策略研究

国都投资研究周报 2021.4.6-4.9

本周策略：

基本面改善超预期窗口期，市场超跌反弹有望延续

一、近期市场展望：季报高增窗口期阶段反弹有望延续

1、市场脉动：超跌反弹行情启动，市场风格阶段逆转。我们在 3 月**底的策略月报《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。3 月 25 至今，上证指数、深成指、创业板指、沪深 300、万得全 A 各累计反弹 3.5%、5.3%、8.3%、4.7%、3.8%；同时，市场风格逆转，此前领跌的绩优股、高价股、基金重仓等代表头部公司的指数以 8.5-7.1%的涨幅反弹居前，而此前逆势上涨的低价股、国证 2000、微利等代表尾部公司的小盘指数显著落后，涨幅均在 3%以内；行业板块同步逆转，此前领跌的消费与科技成长板块反弹居前，休闲服务、食品饮料、电子、电气设备与新能源、医药生物等反弹 10.6-6.5%不等，而此前表现强势的低估值的周期板块显著垫后，公用事业、传媒、非银金融、银行、商贸、房地产等板块涨幅均在 1%以内。

2、阶段底部研判依据：短期风险释放较为充分

一从导致本轮调整压力释放的预期反应程度来看，短期风险释放较为**充分；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，而低估值周期股**与小盘股逆势上涨，代表机构抱团重仓的绩优股、高价股指数领跌 20%附近，A 股主要市场指数普遍下跌 10-20%。

本轮指数调整与风格逆转，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**利率连破重要关口并至去年疫情前水平，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。考虑到市场对以上利空因素已反应近一个半月，且主要受影响的板块调整幅度普遍高达 20%附近，而导致前期杀估值的通胀、美债利率上行等两大压力有所缓和，大宗价格、美债利率近期已转为震荡。

二资金交易情绪的逐步见底信号，此前近一个半月的快速回调期，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 7.8%下方附近、新基金发行热度大幅降温；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。

二近期强弱板块再度逆转，也进一步预示以机构抱团股为首的板块存**在超跌反弹动力。近一个半月指数快速调整期，以**机构抱**团的绩优高价股杀估值为主，而在经历 20%附近的**快速调整后，近期随着年报、一季报靓丽数据的披露，正提振机构抱团股企稳反弹。3 月 16 至 3 月底，

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3484.39	1.93
沪深 300	5161.56	2.45
深证成指	14122.61	2.56
中小板综	12393.96	1.42
创业板指	2852.23	3.89
恒生指数	28938.74	2.13
恒生中国企业指数	11217.41	2.29
恒生沪深港通 AH 股溢价	133.03	-0.91
标普 500	4019.87	1.14
纳斯达克指数	13480.11	2.60
MSCI 新兴市场	1338.23	2.35

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	61.24	3.05
纽约期金	1730.30	1.27
伦敦期铜	8805.00	-0.05
伦敦期铝	2230.00	0.79

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。

医药生物、食品饮料、计算机、休闲服务等为代表的前期抱团股以5.8-3.8%的涨幅领涨两市，而钢铁、有色、采掘、化工、银行等为代表的低估值周期股同期转为下跌7.5-2.8%。

3、阶段反弹动力：基本面改善超预期

1）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近270家上市公司来看，其中95%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113%；4月中上旬期季报高增窗口期，超跌反弹行情可期。

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 年前 11 月净增加 1.46 万亿份至 3.87 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 11.2 个百分点至 20 年 11 月的 27.8%，而货币型基金占比已自 18 年 9 月起持续累计回落 13 个百分点至最近的 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%、25%，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。

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；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 13 年底的不足 3500 亿元、占比 1.74%，大幅增加至 20 年 9 月的 2.75 万亿元，占全 A 流通市值比例已达 4.75%，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，医药生物已降至 75%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分别位于 54%、70%、76%；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+35%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，2Q20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 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。

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 22.0、36.7 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：疫苗进展不及预期经济复苏延后，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+6.63%；农林牧渔（中信）涨跌幅+1.37%；沪深 300 涨跌幅+2.45%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **24.4 元/公斤，**周环比下行约 2 **元/公斤，淡季如期下跌。**
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，回款较好；

【茅台 20 年业绩超预期】2020 年营业总收入 979.93 亿元，同比+10.29%；其中酒类收入 948.22 亿元，同比+11.10%；归母净利 466.97 亿元，同比+13.33%；其中 Q4 单季度营收 277 亿，同比+13.09%；归母净利 128.7 亿，同比+19.7%，高于此前业绩预期，略超预期。同时公司拟 10 派 192.93 元，分红率 51.7%。

【酒鬼酒 2021Q1 业绩预告大超预期】公司预计 2021Q1 收入同增 190%，净利润同增 160.22%-181.04%，收入和利润均大超预期，有望启动白酒一季报行情。

2）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。

短期，白酒如期企稳，尤其是在周五在酒鬼酒 Q1 业绩大超预期背景下，板块大涨，如我们预判；

我们持续看好 4 月白酒板块的行情：基本面看春节旺季销售以及近期行业动销整体略超预期，与前期股价走势形成背离，**有望修正和企稳**；**糖酒会+业绩，有望成催化剂，如酒鬼酒、金徽酒业绩超预期拉动公司业绩强势涨停**；**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**，中长期估值合理，考虑行业高壁垒性估值溢价有望长享。

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。关注：洋河、伊力特、舍得等。

2. 调味品和速冻品：

1）基本面：

【海天 20 年业绩符合预期】公司 2020 年公司实现营收 227.92 亿元，同比增长 15.13%；归母净利润 64.03 亿元，同比增长 19.61%；折合 Q4 单季度实现营收 57.06 亿元，同比增长 14.75%，归母净利润 18.31 亿元，同比增长 20.65%。疫情冲击之下，公司业绩仍完成年初目标，龙头优势显著，符合预期；

【安琪酵母 21Q1 业绩预告超预期】公司发布业绩预告，预计 2021 年 Q1 公司主营业务收入增长 25%-30%，达 25.63-26.65 亿元，实现归母净利 4.25-4.55 亿元，增加 1.21-1.52 亿元，同增 40%到 50%，归母净利率在 15.95%-17.75%之间。收入和利润均超预期。

【安井食品海外并购】公司计划以 273.15 万英镑购买 Oriental Food Express Limited 公司（下称“标的企业”）57.5%的股份，并同步向标的企业增资 250 万英镑，总计约 523 万英镑，交易完成后公司将持有标的企业 69.9859%股份。收购完成后公司有权提名总董事人数的 2/3，将成为标的企业实际控制人。

2）观点：

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，淡季如期回落在预期之内；

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

上证综指本周上涨 1.93%，沪深 300 上涨 2.45%。家电板块上涨 4.08%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）浙江美大 21 年 1 季度业绩同比增长 370-400%

公司公布 2021 年第一季度业绩预告，预计 2021Q1 公司业绩达到 0.95-1.02 亿元，同比增长 370%-400%，较 2019Q1 同比增长 26.74%-34.83%。报告期内，公司精耕主业，多渠道发力，持续创新优化产品性能与结构，有序扎实开展生产经营管理活动，提升企业经营效率。同时，去年同期受新冠肺炎疫情影响，公司经营业绩基数较低。

（2）美的集团完成股票回购

美的集团回购完成：截至 2021 年 4 月 2 日，公司累计回购 1 亿股，占总股本 1.42%，最高成交价为 95.68 元/股，最低成交价 80.29 元/股，支付总金额为 86.64 亿元；本次回购的股份将全部用于实施公司股权激励计划和员工持股计划。

（3）苏泊尔 2020 年利润 18.5 亿，同比-3.8%

公司 2020 年实现收入 185.97 亿元，同比减少 6.33%，实现业绩 18.46 亿元，同比增减少 3.84%，实现扣非业绩 15.95 亿元，同比减少 8.02%；其中，公司 2020 年与 SEB 集团实际发生日常关联交易金额为 55.42 亿元，同比增长 14.64%，预计 2021 年与 SEB 集团日常关联交易金额为 67.70 亿元，较 20 年同比增长 22.15%。公司 20Q4 实现收入 52.92 亿元，同比增长 6.76%，实现业绩 7.65 亿元，同比增长 13.97%，实现扣非业绩 6.13 亿元，同比增长 19.60%。

展望：苏泊尔属于小家电龙头企业，2020 年 Q4 单季收入增速环比明显提升，主要因为：（1）线上渠道持续改善。天猫数据显示，Q4 苏泊尔天猫全品类销售额 YoY+37.1%（Q3 为+29.2%）.（2）SEB 在欧美市场销售持续复苏。由于国内疫情控制较好，SEB 订单持续转移至苏泊尔。2020 年公司实际关联交易出口额 YoY+15.0%。作为龙头，公司的小家电线上红利有望延续，叠加线下渠道复苏，海外需求提升，公司内外销收入均有望保持平稳增长。

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）板块本周延续反弹，单周上涨 2.81%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 6 位，同期沪深 300 指数上涨 2.45%，中小板指数上涨 1.82%，创业板指数上涨 3.89%。细分子板块来看，医疗服务涨幅最大，单周涨幅 6.51%，医疗器械涨幅 4.55%，生物制品涨幅 2.20%，医药商业涨幅 1.94%，化学制药涨幅 0.94%，中药板块涨幅 0.66%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是哈三联（+39.77%）、*ST 恒康（+27.56%）、翔宇医疗（+21.88%）、爱美客（+21.37%）和景峰医药（+20.57%）；而跌幅最大的前五家公司分别是康弘药业（-23.55%）、一品红（-9.52%）、贵州三力（-9.20%）、奥泰生物（-9.17%）和九强生物（-8.56%）。

估值方面来看，截止 4 月 2 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 42.05x，相较全部 A 股的估值溢价率为 127.17%，环比上周增加 4.78 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 63.53%。

二、本周主要观点

把握一季报窗口期，布局高增长细分领域。本周医药生物板块延续反弹，继续跑赢沪深 300 指数。进入 4 月，一季报窗口期来临，本周已有多家医药公司发布一季报业绩预告。整体来看，各家公司 Q1 业绩普遍表现良好，同比实现快速增长或扭亏为盈。我们覆盖的重点公司中，长春高新 2021Q1 预计实现归母净利润 8.41-8.95 亿元，同比增长 55%-65%，业绩超市场预期；凯普生物预计实现归母净利润 1.35-1.75 亿元，同比增长 584%-787%，扣非后归母净利润 1.31-1.71 亿元，同比增长 641%-869%，业绩同样超预期。在 2021Q1 国内疫情控制良好，医疗体系运行常态化，同时叠加 2020Q1 低基数的背景下，我们建议积极把握一季报窗口期，布局业绩有望实现高增长的各细分领域核心资产，包括 CXO、独立医学检验实验室（ICL）、抗疫用品，以及创新药、创新器械、生物疫苗、医疗服务等领域龙头公司。

骨科类高值耗材集采拉开序幕，关注集采进展。本周国家组织高值医用耗材联合采购办公室发布《关于开展部分骨科类高值医用耗材产品信息采集工作的通知》（以下简称《通知》），正式拉开今年耗材集采序幕。根据《通知》，将计划分批开展骨科类高值医用耗材产品信息采集工作，首批开展人工髋关节、人工膝关节类高值医用耗材产品信息采集。目前我国骨科植入耗材市场规模超 300 亿元，在整体高值医用耗材中占比较大，且行业竞争较为充分。以 2020 年冠脉支架集采作为参考，我们预计在本次集采完全落地前，涉及集采产品的骨科相关公司的股价将被持续压制，短期建议观望，并关注集采进展。

三、行业动态跟踪

长处方出最新规定，优选基药、集采和医保药品。4 月 1 日，国家卫健委就《长期处方管理规范（试行征求意见稿）》公开征求意见。《征求意见稿》明确治疗慢性病的一般常用药品可用于长期处方。长期处方的处方量一般在 4 周内，有条件的地区可根据慢性病特点适当延长，最长不超过 12 周。医疗机构开具长期处方，应当优先选择国家基本药物，国家组织集中采购和使用药品以及国家医保目录药品。医师开具长期处方后，患者可以自主选择在医疗机构、社会零售药店进行调剂取药。出现 4 类情况，需重新评估患者病情，判断是否终止长期处方：1）患者长期用药管理未达预期目标；2）罹患其他疾病需其他药物治疗；3）患者因任何原因住院治疗；4）其他需要终止长期处方的情况。

福建第二批医保重点监控清单涉及十个品种。3 月 30 日，福建省医疗保障局在官网发布《关于公布第二批医保重点监控药品和重点关注药品清单的通知》。为加强医保重点药品监控，进一步控制医药费用不合理增长，提高合理用药水平，医改先锋福建省自 2019 年 4 月出台通知，明确医保重点监控药品的确定程序以来，已接连发布两批重点监控药品清单，此为第二批。此外，《通知》明确原属于第一批重点监控、重点关注清单中的药品，除被列入第二批外，其他药品不再执行重点监控和重点关注。福建省第二批医保重点监控药品清单共纳入了 10 个药品。涉及注射用奥美拉唑钠、多烯磷脂酰胆碱注射液、注射用腺苷钴胺、丁苯酞软胶囊、复方丹参滴丸等。

京津冀“3+N”联盟带量采购启动，11 种产品入围。4 月 2 日，北京、天津、河北三省药品器械集中采购中心印发文件称，开展部分药品京津冀“3+N”联盟药品联合带量采购工作。《文件》要求北京、天津、河北省、山西省四省市开展非洛地平、尼莫地平、吲达帕胺等 11 种药品的带量采购工作，未通过一致性评价也可以纳入集采，本次联合带量采购采购周期为 1 年，自中选结果实际执行之日起计算。企业递交申报材料自 4 月 15 日上午 9:00 开始，10:00 结束。

全国三级公立医院绩效考核出炉。3 月 30 日，国家卫生健康委公布 2019 年度三级公立医院绩效考核国家监测指标考核结果，经统计，此次考核最终完成 2413 家三级公立医院绩效考核国家监测指标分析。其中 290 家医院数据质量存在较明显问题的医院，卫健委将核减其相应绩效考核指标得分。2019 年，三级医院门诊次均费用增幅和住院次均费用增幅分别为 6.28%和 5.27%，门诊次均药品费用增幅和住院次均药品费用增幅分别为 5.98%、3.23%，总体增幅水平合理。

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、万孚生物、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、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）板块本周下跌 20.60，下跌 0.52%，同期沪深 300 涨幅 2.45%，跑输大盘。板块本周上涨前五名分别是中成股份（32.64%）、*ST 商城（14.26%）、*ST 金洲（13.33%）、华致酒行（12.15%）、健之佳（10.50%）。本周红旗连锁、周大生、爱婴室等年报开始披露，业绩稳定呈现结构性亮点，3 月底发改委等 28 部委，联合发布《加快培育新型消费实施方案》，围绕推动服务消费线上线下融合、加快新型消费基础设施和服务保障能力建设、强化新型消费发展要素保障、改善新型消费营商环境等四大方面，提出了 24 项举措，并明确了牵头责任单位，着力破除制约居民消费的体制机制障碍和鼓励消费新业态新模式发展。在促消费政策的带动下，居民消费潜力持续释放，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

国家邮政局监测数据显示，今年清明节期间（4 月 3 日至 5 日），全国邮政快递业揽收快递包裹 7.61 亿件，与 2020 年清明节同期相比增长 44.4%。投递快递包裹 7.65 亿件，与 2020 年清明节同期相比增长 48.3%。

国家邮政局信息显示，清明期间，全国邮政快递业高位运行、平稳有序，常态化疫情防控工作有序有效推进，未发生大规模邮（快）件积压延误，未发生群死群伤性重大火灾事故，未发生重特大生产安全事故。

在此期间，国家邮政局主要对快递业务做了以下布局：一是全行业严格落实各项安全防范和常态化疫情防控措施；二是保障节日期间寄递服务质量，维护消费者合法权益；三是加强运营网络动态管理，统筹安排生产资源，提前安排足额运力和人力调配；四是保障基层网点，尤其是确保农村和末端网点运营稳定。

据了解，国家邮政局实时监测数据此前显示，截至 3 月 24 日，今年我国快递业务量已突破 200 亿件，日均业务量超过 2.4 亿件，日均服务用户接近 5 亿人次。

根据数据，今年快递业务量突破 200 亿件用时仅 83 天，比 2020 年提前 45 天。年初以来，邮政快递业继续保持高

速增长态势，预计全年快递业务量将超过 950 亿件。

三、投资关注

1、重庆百货(600729)：公司公布年报，20 年实现收入 210.77 亿元，同比下降 38.97%；归母净利润 10.34 亿元，同比提升 4.91%，扣非净利润 5.66 亿元，同比下降 36.35%，毛利率 25.71%，同比提升 7.63 个百分点，净利率 4.99%，同比提升 2.02 个百分点。Q4 单季度单季收入 56.24 亿元，同比下降 37.25%，归母净利润 0.76 亿元，同比下降 6.2%，扣非净利润-0.32 亿元，单季度毛利率 25.6%，净利率 1.45%。公司年内将远溪物业以 7524 万元转让给重庆远冲事业，并由其承担远溪物业 9.27 亿元债务。

公司拟每 10 股派发现金红利 36.9 元（含税），现金分红比例达 146.88%。

公司当前已完成要约收购工作，成为无实际控制人的上市公司。截至 20 年末，公司各类业态门店共计 309 个，其中百货 54 个，超市 179 家，电器 45 个，汽贸 31 个。公司混改成功落地，引入战略投资者物美集团和步步高集团。物美集团积累了丰富的百货数字化转型经验，配合重庆百货进行数字化转型，接入多点平台，同时混改有效缓解了原股东重庆商社集团的财务压力。

2、周大生(002867)：公司披露 20 年正式年报，实现营业收入 50.84 亿元，同比下降 6.53%；归母净利润 10.13 亿元，同比增长 2.21%；拟每 10 股派发现金股利 6 元（含税），并以资本公积向全体股东每 10 股转增 5 股。

20 年末公司线下门店 4189 家，全年净增 178 家，Q1-Q4 公司单季度净开门店-9、3、15、169 家，第四季度展店速度提升显著。收入上看自营线下收入 7.2 亿元，收入占比 14.16%，同比减少 34.26%，加盟门店 32.02 亿元，收入占比 62.99%，同比减少 11.56%。线上业务收入 9.71%，同比增长 93.9%，收入占比 19.11%，公司电商业务布局完善，有效对冲疫情冲击，同时对公司优化产品结构，创新产品工艺，供应链不断完善起到积极作用。

公司二股东减持完毕，压制估值因素基本消除；公司核心竞争力体现在渠道、产品、供应链优势明显，管理层年轻且积极进取，主动尝试新业态新产品，对产品渠道迭代升级影响积极，推行黄金轻量化、饰品化、饰品 IP 化，产品辨识度不断提升，抢占年轻人心智，盈利与品牌口碑双赢。预计 2021-2022 年收入 69.03 亿元和 82.36 亿元，同比提升 35.78%和 19.31%；归母净利润 13.92 亿元和 16.27 亿元，同比提升 2.06%、37.98%和 16.93%；EPS 分别为 1.90 元和 2.23 元。公司业绩确定性较强且估值偏低，结合公司和行业估值情况，给予公司 21 年 22 倍 PE，合理估值 306 亿元，给予推荐。

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 0.32%，沪深 300 上涨 2.45%，上综上涨 1.93%。板块跑输大盘指数。

本周克尔瑞发布了一季度房企销售数据，其中 28 个重点监测城市商品住宅成交面积较 2019 年同期增长 24%。房企纷纷加大供货力度，TOP100 房企单月操盘销售金额环比增长 25.4%，同比增长 60.8%，较 2020 年月均值增长 14.1%。房企面临的整体政策环境边际收紧，“因城施策”与“因企施策”趋于常态化，房企需积极调整自身战略方向，灵活应对市场变化，构筑起可持续性竞争优势。从 1-3 月的累计销售操盘金额来看，百强房企整体的业绩规模同比增长 83.0%，较 2019 年同期增长 46.2%。上月热点市场成交热度持续到 3 月份，“小阳春”是重要的销售窗口期，房企纷纷加大供货力度，成交也呈明显回升的态势。

具体而言，一线城市市场显著转暖，各城市成交皆升至历史高位，较 2019 年同期增长 64%。24 个二、三线城市市场同步转暖，成交较 2019 年同期增长 19%。杭州、南京等热点城市市场持续高热，成交较 2019 年同期翻倍增长。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 2.0%，上证指数上涨 0.52%，行业指数大幅跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是磷肥、粘胶、氨纶；跌幅较大的板块是合成革、维纶、其他纤维。

二、行业观点：

两化合并，相关公司市场关注度提高：2021 年 3 月 31 日，据国有资产监督管理委员会消息，经报国务院批准，中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司实施联合重组。根据重组方案，将新设由国资委代表国务院履行出资人职责的新公司，中化集团和中国化工整体划入新公司。新公司将涵盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等业务领域。截至 2019 年 12 月底，中化集团资产总额达到 5643 亿元，中国化工的资产总额为 8439 亿元。由此计算，两家企业合并后，资产总额将超过 1.4 万亿元。

两化”合并获推进，是今年以来央企专业化整合加力提速的一个缩影。两化在产业链上有较多的产品重合，并且在能源和下游材料方面实现产业链协同，合并之后有利与产业链的梳理和整合，有助于提升其在相关领域的全球地位以及行业影响力。加大在精细化工方面的投入，合并后主要的投资集中于技术创新和产品创新，实现技术自主，原创和高技术含量产品占比逐渐提高。尤其是在精细化工领域，目前精细化工大约有 10 万种产品，中国公司真正能自主做的不到 50%，这个是目前化工行业最大的挑战。

相关上市公司关注度提高：两大集团旗下的上市公司超过十家，主要包括：中化化肥、荃银高科、安迪苏、沈阳化工、昊华科技、风神股份、沧州大化、安道麦 A、克劳斯、中化国际、扬农化工、鲁西化工、中国金茂、倍耐力与埃肯等境内外上市公司。重点可关注扬农化工、昊华科技。

MDI 四月份挂牌价下降：自 2021 年 4 月份开始，公司中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 25500 元/吨(比 3 月份价格下调 2500 元/吨)，直销市场挂牌价 25500 元/吨(比 3 月份价格下调 2500 元/吨)；纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨(同 3 月份相比没有变动)。高价位抑制需求，尤其是贸易环节终端补货积极性不高，这是造成 MDI 价格近期回落的主要原因。

钛白粉价格依然强势：目前硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为 19200-20500 元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为 16500-18000 元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为 22000-24000 元/吨。年内第四轮调价火热进行中，与上一轮调价情况大体相同，本轮金红石型钛白粉和锐钛型钛白粉均有上涨，从幅度上来看锐钛型钛白粉涨幅更大，一方面原因在于原料成本压力过大，另一方面原因在于市场需求的转暖，部分企业转产金红石型钛白粉粗品后，市场饱和度下降。

由于金红石型钛白粉市场需求良好，涨势稳定，吸引了部分锐钛型钛白粉厂家转产金红石型钛白粉粗品，一方面转产为供应紧缺的金红石型钛白粉市场提供了缓解的机会，另一方面锐钛型钛白粉的产能结构得到优化，市场供需得到再平衡。受钛白粉供应紧张影响，建筑涂料企业出现白色涂料断货已持续一段时间，另外油漆、汽车漆等行业领域也遭遇了“供应危机”，濒临断货，下游需求缺口较大。

原油价格大幅波动：上周四 OPEC+达成逐步增产协议后，国际油价一度走强。但本周一（4 月 5 日），国际油价大跌，纽约商品交易所 5 月交货的轻质原油期货价格下跌 2.80 美元，收于每桶 58.65 美元，跌幅为 4.56%。供给层面，美伊间接会谈讨论重启伊核协议，部分市场观点预计伊朗原油出口可能即将恢复。需求方面，欧洲多国和印度近日因为新冠肺炎疫情加码封锁措施，可能会给全球原油需求带来不确定性。

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

上证综指本周上涨 1.93%，沪深 300 上涨 2.45%。电新板块上涨 2.47%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）2021 年 1-3 月，欧洲市场新能源车销售良好

2021 年 1-2 月，欧洲新能源汽车同比逆势增长 57%，销量为 19.5 万辆，渗透率 15.3%。3 月为欧洲逐步解封。目前，从已披露的法国、瑞典、西班牙、瑞士、葡萄牙和意大利等欧洲六国的销量数据看，3 月新能源汽车合计销售 7.4 万辆，同比增长 238%，环比增长 81%。

（2）盛新锂能出售广东威利邦 45%的股权

公司拟将持有的参股公司广东威利邦 45%的股权，以人民币 3.55 亿元的价格转让给厦门盛屯宏瑞泽实业有限公司。本次股权转让事项完成后，公司将不再持有广东威利邦股权。

（3）格林美子公司与韩国 ECOPRO 签订了《电池再生和再利用技术许可合同》

全资子公司已与韩国 ECOPRO 签订了《电池再生和再利用技术许可合同》，实现了动力电池回收技术向海外输出

展望：新三板公司安达科技 4 月 2 日披露定向发明说明书，拟以 2.53 元/股，定向发行 1.4 亿股，募集资金 3.54 亿元，用于磷酸铁及磷酸铁锂生产线扩产建设项目，以推动公司业务增长。定增的认购名单，比亚迪认购 1185.77 万股，认购量最多。结合此前的比亚迪相关调研情况，比亚迪把绝大多数精力放在了刀片电池上，因此磷酸铁锂正极材料的供给就显得非常重要，虽然比亚迪部分自产正极，但也通过与外部企业合作，努力做好产能供给，表明公司押注磷酸铁锂动力电池的大发展。

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+1.95%，HS300 指数+2.45%。长城汽车、福耀玻璃等表现较强；上汽、广汽等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【缺芯效果显现，二季度销售预期偏弱】

据日经新闻报道，瑞萨电子表示，3 月 19 日火灾导致生产先进产品的 12 寸工厂停工，车用芯片库存将在 4 月下旬耗尽，预计 4 月底将停止芯片供应！

日本芯片制造商瑞萨电子表示，3 月 19 日发生火灾的那珂工厂需要至少 3—4 个月时间才能恢复至正常产能。与此同时，日本政府已向台湾方面求援，希望台湾半导体业者能协助其进行替代生产。

目前，世界范围内主要供应电子稳定控制系统的有六家，分别是博世、天合、电装、爱信精机、大陆、德尔福。供应相关芯片的主要有英飞凌、恩智浦、瑞萨电子、德州仪器、意法半导体、博世、安森美半导体、美光、美国微芯科技、罗姆(ROHM)株式会社，合计份额超 60%。

瑞萨在全球车用芯片的市占率接近三分之一，丰田、现代、福特、日产等都是瑞萨客户。此外还有其他半导体制造商遇到生产问题，都将导致芯片紧张，全球汽车业（包括中国）都将在 2 季度面临芯片缺货的难题，产销量大概率偏弱。从目前 3 月份的日均零售看，虽然较 2020 年大幅增长，但相对 2019 年依然偏弱，初步统计的数据显示小幅下滑。我们认为 2 季度销售预期偏弱。

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）

本周上证综指上涨 1.93%，沪深 300 上涨 2.45%，申万通信指数本周上涨 0.43%，申万电子指数大幅反弹 4.8%。

本周中芯国际发布了 2020 年年报，2020 年公司营业收入 274.71 亿元，同比增长 24.8%；净利润 43.32 亿元，同比增长 141.5%；扣非后净利润 16.97 亿元，去年同期扣非后净利润为-5.22 亿元，成功扭亏为盈。由于公司 2020 年度净利润及扣非后净利润均为正，符合“上市时未盈利公司首次实现盈利”的情形，公司 A 股股票简称将于 2021 年 4 月 2 日取消特别标识，由“中芯国际-U”变更为“中芯国际”。从收入结构来看，2020 年公司晶圆代工业务营收为 239.89 亿元，占 2020 年主营业务收入的 88.9%，收入同比增长 20%；光掩模制造、 测试及其他配套技术服务收入总和为 29.86 亿元，占 2020 年主营业务收入的 11.1%，收入同比增长 102.3%。2020 年公司销售晶圆的数量由上年 5 百万片约当 8 英寸晶圆增加 13.3%至本报告期内 5.7 百万片约当 8 英寸晶圆，平均售价由 2019 年的 4269 元增长到 4733 元。从公司产品的下游应用领域方面，2020 年各应用分类收入均实现增长。其中，智能手机类应用收入占晶圆代工业务营收的 44.4%，收入同比增长 21.7%；智能家居类应用占晶圆代工业务营收的 17.1%，收入同比增长 22.3%；消费电子类应用占晶圆代工业务营收的 18.2%，收入同比增长 6.5%；其他应用类占晶圆代工业务营收的 20.3%，收入同比增长 28.3%。从制程角度来看，90 纳米及以下制程的晶圆代工业务营收的比例于 2020 年为 58.1%，而 2019 年占比为 50.6%，其中，55/65 纳米技术的收入贡献比例由 2019 年的 27.3%增加至 2020 年的 30.5%，28 纳米及以下技术的收入贡献比例由 2019 年的 4.3%增加至 2020 年的 9.2%。毛利率方面，2020 年公司的整体毛利率为 23.8%，2019 年为 20.8%，其中，集成电路晶圆制造代工毛利率分别为 21.4%和 19.5%，相较于 2019 年均有明显提升，反映了公司在先进制程业务上的收入占比不断提升以及公司产能和良率的提高都对毛利率带来有利影响。中芯国际对 2021 年收入的目标为中到高个位数成长，其中，上半年收入目标约 139 亿元；全年毛利率目标为百分之十到二十的中部。2021 年公司计划的资本开支为 280.9 亿元，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。整体来看，我们认为当前半导体国产化进程较为顺利，下游需求景气不断提升，公司产能储备规划有序，未来有望保持稳定增长，我们继续予以推荐评级。

同时我们重点推荐的洁美科技在本周也发布了 2020 年年报，公司 2020 年营业收入 14.25 亿元，同比增长 50.29%。归母净利润 2.89 亿元，同比增长 145.23%。扣非后归母净利润 2.79 亿元，同比增长 155.86%。2020 年，虽然受疫情影响公司开工较往年略有延迟，但远程办公、在线教育、医疗电子产品的需求增加及 5G 技术应用的加速落地带动了电子信息行业景气度持续走强；另外，由于前期产业链下游去库存过度，下游客户补充库存的意愿较强，公司订单量充足，产销两旺。纸质载带和胶带业务规模稳步提升，塑料载带销售量同比增长 50%以上，离型膜产品销售持续增长且销售收入同比去年接近翻倍。我们认为未来在下游以被动元器件为主的需求持续旺盛，景气提升，公司纸质载带业务稳定增长，塑料载带正处于持续的客户导入期，收入有望快速增长。离型膜项目公司目前正处于下游客户开拓和上游原材料突破的两头进取局面，未来有望成为公司新的增长动力。我们持续看好公司未来的业绩成长空间和速度，继续予以推荐评级。

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上涨 0.1%，板块成交额 1515 亿元，沪深 300 指数上涨 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、智能驾驶渗透率快速提高

智能驾驶已成为汽车厂商的核心竞争力，尤其是新势力厂商抢占市场份额的重要手段。

全球 L2 智能驾驶继续爆发式增长。根据海外机构数据显示，2020 年第四季度全球售出的 350 万辆乘用车拥有 L2 级自动辅助驾驶功能的销量同比增长 91%。2020 年全球总计销售 1120 万搭载 L2 级新车，同比 2019 年增加了 78%。

中国 L2 智能驾驶渗透率快速提高。根据高工智能汽车研究院监测数据显示，2020 年自主+合资品牌新车 L2 级上险量为 229.24 万辆，搭载率为 12.02%。和 2019 年相比，2020 年国内自主+合资品牌新车 L2 级上险量同比增长 204.62%，搭载率同比增加近 10 个百分点。高工智能汽车研究院预计，2021 年 L2 新车标配搭载率有望突破 20%。

硬件放量更快于智能驾驶渗透率提升。整车厂更倾向于采取软硬件分离模式，预埋高级别智能驾驶硬件，未来再通过 OTA 升级实现智能驾驶功能。

投资建议：

智能网联汽车标的包括：德赛西威、中科创达、千方科技、道通科技。当前或已初步接近合理估值区间上限，回调至合理估值区间可布局。

2、云 SaaS 业绩均较好

金山办公。实现业务收入 22.61 亿，yoy+43.14%，实现归母净利润 8.78 亿，yoy+119.22%；实现扣非净利润 6.12 亿元，yoy+94.59%。经营性净现金流 15.14 亿元，yoy+158.57%。公司经营状况持续改善。

广联达。还原后总营收增长近 15%：实现营业收入 39.47 亿元，yoy+13.94%；扣非后净利润 3.02 亿元，yoy+57.95%，经营性净现金流 18.76 亿元，yoy+192.73%。截至 2020 年底，云转型相关合同负债余额增至 15.11 亿元，若将云合同负债的影响因素进行还原，则还原后的营业总收入为 46.21 亿元，同口径 yoy+14.97%。

用友网络。实现营业收入 85.25 亿元，yoy+0.2%；扣非后净利润 9.04 亿元，yoy+33.5%；经营性净现金流 16.13 亿元，yoy+5.2%。

金蝶国际。实现营业收入 33.56 亿元，yoy+0.9%；净利润-3.35 亿元，去年同期为 3.73 亿元；主要系公司主动停止销售部分企业资源管理软件许可产品所致。经营性净现金流 4.73 亿元，去年同期为 9.63 亿元。

我们认为：（1）疫情期间云项目推广受到影响，疫情后有望复苏，（2）因转云是将传统业务云化，对产品改动较少，客户体验不会受到影响，且云华后有所优化，因此云业务持续快速推进，云收入占比均已达 40%-60%，后续仍将持续快速增长。

投资建议：

云 SaaS 公司质地佳，当前或已初步接近合理估值区间上限，回调至合理估值区间可布局。

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。

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