策略研究

国都投资研究周报 2021.3.22-3.26

本周策略：

中期业绩驱动的修复行情可期

一、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

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3404.66	-1.40
沪深 300	5007.09	-2.71
深证成指	13606.00	-2.09
中小板综	12173.15	-1.35
创业板指	2671.52	-3.09
恒生指数	28990.94	0.87
恒生中国企业指数	11283.92	0.99
恒生沪深港通 AH 股溢价	133.36	-0.41
标普 500	3913.10	-0.77
纳斯达克指数	13215.24	-0.79
MSCI 新兴市场	1336.84	-0.84

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	61.51	-6.18
纽约期金	1743.90	1.05
伦敦期铜	9066.00	-0.73
伦敦期铝	2277.50	4.88
波罗的海干散货	2281.00	16.38

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。

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。然而，制造业 PMI 环比连降三月，新近公布的 21 年 2 月 PMI 环比继续回落 0.7 个百分点至近五个月最低值 51.3，其中新订单、生产、采购量、购进价格、从业人员等分项指数悉数回落 0.7-1.3 个百分点。

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。

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两月至 20 年 12 月的+7.5%。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。

二、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。

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。

三、中期市场展望：盈利回升+制度红利，加大**权益资产配置趋势未变**

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21Q3-22Q**2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、中国金融资产配置进入扩规模提权益时代。**以上大力构建完善我国资本市场制度且逐渐见效的基础**，为国**内外资金竞相加大配置**中**国金融资产提供了制度保障。**

一当前我国经济发展阶段由速度型转入质量型、**投资型转为消费型、理财产品净值化管理等趋势下，社**会沉淀**资金与居民积累的财富**配**置，将由不动产、储蓄理财型转为金融权**益资产，而过去两年亮丽的公募基金收益率，已吸引居民积极加大基金配置，20 年新发行股票型、混合型基金份额逾 3 万亿元。预计居民通过基金方式加大金融资产配置的趋势已成。

二随着我国资本市场制度深化改革扩大开放，参**照我国经济地位及资本市场体量，A 股纳入国际主流指**数的权**重提升空间较大；并且，我国经济稳定发展、结构转型显著、产业**升级持续，行业龙头凭借业绩增长的确定性与持续性，已吸引境外资金持续净流入加大配置 A 股。

4、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。**

5、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，在近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。

四、市场焦点：美联储宽松政策调整阈值提升，关注后续应对利率上升的缓和操作可能

1、美联储继续按兵不动，但上调美国经济、就业、通胀前瞻指引。3 月美联储议息会议如期继续按兵不动，维持联邦基金利率在 0%-0.25%，每月购债规模保持 1200 亿美元不变。同时，根据去年底至今美国疫苗接种进展、疫情大幅缓和及新一轮 1.9 万亿美元财政刺激方案的落地实施，美联储对美国经济增速、通胀、失业率等前景，相应做了更为乐观预测：

一上调 21-22 年的 GDP 增速至 6.5%、3.3%，前预测值为 4.2%、3.2%，23 年预测值小幅下调 0.2ppt 至 2.2%，长期预测值 1.8%；

二下调 21-23 年美国失业率至 4.5%、3.9%、3.5%，此前 12 月预测值分别为 5.0%、4.2%、3.7%，长期失业率小幅下调 0.1ppt 至 4.0%；

三上调 21-23 年的 PCE 核心消费通胀预期值至 2.4%、2.0%、2.1%，此前 12 月预测值分别为 1.8%、1.9%、2.0%，长期 PCE 通胀预测值保持不变 2.0%。

2、基于经济恢复不确定性，通胀容忍度提升及就业恢复尚需时间，美联储维持低利率政策指引不变。对于未**来利率指引，美联储给出的 21-23 年联邦基金利率中枢利率维持在 0.1%低利率水平。**在以上美联储委员上调美国经济、就业前景预测，同时上调核心通胀预测值背景下，美联储对利率前瞻指引依然保持不变，其主要反应美联储宽松政策调整阈值提升的几点：一是美国经济复苏前景依然面临较大不确定性；

二是美联储已将 2.0%的核心通胀阈值改为中枢值，意味着对阶段性通胀高位的容忍度提升，同时美联储认为美国通胀反弹的持续性较短，预计美国疫情缓和后生产供应恢复弹性好，能使得供需较快均衡；

三是当前美国就业恢复压力较大，当前美国就业缺口较疫情前仍高达 1000 万人，失业率仍在 6.2%较高水平，按 20 年 5 月美国疫情第一波高峰后至今的月均新增非农就业 129 万人的修复速度，乐观预计尚需 7.5 个月才能修复至疫情前的就业状况。

3、但支持 22 年加息的委员人数明显增加。需要注意的是，与 20 年 12 月相比，18 位委员中认为 22 年至少加息 1 次的从前次的 1 位增加至 4 位，认为 2023 年至少加息 1 次的从此前 5 位增加至 7 位（赞成 23 年加息的委员比例近四成），预示 23 年加息概率上升。

4、后续关注美联储对国债利率继续上行的可能缓和操作。2 月中旬后通胀预期的大幅攀升、美国疫情缓和及经济预期改善，推动美国 10 年国债利率显著上行至 1.7%上方，由此导致全球高估值的科技成长股（纳斯达克、恒生科技、创业板指）、A 股机构抱团白马股快速杀跌。美联储主席鲍威尔认为，市场无需对美债收益率的上涨过度反应，并暗示除非美国金融市场进入动荡无序或明显紧张，才可能采取控制行动。

后续随着美国疫情持续缓和、经济进一步恢复，基本面改善驱动下，美国国债长端利率存在继续上行动力。然而，在美国政府大规模实施财政刺激计划所需的低利率融资环境下，目前市场高度关注后续美联储为应对利率上行压力的缓和操作可能。由于近日美联储已决定不再延期本月底到期的 SLR（针对银行的补充杠杆率）操作，剩余可能的操作方式包括卖短买长的扭曲操作（OT）、锚定特定债券收益率点位的收益率曲线控制（YCC）。触发美联储针对利率上行的缓和操作的情景，或是银行间拆解利率 Libor 及利差、企业短端融资商业票据、或信用利差等资金市场的明显趋紧压力。

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-0.68%；农林牧渔（中信）涨跌幅-1.99%；沪深 300 涨跌幅-2.71%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **26.76 元/公斤，**周环比下行约 1.2 **元/公斤**。

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，库存维持低位，五粮液发货节奏较快；

老窖部分产品再度停货，一方面动销较好，另一方面公司淡季以挺价为主；

2）市场：本周白酒基本企稳。其中汾酒、舍得等录得正收益。

3）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。短期，本周板块企稳，高估值+流动性风险短期基本释放；基本面看春节旺季销售超预期于近期股价走势形成背离，**有望修正和企稳**；21Q1 低基数+3 月份糖酒会，业绩开门红行情确定性较大；**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、顺鑫、伊力特、舍得等。

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（80-100x），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**。

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**短期受市场质疑，但表现仍坚挺，如我们分析公司基本面优的判断。持续**建议中长期角度看待牧原的成长性和龙头优势。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 1.40%，沪深 300 下跌 2.71%。家电板块下跌 0.09%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）2021 年 2 月产业在线统计的空调销量

行业总销量 876 万台，YoY+59%（1-2 月 2282 万，YoY+47%）；内销 369 万台，YoY+129%（1-2 月 986 万，YoY+51%）；外销 507 万台，YoY+30%（1-2 月 1296 万，YoY+45%）。

分公司，格力内销 120 万台，YoY+90%（1-2 月 340 万，YoY+37%），外销 75 万台，YoY+3%（1-2 月 185 万，YoY+13%）；美的内销 135 万台，YoY+200%（1-2 月 360 万，YoY+60%），外销 185 万台，YoY+28%（1-2 月 490 万，YoY+67%）；海尔内销 38 万台，YoY+124%（1-2 月 101 万，YoY+53%），外销 37 万台，YoY+6%（1-2 月 75 万，YoY+15%）；奥克斯内销 14 万台，YoY+180%（1-2 月 37 万，YoY+147%），外销 47 万台，YoY+42%（1-2 月 121 万，YoY+38%）；海信科龙内销 11 万台，YoY-15%（1-2 月 41 万，YoY+8%），外销 38 万台，YoY+138%（1-2 月 98 万，YoY+128%）。

（2）商品住宅销售面积同比增长显著，地产数据回暖

根据统计局数据，2021 年 2 月商品住宅销售面积同比上升 108.4%（+96.9pct），商品住宅新开工面积同比上升 68.5%（+62.4pct），商品住宅竣工面积同比上升 45.9%（+43.6pct）。2 月商品住宅销售面积正增长有望带动白电、厨电销售进一步回暖。

（3）家电社零数据 2021 年 2 月份零售额环比增速 32%

家用电器与音像器材类 2 月零售额单月增速环比+32.0%。根据 Wind 数据，2021 年 2 月社会消费品零售总额单月同比上升 33.8%（+29.2pct），家用电器和音像器材类限额以上社会消费品零售总额同比上升 43.2%（+32pct）。

展望：从 2 月份空调销量数据看，由于去年基数低，因此增速较快，整体市场在恢复。具体公司看，美的国内的市占率短期超过了格力，主要原因是：格力电器正在做渠道改革，加强线上渠道建设。同期，美的的渠道改革已经进行多年，整体渠道表现顺畅，而且美的产品的性价比较好。不过，对于格力，仍需认识到格力产品定位高，品牌强势，这是格力的基本盘。格力、美的仍是行业内质地最好的白电标的，估值合理就可关注。

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 2020 年净利润为 230 亿，对应 PE 分别为 18 倍。

医药生物（傅达理）

一、市场表现回顾

本周医药生物（SW）板块下跌 0.83%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 16 位，同期沪深 300 指数下跌 2.71%，中小板指数下跌 3.43%，创业板指数下跌 3.09%。细分子板块来看，表现分化，医药商业涨幅 3.88%，化学制药涨幅 1.23%，中药板块涨幅 1.16%；而其余板块则录得负收益，生物制品跌幅 1.52%，医疗器械跌幅 2.49%，医疗服务跌幅 4.52%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是哈三联（+50.13%）、贵州三力（+23.10%）、一心堂（+19.60%）、*ST 恒康（+19.29%）和昂利康（+18.78%）；而跌幅最大的前五家公司分别是英科医疗（-17.77%）、艾力斯-U（-15.17%）、睿智医药（-10.57%）、长春高新（-10.54%）和药明康德（-9.68%%）。

估值方面来看，截止 3 月 19 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 40.10x，相较全部 A 股的估值溢价率为 117.48%，环比上周下降 1.09 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 59.67%，低于 2010 年以来的中位数水平（60.69%）。

二、本周主要观点

新版《医疗器械监督管理条例》发布，鼓励和支持医疗器械创新。3 月 18 日，国家药监局正式发布新版《医疗器械监督管理条例》。《医疗器械监督管理条例》（下简称《条例》）自 2000 年 1 月 4 日公布，2014 年 2 月第一次修订，本次新修订的版本于 2020 年 12 月 21 日国务院常务会议修订通过，将自 2021 年 6 月 1 日起施行。我们认为，**鼓励和支持医疗器械创新是新版《条例》最大的变化**。新《条例》第 8 条规定：“国家制定医疗器械产业规划和政策，将医疗器械创新纳入优先发展重点，对创新医疗器械予以优先审评审批，支持创新医疗器械临床推广和使用，推动医疗器械产业高质量发展。”为进一步鼓励和支持医疗器械创新，新《条例》第 9 条规定：“国家完善医疗器械创新体系，支持医疗器械的基础研究和应用研究，促进医疗器械新技术的推广和应用，在科技立项、融资、信贷、招标

采购、医疗保险等方面予以支持。支持企业设立或者联合组建研制机构，鼓励企业与高等学校、科研院所、医疗机构等合作开展医疗器械的研究与创新，加强医疗器械知识产权保护，提高医疗器械自主创新能力。”新《条例》第12条规定：“对在医疗器械的研究和创新方面做出突出贡献的单位和个人，按照国家有关规定给予表彰奖励。”随着《条例》的正式实施，有利于激发医疗器械企业持续创新，并优化资源配置，行业集中度有望提升，我们持续看好具备较强创新能力的国产医疗器械相关公司，包括但不限于迈瑞医疗、安图生物、乐普生物、健帆生物、微创医疗、联影医疗、华大基因、爱博医疗、艾德生物等。此外，需要注意的是，新《条例》第53条明确，“对国内尚无同品种产品上市的体外诊断试剂，符合条件的医疗机构根据本单位的临床需要，可以自行研制，在执业医师指导下在本单位内使用”，即国内LDT（临床实验室自建项目）模式放开。国内LDT模式的放开，利好第三方医学检测中心及分子诊断相关公司，可重点关注金域医学、华大基因、凯普生物、迪安诊断等公司。

重组蛋白新冠疫苗有望带来业绩增量，建议积极关注智飞生物。近期，中国科学院微生物研究所高福院士团队和安徽智飞龙科马公司（智飞生物子公司）联合研发的重组新型冠状病毒疫苗（CHO细胞）在国内紧急使用获得批准，为国内第四款获批紧急使用的新冠病毒疫苗，也是国际上第一个获批临床使用的新冠病毒重组亚单位蛋白疫苗。该疫苗已于2020年10月完成I、II期临床试验。结果显示，该疫苗全程接种后，无严重不良反应发生，符合亚单位疫苗不良反应小的特点，且产生的中和抗体水平与目前国际上重组蛋白疫苗、mRNA新冠疫苗相当，达到国际先进水平。并于2020年11月起陆续在国内及乌兹别克斯坦、巴基斯坦、厄瓜多尔、印度尼西亚多国启动III期临床试验，计划接种人数29000例。目前III期临床试验进展顺利，特别是获得了首个试验启动国家乌兹别克斯坦的高度认可，已获批在当地紧急使用。重组亚单位蛋白疫苗具有生产安全、安全性良好、不良反应率较低、可常温运输储存等优势，考虑到新冠疫苗接种的必要性，以及目前国内接种率仍偏低（截至3月20日24时，全国累计报告接种7495.6万剂次）等情况，预计重组蛋白新冠疫苗在获批紧急使用后，有望快速被政府采购并投入使用，为公司带来业绩增量。产能方面，目前智飞生物已就重组蛋白新冠疫苗同步开展规模化生产工艺开发及产能建设，2021年底或将落地3-6亿剂（约1-2亿人份）新冠疫苗产能。

三、行业动态跟踪

第二批鼓励仿制药品目录发布。3月15日，国家卫健委联合科技部、工业和信息化部、国家医保局、国家药监局、国家知识产权局等部门，联合制定了《第二批鼓励仿制药品目录》。目录包含了阿福特罗、糠酸氟替卡松维兰特罗、氟替美维、氯维地平在内的17个品种。涉及原发性胆汁性肝硬化、癫痫、便秘等多种适应证，包括缓释片、口服溶液剂、口服混悬剂等多种剂型。该目录由国家相关主管部门组织专家遴选论证产生，均为国内专利即将到期但尚未提出注册申请、临床供应短缺或竞争不充分的药品。

《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》出炉。3月15日，国家卫生健康委发布《医院智慧管理分级评估标准体系（试行）》，为地方及医院推进智慧医院建设提供了参照。《标准体系》明确，评估对象为用信息化、智能化手段开展管理的医院。该标准仅针对医院管理的核心内容，从智慧管理的功能和效果两方面进行评估，评估结果分为0级至5级。

卫健委发布《关于涉及人的生命科学和医学研究伦理审查办法（征求意见稿）》。3月16日，国家卫生健康委发布《关于涉及人的生命科学和医学研究伦理审查办法（征求意见稿）》。《意见稿》提出，所有涉及人的生命科学和医学研究活动均应当接受伦理审查，尊重受试者的自主意愿，同时遵循有益、不伤害、公正和保护隐私的原则。

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）板块本周上涨 72.97 点，涨幅 1.89%，本周沪深 300 下跌 2.71%，板块跑赢大盘。在中信 31 个板块中排名 3 位，仅次于轻工制造和军工。板块本周上涨前五名分别是百联股份（13.60%）、*ST 大集（12.66%）、*ST 友谊（12.28%）、*ST 中商（11.15%）、宁波中百（10.10%）。市场回归 PEG 价值投资思路，商贸零售板块估值合理，随着疫情整体趋好，零售各板块逐渐修复，建议积极关注可选消费，如黄金珠宝、化妆品等企业表现。

二、行业动态

国家统计局公布社零数据，2021 年 1-2 月，受同期基数较低影响，消费市场同比增速较高,社会消费品零售总额同比增长 33.8%，扣除价格因素，实际增长 34.3%。与 2019 年 1—2 月份相比，社会消费品零售总额增长 6.4%，两年平均增速（是指以 2019 年 1—2 月份为基期，采用几何平均的方法计算的增速）为 3.2%。

1—2 月份，商品零售额同比增长 30.7%，同比 2019 年 1—2 月份增长 7.7%，两年平均增速为 3.8%；从商品类别看，限额以上单位全部商品零售额同比增速均超过 10%。基本生活类和消费升级类商品销售均较快增长。1—2 月份，限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、通讯器材类和文化办公用品类商品零售额两年平均增速均超过 10%，在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1—2 月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长 77.6%，两年平均增速为 5.8%。

限额以上单位化妆品类、金银珠宝类和日用品类商品零售额同比增速均超过 30%。从两年平均增速看，限额以上单位化妆品类和金银珠宝类商品零售额增速分别为 9.9%和 8.2%，包括钟表、箱包等在内的日用类商品零售额增速为 12.1%。

1—2 月份，全国实物商品网上零售额同比增长 30.6%，增速比上年同期提高 27.6 个百分点，比 2020 年全年提高 15.8 个百分点，两年平均增速为 16.0%，网购渗透率 20.67%。居民外出消费活动大幅增加，实体店客流量显著回升，实体店经营明显改善。1—2 月份，限额以上零售业实体店商品零售额同比增长 45.2%，两年平均增长 4.1%。

国内疫情趋缓，控制良好，新冠疫苗在全球逐渐普及，消费市场延续复苏良好态势。居民消费潜力不断释放，化妆品、黄金珠宝表现强劲。疫情期间养成的网购习惯保持下来，居民网购意愿不减，新业态保持良好发展态势，同时新年期间居民外出显著增加，实体店客流大幅回流，经营明显改善。我们建议关注消费复苏主线，关注展店加快及线上化数字化、供应链能力不断加强的周大生、永辉超市，以及关注化妆品新规践行后行业集中度提升，龙头优势明显业绩确定性较强的青松股份。

三、投资关注

1、丽人丽妆（605136）：公司发布 20 年年报，20 年实现收入 46 亿元，同比增长 18.72%，归母净利润 3.39 亿元，同比增长 18.7%，扣非净利润 3.09 亿元，同比增长 41.72%。毛利率 35.90%，净利率 7.34%，基本与去年持平。

化妆品电商零售业务收入 43.62 亿元,毛利率 34.22%,收入占比 94.84%;品牌销售服务收入 1.99 亿元,毛利率 79.61%,收入占比 4.33%。天猫仍是公司主要销售渠道，天猫国内实现销售 43.52 亿元，毛利率 35.66%，收入占比 94.6%，天猫国际实现收入 1.62 亿元，毛利率 44.72%，收入占比 3.52%，公司来自天猫平台收入合计占比 98.12%。此外，公司今年也在东南亚电商领域进行探索，公司先后在 Lazada、Shopee 等平台上与妮维雅、欧舒丹、奇士美、露 华浓等品牌进行合作，目前业务开展顺利。截止 20 年末，公司运营天猫平台 62 家（经销与代销分别 49、13 家），抖音小店 7 家，拼多多 1 家，Lazada&Shopee 共 8 家，其他平台 12 家，共计 90 家店铺。

报告期,公司持续获得天猫六星服务商、天猫金妆奖、上海供应链创新与应用示范企业等称号。公司持续与雪花秀、雅漾、后、施华蔻、芙丽芳丝、奥伦纳素等超过 60 多个品牌进行合作，合作品牌数量稳中有升。品牌覆盖高中低端多个客户群体，其中多个品牌的天猫旗舰店已成为品牌全球最大的在线专柜。公司在 2020 年双十一期间，成交金额(GMV)再创历史新高，累计超过 30 亿元，共有后、芙丽芳丝、雪花秀、奥伦纳素、雅漾、施华蔻、兰芝等 7 个品牌进入天猫平台“亿元俱乐部”。为 2020 年良好业绩奠定基础。

公司作为美妆代运营龙头，具有品牌、平台、数据优势壁垒，市场逐渐认可代运营服务于品牌一定时间段，沉淀数据积累的逻辑，同时公司也不断发掘腰部品牌，头部品牌占比不断下降。公司后续增长点在平台拓展，从阿里拓展到微信、抖音等新兴渠道，形成多品牌多渠道多维度发展路径；同时阿里规则转变，企业对于代运营企业需求增加，

获得品牌资源倾斜。给予推荐。

2、顺丰控股（002352）：公司实现收入 1540 亿元，同比增长 37.3%，归属净利 73.3 亿，同比增长 26.4%，扣非利润 61.3 亿，同比增长 45.7%。20 年 Q1-4 收入分别增长 39.6%、44.3%、34%、32.8%，扣非归属净利分别为 8.3、26.1、16.6 及 10.3 亿，同比分别为下降 0.5%、增长 75%、增长 41%及增长 47.6%。

Q4 高峰期加大了陆运网络资源投入以及预期未来业务高速增长进行了关键资源前置投入，致单季成本环比增长 23%，规模优势将在 21 年 Q2、Q3 逐步体现。公司业务结构调整和前述投资影响，20 年毛利率 16.3%，较 19 年下滑 1.1 个百分点，扣非净利率 4%，较 19 年提升 0.2 个百分点。

公司时效件收入 663.6 亿元，同比提升 17.4%，占比 43.1%。增长逻辑在于高端消费线上化加速红利，同时工业品需求增长，我国作为制造大国，工业品时效件需求将保障顺丰业务稳健增长。经济件收入 441 亿元，同比增长 64%，同时在件量结构中，经济件占比超过时效件。20 年公司快慢分离初见成效，依托网络、品牌与服务壁垒优势，为品牌电商客户提供兼具时效与质量的独立第三方的综合物流服务，助力客户降低履约成本的同时，提升消费者的物流服务体验，反哺电商客户业务增长。四季度开始投入场地、车辆等资源为电商件加大建网投入，是爬坡起点。

我们认为短期看，一季度由于前期投资产能爬坡、春节因素影响，盈利或将承压，二三季度规模效应凸显后盈利能力将持续回升。顺丰标准化、数字化和产品化能力领先行业，外延内生双轮增长，以大数据决策、智慧供应链能力赋能客户，后续收购嘉里物流将加快全球布局。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 0.19%，沪深 300 下跌 2.71%，上综下跌 1.4%。板块跑赢大盘指数。

本周统计局发布 2021 年 1-2 月地产数据：整体数据受 2020 年疫情影响，同比基数相对较低因此本次发布的数据出现大幅增长。销售方面 1-2 月份，商品房销售额同比增长 133.4%；比 2019 年 1-2 月份增长 49.6%，两年平均增长 22.3%。商品房销售面积同比增长 104.9%；比 2019 年 1-2 月份增长 23.1%，两年平均增长 11.0%。前 2 月销售持续大幅增长主要贡献来自于核心 1-2 线，其中主要受政策“就地过年”影响，同时地产需求依旧强劲导致。

建安方面，1-2 月份，全国房地产开发投资同比增长 38.3%；比 2019 年 1-2 月份增长 15.7%，两年平均增长 7.6%。1-2 月份，房屋新开工面积同比增长 64.3%；房屋竣工面积同比增长 40.4%。开发投资增速整体受销售增长推动，同时疫情在逐步控制的情况下，整体房企开工意愿十足，外加房企加速推盘导致。

土地方面，1-2 月份，房地产开发企业土地购置面积同比增长 33.0%；土地成交价款增长 14.3%。随着疫情逐步平稳，优质土地加速供应，但考虑到后续土地供给侧改革等政策影响，预计后续数据呈脉冲式增长。平稳总量平稳小幅增长。

资金方面，1-2 月份，房地产开发企业到位资金同比增长 51.2%；比 2019 年 1-2 月份增长 24.7%，两年平均增长 11.7%。资金方面受销售影响，整体持续增长。但资金段逐步收紧，后续预计整体小幅下滑。展望未来，3 月房地产市场有望迎来难得的销售窗口期，届时房企将显著加大供货力度，成交也将明显回升。

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，招商积余，新大正。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数下跌 0.66%，上证指数下跌 1.40%，行业指数大幅跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是纯碱、聚氨酯、合成革。跌幅较大的板块是石油贸易、氨纶、轮胎。

二、行业观点：

电石价格创新高：3 月份以来内蒙古能耗双控影响持续受到关注，由于电石炉检修以及降负荷影响增大，电石价格由前期需求支撑逐渐转变为供应支撑，电石价格创下历史新高。据百川盈孚数据追踪，截止 3 月 19 日中国电石市场价格指数涨至 5172，较 3 月 1 日中国电石市场价格指数 3824，上涨了 35.2%。3 月 1 日至 3 月 19 日，西北电石出厂价累计涨幅为 1250-1550 元/吨。内蒙古乌盟地区出厂价格较上个月涨幅为 41%，内蒙古乌海、宁夏石嘴山地区贸易出厂价涨至 5100 元/吨，较本月初上涨 34%；陕西地区出厂价格较月初涨幅为 36%；甘肃地区出厂价格较月初上涨 39%。全国共有 21 家企业开工存在检修、降负荷以及内蒙古能耗双控的影响，电石日损失量约为 6080 吨左右，其中以上电石企业产能共计 1010 万吨，约占全国总产能的 24.6%。

PVC 开工率下降，价格上涨：近期受内蒙双控政策影响，电石价格大幅上涨，部分 PVC 厂家因电石原料不足及临时装置故障降负荷生产，华东及华中地区部分厂家停车停产，电石 PVC 生产装置开工下滑，据百川统计，截止 3 月 19 日电石法 PVC 装置开工率为 83.52%，环比上周下跌 4.6%。随着成本大幅增加，需要外采电石的 PVC 企业利润出现亏损迹象，据百川测算，山东及东北地区外采电石的 PVC 企业利润亏损 158-907 元/吨左右，自备电石的生产企业任存利润空间，西北地区自产电石 PVC 生产企业盈利 1920 元/吨左右。国内 PVC 主流市场价格高位震荡，加之二季度需求旺季的到来、价格传导良好，下游对高价的接受度或将提高。

有机硅价格冲高行情卷土重来：有机硅 DMC 月度价格上涨 9.43%达到 2.9 万元/吨，2020 年第四季度国内有机硅及下游产品价格快速大幅上涨：10 月在国内需求回暖、全球订单向中国集中的情况下，DMC 价格逐渐回升至 20,000 元/吨左右；而 11 月 9 日浙江中天的着火事故打开了 DMC“疯涨”的大门；国内供应减少叠加国内外需求旺盛，供不应求导致 DMC 价格快速上涨至 33,000 元/吨；12 月初张家港陶氏发生泄露事故停产，12 月上旬有机硅价格维持高位运行。2021 年年初受去年价格过快拉升影响，短期货源紧张局面缓解，价格跌回低位，但下游恐慌仍有下跌空间，采购备货节奏被动，但春节后受国内部分企业开工低位以及 3 月下游厂家复工，房地产、纺织、日用品等行业逐渐回暖，以及海外需求良好，价格再次上涨。

发达国家及地区因为环保因素导致有机硅单体产能不再继续扩大、欠发达地区因为技术因素暂时还没有生产，未来有机硅产能的增量集中在中国，国内外仍将继续保持供需的错配。

2020 年全球有机硅产能约 300.1 万吨/年(以硅氧烷计，下同)，同比新增 15.5 万吨/年，新增产能全部集中在中国，分别是新安化工镇江新增产能 7.5 万吨/年，湖北兴发有机硅单体技改项目新增产能 8 万吨/年。未来中国有机硅产能扩张计划十分激进。若上述项目全部顺利建成投产，全球有机硅产能将增加超过 60%达到 491.5 万吨/年，而中国有机硅产能将增加接近 130%达到 339.9 万吨/年，届时中国有机硅产能占比将由 50%提高到近 70%。

原油价格本周大幅下降：上周原油价格下跌 7.02%，布伦特原油价格达到 64.36 美元/桶。原油价格下跌主要是对需求恢复的预期与实际需求之间的偏差，导致原油价格下跌。由于欧洲新一波病毒感染削弱了对原油需求即将复苏的预期，几个欧洲大型经济体重新实施封锁，与此同时，对疫苗接种的担忧也限制了市场涨幅；在监管机构宣布阿斯利康疫苗安全后，德国、法国和其他国家已经宣布恢复该疫苗的接种，但这一暂停使得一些人群克服对疫苗的抗拒情绪变得更加困难。

三、投资建议：

由于疫苗持续推进，原油价格上涨，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。**

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。**

中上游大宗品进入周期下行通道后，对下游精细化工企业的利润改善也是有益的。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。

机械（朱天辉）

一、市场表现

本周上证综指同比下跌1.40%，收于3405点，创业板指同比下跌3.09%，沪深300同比下跌2.71%，机械设备同比下跌0.16%，跑赢沪深300指数2.55pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、【国防装备】国防装备估值已处合理区间，基本面催化下板块有望走强

1）目前军工板块估值已经处于合理区间。本轮军工板块回调从1月初开始，回调幅度在30%左右，回调时间近2个月，目前板块估值已处于过去5年约为50%分位水平，从估值角度，配置价值已显著提升。

2）板块短中期基本面仍较为强劲。中航机电在接受调研室强调目前是航空机电产业三十多年来最好的时期，未来还在向更好的方向发展。中航高科年报提出2021年经营目标为营业收入38.00亿元，同比增速约30%，利润总额7.30亿元，同比增速约41%。军工板块需求较为强劲。

3）继续看好军工板块。2021年政府工作报告明确提出，全面加强练兵备战，统筹应对各方向各领域安全风险，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力。2021年全年国防预算支出预计增速6.8%，达到13553.43亿元人民币（约2090亿美元），但仍仅为美国国防支出的28%左右，未来增长空间较大。预计十四五期间军费增长有望持续，继续看好军工板块。

2、【通用设备】1-2月机器人产量同比大增117.60%，通用设备板块景气度持续向好

1）1-2月机器人产量累计4.54万台，同比大增117.60%。受疫情影响，2020年1-2月产量同比下滑19.40%，若不考虑该低基数影响，1-2月机器人产量增长仍较为强劲。

2）固定资产投资增速回升，刺激设备需求。2021年1-2月份，全国固定资产投资（不含农户）45236亿元，同比增长35.0%，比2019年1-2月份增长3.5%。2021年1-2月制造业投资增长37.3%，其中汽车、3C等领域固定资产投资增速分别为16.10%、41.60%，拉动了通用设备的需求。

3）投资建议：建议关注自动化设备、激光器、注塑机、叉车等通用设备板块，具体标的包括拓斯达、埃斯顿、伊之密、锐科激光、杭叉集团等。

3、【工程机械】2月挖机销售超预期，龙头公司仍具备较高配置价值

1）2月挖机销售超预期。2021年2月，共计销售各类挖掘机械产品28,305台，同比涨幅205.0%。其中，国内市场销量24,562台，同比涨幅255.5%；出口销量3,743台，同比涨幅57.9%。

2）从3月开始，低基数效应消除，预计挖机销售将回归至个位数增长。全年看，2021年中国挖掘机械（含出口）预计增长10%左右，销量35万台左右。

3）投资建议：展望2021，我们认为龙头公司市场份额持续提升，同时积极推进国际化、智能化，有望平抑行业周期，并提升盈利能力。推荐龙头中联、三一、恒立等。

三、重点个股

工程机械：恒立液压、中联重科等

自动化设备：拓斯达、埃斯顿、伊之密等

锂电设备：先导智能等

光伏设备：捷佳伟创、迈为股份、晶盛机电等

半导体设备：北方华创、长川科技、至纯科技等

国防装备：中航沈飞、中航高科、西部超导、振华科技等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

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 1.40%，沪深 300 下跌 2.711%。电新板块下跌 3.13%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）恩捷股份 2020 年净利润 11.2 亿，同比+31.27%

公司实现营收 42.83 亿元，同比增长 35.56%；净利润为 11.16 亿元，同比增长 31.27%。其中，公司锂电池隔膜业务延续往年增长趋势，实现收入 28.91 亿元，同比大幅增长 49%。业绩的增长受益于下游需求的释放。此外，恩捷股份表示，作为稳定性更高的“在线涂布”技术未来将成为公司的核心竞争力，作为恩捷股份的“独门秘籍”，“在线涂布”第一条生产线已在江西基地正式“亮相”，今年底将会建成 10 条生产线，明后年还会逐年增加。

（2）璞泰来 2020 年净利润为 6.68 亿，同比+2.5%

公司近期发布 2020 年年度报告，2020 年实现营收 52.8 亿元，YOY+10.0%；归母净利润 6.68 亿元，YOY+2.5%；扣非归母净利润 6.24 亿元,YOY+3.0%。其中 20Q4 营收 19.3 亿元,YOY+49.1%;归母净利润 2.52 亿元,YOY+30.6%;扣非归母净利润 2.43 亿元，YOY+31.8%。负极营收 36.3 亿元，YOY+18.84%，销量 62,949 吨，YOY+37.57%，单吨营收 5.76 万元，同比下降 0.91 万元/-14%，毛利率 31.1%，同比+4.2pcts，单吨净利 0.79 万元，同比下降 0.19 万元/-19%，主要由于 20H1 储备的针状焦价格相对较高、石墨化碳化产能未充分释放以及汇兑损益所致。据鑫椤资讯统计，20 年江西紫宸全球人造石墨类负极出货量第一，截至 20 年底公司负极产能超 7 万吨，随着四川基地产能落成，预计 2025 年底负极产能将达到 40 万吨，进一步夯实龙头地位。产能配套紧跟负极，一体化进程加速。石墨化营收 2.44 亿元（不含内销），YOY-5.59%，毛利率 11.2%，同比-7.4pcts。截至 20 年公司已经形成 6 万吨负极石墨化加工产能，随着四川基地产能落成，预计 2025 年底石墨化产能将达到 35 万吨。

（3）宝马 i4 搭载的电池将由三星 SDI 或宁德时代提供

3 月 17 日，与宁德时代有着更深渊源的宝马在也有了新动作：宝马 i4 正式全球首发亮相，该车型为宝马旗下首款中型纯电动轿车，WLTP 工况下的续航里程达到了 590km，预计将于今年秋季在欧洲上市，后续还将进入中国市场。据悉，宝马 i4 搭载的电池将由三星 SDI 或宁德时代提供。

展望：大众电池日之时，大众宣布未来将建设 6 座工厂，总共 240GWh。市场可能担心，未来这些工厂中，大部分由大众自己建设生产，使得专业的动力电池生产商的份额下降。然而，从实际情况分析看，大部分工厂单独建设，一方面需要资本，另一方面需要强大的技术积累，同时能严格控制成本，使得产品成本处于行业内较低水平。大众虽然未来电池需求量较大，但要做到这样的水平，仍是很难得。因此我们认为，绝大多数电池工厂应该都是和专业电池企业合作，大众占部分股权，让其能够控制电池供给。整体上，这对宁德时代的影响不会那么大。

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 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-2.69%，HS300 指数-2.71%。华域汽车等表现较强；比亚迪、长城汽车等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【大众动力日：自造电池，竞争加剧】

大众集团近期举办了首届电池日，大众对外表示：（1）自建电池厂确保电池供应；（2）回收电池原材料、生产标准电芯压缩电池成本；（3）磷酸铁锂、高猛、镍锰钴以及固态电池多种电池技术路线并举；（4）大规模扩张充电网络；

根据规划，到 2030 年，大众汽车将携手合作伙伴在欧洲建立 6 座电池工厂，综合每年可生产 240GWH 的电池，以确保稳定的电池供应。

从大众事件来看，未来汽车企业在电池环节的差异性将会继续放大，强大的电池、电控、电驱动将是高端乘用车的核心卖点之一，我们认为比亚迪、长城为代表的 A 股龙头有望继续扩大自己的优势地位。

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 1.4%，沪深 300 下跌 2.71%，申万通信指数本周下跌 1.8%，申万电子指数下跌 3.29%。

本周通信板块，中兴通讯发布了 2020 年年报，2020 年公司实现营业收入 1014.5 亿元，同比增长 11.8%，净利润 42.6 亿元，同比减少 17.3%，净利润同比下滑主要由于 2019 年第三季度资产处置带来一次性税前收益 26.6 亿元，较大增加 2019 年度净利润所致。分市场来看，2020 年中兴通讯国内和国际市场营业收入均实现同比增长，其中国内市场营业收入同比增长 16.9%至 680.5 亿元，国际市场营业收入同比增长 2.7%至 334.0 亿元。同时公司预计 2021 年一季度归属于上市公司普通股股东的净利润 18 亿-24 亿元人民币，同比上升 130.77%-207.70%。一季度利润大幅增长的主要原因为一是因为有转让北京中兴高达通信技术有限公司 90%股权的收入，确认税前利润约 7.74 亿元人民币，二是去年一季度因为疫情影响，公司 2020 年 Q1 业绩低基数的原因。另外根据中兴通讯的年报，公司已经重新获得努比亚手机的控股权。根据公告 2020 年内公司以现金 5．537 亿元取得了努比亚技术有限公司 28．43%股权。由于股权变更登记及努比亚董事会成员变更在 2020 年 12 月 28 日完成，购买日确定为 2020 年 12 月 28 日。购买日后，公司持有努比亚技术有限公司 78．33%股权，自此努比亚技术有限公司也重新纳入集团合并报表范围。

电子板块方面，本周欧菲光正式公告公司已经收到境外特定客户的通知，该客户计划终止与公司及子公司的采购关系，后续公司将不再从该客户取得现有业务订单，上述境外特定客户即苹果公司。2019 财年欧菲光从苹果处获得了 116.89 亿元的收入，占当期总收入的 22.51%。欧菲光称，公司将尽快与审计和评估机构沟通，对相关设备等资产进行减值测试，测试结果和计提金额尚未确定。该公司初步估计，截至 2020 年底，相关设备资产账面价值约为 32.82 亿元（未经审计），约占净资产的 31.78%，我们认为首先此次欧菲光被剔除出苹果产业链将对公司经营产生较大的负面影响，同时也会使得市场对苹果产业链公司的风险评估发生变化，从而对相关公司的估值形成一定的压制。

风险提示：市场系统风险，5G 建设低于预期，中美贸易前景多变对国内半导体产业链的不利影响。

行业及公司新闻动态：

1、3 月 18 日，TCL 科技在互动平台表示，TCL 华星折叠屏出货量目前居全球第二，未来将持续深化与全球头部品牌客户合作。TCL 华星在去年实现供货摩托罗拉 Razr 折叠屏手机后，今年 2021MWC 上海期间又展示了一款 10.1 英寸的双内折柔性屏概念机。目前其折叠屏包括内折、外折、翻盖三种形态，TCL 华星柔性折叠屏幕采用了触控一体化技术，有效减小屏幕厚度。采用窄边框、大圆弧设计。同时大幅提升了折叠次数和折叠手机屏的使用寿命。对于小米，TCL 科技表示，小米是 TCL 华星在大尺寸及中小尺寸显示屏上的重要合作伙伴，双方一直保持良好合作。2020 年 8 月，TCL 华星全球首发基于 Mini-LED on TFT 的 MLED 星曜产品，是全球首款采用 a-Si 驱动 Mini-LED 阵列产品。TCL 科技称目前已经具备量产准备，具体量产时间需结合终端厂商的计划。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 1.1%，板块成交额 1212 亿元，沪深 300 指数下跌 2.7%。

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 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、服务器行业增长有望加速

（1）英特尔首款 10nm 服务器芯片 Ice Lake 将加速服务器更新需求。

Ice Lake 是英特尔首款 10nm 服务器芯片，时隔 6 年后再次实现制程升级。

2021 年第一季开始，Whitley Ice Lake 的处理器已向资料中心业者小量出货，预期第二季开始将大规模出货至传统品牌厂；英特尔预估 Whitley Ice Lake 的市场规模将于今年第四季达到总出货量约 40%占比，但实际情况仍视终端业者采用的进度。

TrendForce 集邦咨询调查显示，截至 2020 年底，主流服务器解决方案依旧以 x86 架构为主，英特尔 server 解决方案凭市占 92%；AMD 制程领先加上性价的优势，去年第四季市占上升至近 8%，相较 2019 年同期上升约 3%。预期第二季整体 server 出货表现随着英特尔新平台 Ice Lake 的推出，季成长可达 21%。

（2）总投资 500 亿的成都阿里云超级数据中心正式开工

2020 年阿里云称未来三年将再投 2 千亿加码云基建，我们预计其中 1 千亿将用于建设 IDC 机房和采购服务器。

3 月 17 日，阿里云西部云计算及数字服务基地项目举行了开工仪式。该项目由成都高新区、成都东部新区与阿里巴巴（中国）有限公司共同签署，分别选址成都未来科技城和东部新区简州新城，各用地约 300 亩，预计总投资超 500 亿元，项目运营中心设在未来科技城，两园区物理上互为备份，保障业务运行可靠性。简州新城项目位于简州新城方家林大道东侧，由 10 栋数据中心楼、220KV 变电站、ECC 楼运营管理中心等组成，将建设超过 20 万台服务器机柜规模的超大型数据中心基地，首批模组楼计划于 2022 年 9 月建成投产。

（3）中国电信成立天翼云科技，未来 3 年投资 500 亿

继阿里云、腾讯云、移动云之后，电信亦宣称大规模投入云计算，核心是云 IaaS 空间巨大，各厂商均处于加大基建和服务器采购力度的军备竞赛阶段。

2020 天翼智能生态博览会期间，中国电信党组副书记邵广禄表示:“我们将把云计算服务打造成为中国电信的主业。”

3 月 9 日，中国电信公告称，拟申请 A 股发行并在上海证券交易所主板上市，所募资金将用于 5G 产业互联网建设项目、云网融合新型信息基础设施项目及科技创新研发项目。其中，云网融合新型信息基础设施项目的定义，主要聚焦天翼云、数据中心等布局建设和基础通信网络智能化升级，夯实云网安全底座，建设数字化云网运营平台，满足公有云、专属云和边缘云发展及客户便捷入云需求，助力经济社会高质量发展。这一项目未来三年的投资规模达到 507 亿，其中利用募集资金 270 亿。

此外，中国电信还强调了将在 2021 年优化资本开支结构，网络基础设施方面的资本开支同比下降 12%，而在产业数字化方面的资本开支同比大幅增长 67%，主要用于云和 IDC 基础设施的布局。云基础设施方面，部署 10 万台服务器，并扩展部署 MEC/边缘云业务。IDC 基础设施方面，聚焦京津冀、长三角、粤港澳、陕川渝等 4 大重点区域，新建机柜 5.2 万个，其中自建柜 2.2 万个。可以说，中国电信投资的重心正由网转向云。

2、浪潮信息全球服务器市占率继续提升

根据 IDC 数据显示：2020 年 x86 服务器市场的供应商收入同比增长 3.2%，达到 825.9 亿美元（约合 5375 亿人民币）。出货量同比增长 1.8%至 1180 万台。2020Q4，全球 x86 服务收入增长 2.9%至约 231 亿美元。2020Q4，中国是服务器收入增长最快的地区，同比猛增 22.7%。

其中，浪潮收入 79.4 亿美元（约 517 亿人民币），同比骤增 30.7%；市场份额增加 2%至 9.6%。市占率前 2 的戴尔和 HPE 市场份额均持续减少。

浪潮信息投资建议：服务器长期来看与 IaaS 收入拟合（因服务器性能升级，小幅低于 IaaS 收入增速），中国 IaaS 公有云市场 2019 年增速 72%，预计未来几年仍将保持 50%左右增速。浪潮信息长期来看有望成为全球市占率第 1 的服务器厂商，短期受益中国公有云快速发展，长期有望抢占海外云巨头客户份额。PE（2021）约为 20-22 倍，未来 3 年复合增速约 30%，给予推荐评级。

风险提示：上游芯片厂商涨价侵蚀服务器厂商利润、白牌厂商竞争风险、21Q1 基数高。

2、重点覆盖

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、中国长城、东华软件、创业慧康、**卫宁健康**、金山办公、广联达、用友网络、**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。

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