报及 2021 年一季预报均超预期。2020 年公司实现营业收入 30.06 亿元，同比下滑 15.06%；实现归母净利 7.31 亿元，同比下滑 11.49%。2021Q1 营收预计约为 12.40 亿元，同增约 70.2%；归母净利约为 4.19 亿元，同增约 119.7%；

糖酒会已落地，产业反馈较积极，同时酱香热情更高。

2）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。

短期，我们认为一季报行情仍可期，本周水井坊是继酒鬼酒 Q1 业绩之后的第二家标的，作为次高端标的，业绩整体均大超预期，后续随着板块公司逐步披露业绩，有望催化板块上行；

中长期，白酒龙头调整后估值对应 21 年 45x 以内，虽处于行业本身估值高位，但对比调味品等大众品估值仍有优势，而且低基数上+疫情可控超预期，**21 年业绩增速绝对值更可期，**PEG 中长期估值合理，考虑行业高壁垒性估值溢价有望长享。

标的短期推荐：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. 调味品和速冻品：

中长期我们持续看好速冻食品和调味品。短期，21Q1 预计业绩在高基数上仍可实现稳定增长，但考虑优质个股虽然较高点有所回调，但估值目前仍较高，同时，国内疫情控制较好，情绪上不利于必需消费品，故短期难以形成较大催化。

中长线资金择机可战略逐步建仓中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性的标的（安井、三全、天味）；**安琪和榨菜具备安全边际，建议自下而上可进行配置，尤其是安琪 21Q1 预告超预期，给予推荐评级**。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

1）基本面：生猪价格周环比持续下行超预期，情绪端对养殖板块有压制；

2）中长期角度看，我**们看好生猪养殖龙头企业**。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，不排除到 4000 万头；成本端优势也有望与行业继续扩大优势，我们持续看好以量补价+成长性+市占率快速提升的中长期逻辑，中长线持续推荐。

五、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、涪陵榨菜、牧原；

其他：**五粮液、汾酒、今世缘、水井坊、海天、安井、安琪等**。

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；疫病暴发超预期。

家电行业（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 0.97%，沪深 300 下跌 2.45%。家电板块下跌 3.09%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）洗衣机智能化技术标准即将实施

为规范洗衣机产品智能化技术的发展，由主流企业共同制定的 GB/T39384-2020《智能家用电器的智能化技术洗衣机的特殊要求》已经发布，并将于 2021 年 6 月 1 日起正式实施。

（2）TCL 家电入主奥马电器

TCL 家电提请增补徐荦荦、胡殿谦进入奥马电器第四届董事会为非独立董事的议案获得股东大会表决通过，意味着 TCL 家电在获得奥马电器控制权的道路上迈出关键一步。在此之前，TCL 家电及其一致行动人成为第一大股东，但在提请股东大会审议上述议案时遭到奥马电器百般阻挠。争夺战双方几番较量下，奥马电器控制权的变动颇受外界关注。如今随着两位新董事当选，该纷争的发展方向更为明晰。

（3）海尔智家在意大利成立品牌场景体验中心，

继在英国落地品牌中心后，海尔智家欧洲品牌场景体验中心位于意大利北部伦巴第地区的维梅尔卡泰开启，总面积 2600 平方米，涵盖智能办公区、品牌陈列厅、场景体验区等功能区。其中品牌陈列厅，主要展示海尔、Candy、及 Candy 旗下 Hoover 三大品牌的系列产品。用户可以在这里体验全流程的家庭场景解决方案，比如在卧室场景下，用户可以通过 hOn APP 控制空调开关，调节温度和风速；在洗衣场景下，用户只需要用手机拍摄衣物照片，洗衣机就可以自动选择适合的洗衣程序。

展望：空调原材料价格继续上涨，本周 LME 铜价再次突破 9000 美元/吨大关，LME 铝价维持在 2200 美元/吨以上。为缓解原材料成本上升带来的冲击，空调产品零售均价继续提升。本周空调线下均价 4048 元，线上均价 2856 元，线下均价 YoY+31.92%，线上均价 YoY+16.96%。其中格力线下均价 YoY+25.85%，线上均价 YoY+14.39%。因此，在原材料上涨情况下，白电龙头通过提价消化成本，对其业绩影响较小。

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21倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

医药生物(SW)板块本周单周下跌0.89%,在28个申万一级行业中,表现排名第21位,同期沪深300指数下跌2.45%,创业板指数下跌2.42%。细分子板块来看，医疗器械单周涨幅1.18%，中药板块涨幅0.24%，生物制品涨幅0.00%，化学制药跌幅0.56%，医药商业跌幅0.78%，医疗服务跌幅4.89%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是葫芦娃（+36.84%）、览海医疗（+26.26%）、山大华特（+22.40%）、康芝药业（+19.29%）和海南海药（+17.04%）；而跌幅最大的前五家公司分别是美年健康（-23.55%）、华海药业（-21.09%）、天宇股份（-14.75%）、爱朋医疗（-11.28%）和哈三联（-11.04%）。

估值方面来看，截止4月9日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为41.88x，相较全部A股的估值溢价率为128.67%，环比上周增加1.51个百分点；相较于全部A股剔除银行外的估值溢价率为64.94%。

二、本周主要观点

Q1疫苗大品种批签发保持增长,新冠疫苗有望开始兑现业绩。截止2021Q1,中检院今年疫苗批签发累计1.12亿支,同比下降14.01%，3月新增批签发3755.52万支。重点品种来看：1）13价肺炎疫苗：Q1批签发493.74万支，同比增长271%，其中辉瑞批签发329.41万支，沃森生物批签发164.33万支；2）HPV：9价HPV批签发120.57万支，同比增长191%；4价HPV批签发166.00万支，同比增长47.46%；2价HPV批签发合计148.38万支，其中GSX63.63万支，万泰生物84.75万支；3）百白破-IPV-Hib五联苗：批签发79.98万支（赛诺菲），同比下降23.64%；4）百白破-Hib四联苗：批签发135.03万支（康泰生物），同比下降12.88%；5）狂犬疫苗：批签发合计1438.70万支，同比增长30.19%，其中康华生物冻干狂苗（人二倍体细胞）42.95万支，同比下降57.50%；成大生物冻干狂苗（Vero细胞）674.04万支；6）23价肺炎疫苗：批签发合计417.95万支，同比增长180.3%，其中康泰生物63.22万支，沃森生物61.87万支；7）重组乙肝疫苗：批签发合计1637.40万支，其中康泰生物662.52万支。整体来看，大品种批签发仍保持快速增长态势。新冠疫苗方面,截至4月10日24点,全国累计报告接种新冠疫苗16447.1万剂次。目前我国有5款疫苗获批附条件上市或获准紧急使用，随着新冠疫苗的接种加速，相关公司将迎来业绩兑现期，建议关注2021年有望首批兑现利润的智飞生物、康希诺、康泰生物、复星医药等。

三、行业动态跟踪

卫健委印发《关于进一步加强抗微生物药物管理遏制耐药工作的通知》。4月7日，国家卫生健康委印发《关于进

一步加强抗微生物药物管理遏制耐药工作的通知》，立足于当前社会高度关注的微生物耐药问题，从五个方面提出了具体要求：一是充分认识做好抗微生物药物管理的重要性；二是统筹部署推进，全面加强抗微生物药物管理；三是完善管理措施，进一步提高合理用药水平；四是立足多学科协作，提高感染性疾病诊疗能力；五是加强宣传引导，提高全民合理用药意识。

国药集团中国生物研究院重组新冠病毒疫苗获批临床试验。2021 年 4 月 9 日，国药集团中国生物研究院重组新冠病毒疫苗获得国家药品监督管理局临床试验批件。这是继国药集团中国生物两款新冠灭活疫苗后，又一技术路线的新冠疫苗获批临床，成为中国生物第三款新冠疫苗。重组新冠病毒疫苗是基于新冠病毒刺突蛋白（S 蛋白）受体结合区（RBD）的天然结构特征，运用结构生物学、计算生物学自主设计研发，采用基因工程技术构建工程细胞株，重组表达抗原蛋白，靶点明确，针对性强。免疫后可诱导机体产生针对性中和抗体，从而阻断病毒与受体细胞的结合，发挥保护作用。中国生物表示，基因重组蛋白疫苗技术路线成熟，适于规模化生产，在制备全过程中不涉及活病毒及其他感染性材料，无需在高等级生物安全环境进行。

网售处方药迎突破，海南成立全国首个独立建设运营电子处方中心。日前，国家发展改革委牵头，会同商务部、海南省等制定《关于支持海南自由贸易港建设放宽市场准入若干特别措施的意见》（以下简称《特别措施》），4 月 8 日，国家发改委召开新闻发布会，介绍《特别措施》有关情况。国家发展改革委体改司司长徐善长表示，将放宽文化、医疗、教育等行业准入准营门槛，特别是在网售处方药等领域作出开拓性探索。《特别措施》提出，支持开展互联网处方药销售。由国家卫生健康委、国家药监局、国家发展改革委按职责分工负责，参加单位包括国家医保局、银保监会、国家中医药局。国家发展改革委体改司副司长蒋毅进一步介绍，在医疗领域中，开展互联网处方药销售的措施，针对当前放开网售处方药存在的处方互认、患者隐私保护、医保结算等多方面难点，推动建立电子处方中心，以互联网+医疗的方式，打通医疗机构、销售平台、医保机构、商业类保险机构间的信息壁垒，同步强化高风险药品管理，为放宽该领域准入限制做出突破性尝试。

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）板块本周涨幅 38.10，上涨 0.96%，同期沪深 300 下跌 2.45，跑赢大盘。板块本周上涨前五名分别是新华锦（20.08%）、国光连锁（18.99%）、*ST 商城（17.03%）、爱婴室（15.73%）、丽人丽妆（13.42%）。商贸零售业绩板块业绩稳定呈现结构性亮点，估值相对合理，防御性凸显，商务部在 8 日的例行新闻发布会中也表示国内消费市场 3 月恢复性增长，服务业商务指数明显提高，消费潜力持续释放，商品销售继续改善，新兴业态快速发展势头不减。

二、行业动态

淘系化妆品，3 月彩妆+护肤线上 gmv 合计 197.71 亿元，同比-10.27%，较上月下滑 21.58pct。拆分看，护肤板块线上销量/gmv 分别为 1.12 亿件（-18.87%）、139.51 亿元（-15.53%），彩妆板块线上销量/gmv 分别为 1.03 亿件（+9.21%）、58.20 亿元（+5.46%），均有所回落。主要因为去年 3.8 是疫情后第一个大促时间点，消费自线下转移线上导致去年同期基数较高，21 年女王节自 2 月底开始，分流部分国际品牌销售至 2 月。

国际品牌：兰蔻/+5.73%（3.15 亿元），欧莱雅/+1.04%（3.06 亿元），雅诗兰黛/-14.84%（2.67 亿元），OLAY/ -6.22%（1.55 亿元），SKII/ -26.39%（1.45 亿元），资生堂/+11.83%（0.97 亿元）；

国产品牌：花西子/+51.80%（2.77 亿元），完美日记/-33.93%（2.12 亿元），珀莱雅/+15.42%（1.24 亿元），HFP /-60.67%（0.68 亿元），薇诺娜/-6.01%（0.97 亿元），润百颜/+134.56%（0.80 亿元），玉泽/-23.54%（0.65 亿元），御泥坊/-16.77%（0.45 亿元），丸美/-7.41%（0.24 亿元），Biomeso /+0.76%（0.17 亿元）

新锐品牌中花西子维持较快增速，完美日记去年 3 月在动物眼影盘及京东分流下（京东 21 年“她的节”整体彩妆销售同比增长 13 倍），淘系增速下滑。上市公司中珀莱雅增速稳定，彩棠增速显著，同时签约范丞丞为全球彩妆代言人；华熙生物旗下品牌表现优异，润百颜 3 月推出“修瓷大师”效率进军敏感肌护肤，增速显著；丸美和上海家化去年同期李佳琦带货效应下，今年同比下滑，20 年 4-6 月李佳琦为玉泽带货销售超过 3 亿元，随后上海家化调整直播梯队，带来客户粘性的提升，预计 4-6 月上海家化线上增速或将持续承压。

三、投资关注

1、顺丰控股（002352）：顺丰公告一季报归母净利润预亏 9-11 亿，扣非净利润亏损 10-12 亿元，而去年同期归母净利润和扣非净利润分别盈利 9 个亿和 8.3 亿元。公告解释为一季度，公司围绕进一步提升综合物流服务、供应链解决方案能力的发展方向，继续加大新业务开拓及资源投入力度、整合并优化资源、夯实运营底盘，该等投入将导致公司成本短期承压。

公司从 20 年 Q4 开始推动四网融通项目（速运网络、快运网络、仓储网络及加盟网络），旨在实现物流资源的整合和成本下降，前置投入场地，分拣设备、线路等资源，短期成本压力较大，预计将在 Q3 季度开始体现规模效应，带来成本降低。同时 20 年公司时效件挂钩高端消费和工业品，经济件凭借高品质服务不断强化优质电商客户粘性，运力多环节出现产能瓶颈，公司 Q4 开启产能、网络建设、自动化设备投放，实现大小件分离等，为公司后续业务发展奠定基础。

公司 1-2 月速运业务收入累计增速 32%，业务量增速 54%，Q1 亏损主要来自成本端投入。我们顺丰中长期竞争力并无变化，前置性、融通性、战略性投入是为了进一步加深护城河，打造更是配网络结构，不断强化客户粘性，为今后提供多场景多元化服务带来可能。当前成本开支或影响公司上半年业绩压力，预计 Q3 将逐步呈现成本下降。

2、爱婴室（603214）：公司公布 20 年年报，收入 22.56 亿元，同比-8.29%；归母净利润 1.17 亿元，同比-24.43%；Q4 单季度收入 6.46 亿元，同比-10.1%，归母净利润 0.52 亿元，同比-21.68%。公司主动优化门店结构，20 年累计开店 33 家闭店 40 家，期末门店数 290 家；积极数字化转型，组建电商团队入驻第三方平台，探索新媒体营销模式，20 年公司线下销售 19.64 亿元，同比-10.24%，占比 87.06%，线上销售 1.17 亿元，同比增长 53.47%，收入占比 5.1%。

公司核心品种奶粉、食品等收入相对稳定，用品、棉纺、玩具、车床等下滑明显，奶粉毛利率持续提升，而疫情导致线下客流减退，公司租金、人工等刚性成本较高，净利率下滑至 5.67%。我们认为公司数字化进展加快，优化会员体系，同时随着疫情趋缓线下主业持续恢复，将对公司经营产生积极影响。

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 0.82%，沪深 300 下跌 2.45%，上综下跌 0.97%。板块跑赢大盘指数。

本周进入季报披露期，各大房企均已开始发布一季度报，当下看在去年被疫情压制的“小阳春”今年出现了强力反弹。根据中指研究院的数据，一季度房企销售额均值为 307.8 亿元，增长率均值为 104.1%，销售额超千亿房企 5 家，较去年同期增加 2 家。而在拿地上，百强房企拿地总额 5588 亿元，拿地规模同比增长 22.7%，土地市场尤其是在集中供地多方面影响下也出现了大幅度增长。

住建部也开展约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通 5 个城市政府，确保实现稳地价、稳房价、稳预期目标。此次五个城市被约谈后，势必后续会强化政策管控。从近期此类城市市场热点看，哄抬区域市场投资价值、捂盘惜售等现

象依然比较明显，同时二手学区房方面炒作较多，所以预计近期会有各类购房政策收紧和购房秩序的检查。另外，从长效发展机制的角度看，此类城市后续一手房的备案价公开、二手房的指导价制度建立、土地价格的限制等，都会陆续开展。

进入二季度，近期三部委严打经营贷，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

上周申万化工指数上涨 0.13%，上证指数下跌 0.92%，行业指数跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是粘胶、维纶、无机盐；跌幅较大的板块是氨纶、合成革、氟化工及制冷剂。

二、行业观点：

钛白粉价格上调：4 月 11 日，龙蟒佰利各型号钛白粉（包括硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉）销售价格在原价基础上对国内各类客户上调 1000 元人民币/吨，对国际各类客户上调 150 美元/吨。今年 1-4 月，连续四个月钛白粉价格上调，分别调价 500 元、1000 元、1000 元和 1000 元，调价幅度较大。主要原因是原材料成本增加和出口订单旺盛。海外钛矿资源逐渐枯竭以及新增产能有限导致原料供给弹性极小，中小厂外购钛矿为主，价格持续上行。钛白粉市场正式进入强景气周期。由于汽车、涂料、白色家电、造纸、家居用品等行业都有极大幅度复苏，钛白粉在上述领域中的应用不可替代性较高，旺季行情迅速升温，因此钛白粉厂家满产满销，周库存在低位基础上微弱减少。

MDI 价格月度下跌幅度较大：本周聚合 MDI 价格下降 1.48%至 2 万元/吨，较上月已经下跌 22%，主要是前期涨幅较大，下游需求疲弱；原材料价格下跌，国内苯胺市场均价为 11560 元/吨，较上周-13.6%。下游家电需求相对上个月有所增加，但其他中下游企业表现一般，加上北方需求尚未完全恢复，整体需求仍难有大幅放量，供需面博弈下，市场价格将窄幅波动。

涤纶长丝稳定运行：本周涤纶长丝价格波动不到 1%，较上月下降 5%左右，主要是原油价格波动带动原材料的波动。目前江浙地区 POY150D/48F 主流商谈参考 7500-7600 元/吨左右，FDY150D/96F 主流商谈参考 7800-7900 元/吨左右，DTY150D 主流商谈参考 9100-9200 元/吨左右。据海关总署统计，2021 年 1-2 月我国涤纶长丝当月出口量为 531264.78 吨，累计出口量为 531264.78 吨，1-2 月出口均价为 1138.19 美元/吨，出口量同比上涨 46.35%。需求如预期同比复苏。

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。**

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 0.97%，沪深 300 下跌 2.45%。电新板块下跌 3.16%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）宁德时代和洛阳钼业在钴资源方面开启合作

洛阳钼业公告，全资子公司洛钼控股与宁德时代间接控股公司宁波邦普时代新能源有限公司达成协议，邦普时代将通过香港全资子公司，以 1.38 亿美元从洛钼控股手中受让 KFM 控股 25%股权，后者持有刚果(金)的 Kisanfu 铜钴矿项目 95%权益。这意味着全球最大的电动车电池制造商已经进入到产业链的上游。

（2）SKI 向 LGC 赔偿 117 亿人民币，实现矛盾和解

韩联社报道，韩国动力电池制造商 LG 能源解决方案（以下称 LG）和 SKI 4 月 11 日就 SK 向 LG 支付 2 万亿韩元（约合人民币 117 亿元）赔偿金达成协议，并联合发表关于结束电池纠纷的协议文件。由此，两家公司长达 2 年的侵犯电池商业秘密纠纷画上了句号。这有利于拜登电动车计划的发展。

（3）璞泰来 21 年 Q1 净利润 3.35 亿，同比+260%

2021Q1 公司营收 17.39 亿元，同比+112%，环比-10.1%，Q1 归母净利润 3.35 亿元，同比+260%，环比+32.9%，单季度毛利率为 37.77%（环比+7.13pct），净利率为 19.27%（环比+4.95pct），Q1 公司盈利创下历史新高，超过市场预期。Q1 公司负极和隔膜等产品销量快速增长，在负极成本承压条件下，公司通过一体化产业布局和提升良率等方式实现了毛利率逆势高增长。

展望：对于 SKI 和 LGC 和解问题，SKI 表示，为引领市场发展，从大局出发做出了和解决定。公司非常看好美国政府推行的绿色政策，与大众、福特等合作项目做好准备，创造良好机会。公司将加快推进佐治亚工厂建设项目，同时积极推进国内外投资项目。通过和解，两家公司可在国际市场上共存互生、公平竞争。希望此次协议能成为韩企引领电池市场发展的契机。LGC 将与 SKI 建立合作伙伴关系，为推动韩国电池产业的发展付出努力。

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、重点个股

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 2020 年业绩为 11.8 亿，对应估值 43 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 19、20 年业绩为 4.5、5.9 亿，对应 PE 估值 51、39 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 2019-2020 年归母净利润为 110、120 亿元，对应 PE 为 11.4、10.1 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 2020 年业绩在 4.9 亿左右，对应估值 35 倍。给与艾迪精密推荐评级。

成长股

汽车（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数+0.20%，HS300 指数-1.48%。上汽、广汽等表现较强；长城、福耀、华域等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【3 月乘用车销售同比+67%，行业稳步复苏】

2021 年 3 月乘用车市场零售达到 175.2 万辆，同比受到疫情影响最大的 2020 年 3 月增长了 67.2%，同比 2019 年 3 月增长 0.2%。3 月零售环比 1 月下降 18.9%，这相对历年的平均环比增速基本持平。1-3 月实现了 2021 年的开门红，现行业的稳步回暖态势。今年一季度的零售累计达到 509.2 万辆，同比增长 68.8%，实现了乘联会 2005 年开展零售数据统计以来一季度同期增速的历史新高。一季度超强增长主要是 2020 年 1-3 月的全国乘用车市场累计零售下滑 40.8%的低基数效应。其次是新能源车的增长贡献度不断加大，贡献一季度同比增速 6 个点。

3 月新能源车国内零售渗透率 10.5%，1-3 月渗透率 8.6%，较 2020 年 5.8%的渗透率提升明显。3 月，自主品牌中的新能源车渗透率 20.5%；豪华车中的新能源车渗透率 15%；而主流合资品牌中的新能源车渗透率仅有 1.3%。

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）

本周上证综指下跌 0.45%，沪深 300 下跌 1.48%，申万通信指数本周上涨 0.6%，申万电子指数上涨 3.53%。

通信方面，本周奥飞数据发布了一季度业绩预告，2021 年一季度公司数据中心业务发展顺利，整体上架率持续提升，预计实现营业收入约 3 亿元，同比增长超过 70%，公司扣非前的归母净利润预计为 2780 万元-3050 万元，同比下降 52.44%-56.65%，公司间接持有科创板公司紫晶存储股份，每季度按照当季度末与上一季度末的收盘价差额计算当期投资收益。紫晶存储于 2020 年初在科创板上市，2020 年第一季度为公司带来投资收益 4192.34 万元，2021 年第一季度此项投资收益为-1538.03 万元，差额为 5730.37 万元，导致公司 2021 年第一季度扣非前的归母净利润同比下降。一季度扣非后净利润预计为 4290 万元-4570 万元，同比增长 95.43%-108.19%，公司扣非后净利润继续保持高速增长。在 4 月 8 日华为举行全屋智能及智慧屏旗舰新品发布会，创新性提出全屋智能理念，并发布系统级产品。华为全屋智能售价为 99999 元起，将在 6-8 月陆续开售，线上可在华为商城及各大授权电商购买，线下可在 50 城 50 个全屋智能体验店体验及购买。华为全屋智能是一套系统性的解决方案，核心组成之一是具备智能化的中央控制模块，即全屋智能主机。全屋智能主机搭载 HarmonyOS，拥有鸿蒙 AI 引擎，具有高效率、大算力和多线程的能力，可以实时搜集、计算华为 1+8+N 终端数据、传感器数据、互联网数据，通过两张网络传递到鸿蒙 AI 引擎，鸿蒙 AI 引擎再调用场景模型，在本地进行实时分析计算，形成最合理的决策，控制设备执行各类场景，实现多条件动态预判和主动智能。

半导体板块方面，本周斯达半导发布 2020 年年报，公司 2020 年全年实现营收 9.63 亿元，同比增长 23.55%，实现归母净利润 1.81 亿元，同比增长 33.56%，业绩符合预期。从盈利能力看，2020 年公司整体毛利率 31.56%，同比提升 0.95 个百分点，其中 IGBT 模块毛利率为 31.99%，同比提升 1.18 个百分点；整体净利率为 18.80%，同比提升 1.38 个百分点，净利率持续提升。分业务来看，2020 年公司工业控制和电源行业的营业收入为 7.07 亿元，同比增长 21.61%；新能源业务收入为 2.15 亿元，同比增长 30.38%，在公司细分业务中增长最快。变频白色家电及其他行业的营收 3766 万元，同比增长 25.18%。其中，公司公告称其生产的汽车级 IGBT 模块于 2020 年合计配套超过 20 万辆新能源汽车，且已新增多个国内外知名车型平台定点。同时公司在车用空调，充电桩，电子助力转向等新能源汽车半导体器件份额进一步提高。另外，公司应用于燃油车微混系统的 48VBSG 功率组件实现大批量装车应用，累计配套超过 10 万辆节能燃油汽车。在汽车 IGBT 领域被海外巨头垄断多年的情况下，公司进展明显。

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，并且价格因素给各个公司尤其是 IDM 和代工企业一季度的业绩带来超预期的基础，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：中美局势持续变化对通信及电子板块估值不利影响加剧，半导体景气度不及预期。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 0.85%，板块成交额 1116 亿元，沪深 300 指数下跌 2.45%。

我们对后续行情依然较为乐观，认为计算机行业已处于可配置阶段，应可录得绝对收益，参考重点个股 20 年业绩预告情况，当前布局应有希望获得相对收益。

主要原因：

IT 需求是延后而非消失的，重点个股业绩预告显示 Q4 明显回暖。2021 年板块复苏确定性强，叠加新技术有望成为新动力。2021Q1-Q3 订单和业绩因低基数效应，同比大幅确定性高。

更重要的是，尽管流动性收紧对高弹性行业影响大，计算机受风险偏好压制大，但各细分领域差异大，应有结构性机会。

二、投资观点

1、英特尔 Ice Lake 发布，有望拉动服务器更换需求

2021 年 4 月 6 日，基于 10nm 工艺制程的 Intel 第三代至强可扩展处理器 Ice Lake 正式发布，并计划在 2022 年 Q2 发布第四代至强可扩展处理器 Sapphire Rapids。Ice Lake 相比上一代 Cascade Lake 有 38%～52%的性能提升，采取新的微架构带来更大的缓存和指令执行资源，从而提升了每个时钟周期的 IPC 性能，通过增加缓存（Cache）大小、内存通道数和带宽，以及 PCIe 和 UPI 的 IO 速率，Intel 在 Ice Lake 处理器上对数据传输延时也有了进一步的提升。此外，Intel 公布出来的 Ice Lake CPU 的目录价格相比 Cascade Lake CPU 基本都有一定程度下调。

考虑到此前英特尔服务器芯片已在 14nm 制程上停留 6 年，首款 10nm 芯片有望带来服务器更新升级需求，拉动服务器销量。

2、信骅收入转正持续数月，验证后续服务器行业景气迎来向上趋势

信骅科技是全球服务器远端控制芯片（BMC 芯片，用于监控服务器状态）龙头，2019 年市占率约 70%，其业绩对下游服务器行业的需求具有一定前瞻指引作用。可以看出，Q2 下游客户为保障供应链安全恐慌性备库存，20Q3 因消化库存增速转负，20 年 11 月起供需回复正常增速持续转正，20Q4 和 21Q1 增速分别为-3.46%和 2.33%。我们预计 Ice Lake 发布后 Q2 信骅收入同比增长将加速。

投资建议：

继续推荐浪潮信息，云服务器竞争力强，市占率全国第一且持续提高，长期来看，服务器需求应拟合下游 IDC 行业增速，考虑到性能升级，云服务器增速应小幅慢于 IaaS 行业增速（中国 IaaS 行业增速 50%-70%）。2020 年股价涨幅-3.3%，扣非归母净利润增速 62.30%-98.50%（显著高于 Wind 一致预期—45%）。当前浪潮信息 PE（2021）约 22 倍，估值合理偏低。

风险提示：上游芯片涨价侵蚀利润的风险、白牌厂商的竞争风险。

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、启明星辰、绿盟科技、**深信服、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。

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