策略研究

国都投资研究周报 2021.3.8-3.12

本周策略：

总量目标平稳，注重质量与创新

一、政府工作报告解读：总量目标平稳，政策稳定可持续

1、**形势研判与量化目标。**报告**对近中期我国发展环境、主要挑战的定性分析指出：**十四五期间我国发展仍然处于重要战略机遇期，但机遇和挑战都有新的发展变化；同时指出 21 年发展中面临的问题主要包括：国内疫情防控仍有薄弱环节，经济恢复基础尚不牢固，**居民消费仍受制约，投资增长后劲不足，中小微企业和个体工商户困难较多，稳就业压力较大；关键领域创新能力不强；一些地方财政收支矛盾突出，防范化解金融等领域风险任务依然艰巨；**生态环保任重道远；民生领域还有不少短板。

报告**提出 21 年发展主要预期目标主要包括：**实际 GDP 增长 6%以上；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率 5.5%左右；居民消费价格涨幅 3%左右；进出口量稳质升，国际收支基本平衡；居民收入稳步增长；生态环境质量进一步改善，单位国内生产总值能耗降低 3%左右，主要污染物排放量继续下降；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上。

以上 21 年 GDP 增长 6%以上的预期目标，低于目前市场一致预测值 9.0%附近；政府设定偏保守的 GDP 目标值，旨在于引导各方面集中精力推进改革创新、推动高质量发展，体现了前几年一贯的淡化增速、注重质量效益的思路；同时确保与今后目标平稳衔接（十四五期间预计我国 GDP 增速区间在 5.5-6.0%），有利于我国经济实现可持续健康发展。

此外，21 年就业、城镇调查失业率的预期目标，均相应较 20 年有明显提高（城镇新增就业由 20 年的 900 万人以上提高至 21 年的 1100 万人以上，失业率由 6.0%下调至 5.5%）方面，也体现了今年经济恢复增长大背景下的就业环境总体改善。

CPI 同比涨幅目标 3%左右，较 20 年的 3.5%略有下调，但与 2015-19 年的目标一致；过去十年欧美日等发达经济体通胀持续低位甚至通缩，近几年国内实际通胀也低于目标值；21 年在全球主要经济体需求恢复增长、但大宗商品供应恢复滞后，及美国新一轮 1.9 万亿美元财政刺激及国际原油价格大幅反弹等压力下，市场担忧阶段性通胀上行风险。

2、坚持扩大内需这个战略基点，充分挖掘国内市场潜力。稳定和扩大消费方面，报告提出的主要措施包括：一多渠道增加居民收入；二健全城乡流通体系，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费；三稳定增加汽车、家电等大宗消费；**三增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系；四**发展**健康、文化、旅游、体育等服务消费；五引导平台企业合理降低商户服务费等。**

扩大有效投资方面。21 年拟安排地方政府专项债券 3.65 万亿元，中央预算内投资安排 6100 亿元；继续支持促进区域协调发展的重大工

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3501.99	-0.20
沪深 300	5262.80	-1.39
深证成指	14412.31	-0.66
中小板综	12869.21	0.71
创业板指	2871.97	-1.45
恒生指数	29098.29	0.41
恒生中国企业指数	11292.22	0.40
恒生沪深港通 AH 股溢价	135.39	-1.57
标普 500	3841.94	0.81
纳斯达克指数	12920.15	-2.06
MSCI 新兴市场	1339.31	0.00

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	66.28	7.49
纽约期金	1698.20	-2.01
伦敦期铜	8977.00	-0.26
伦敦期铝	2184.00	1.25
波罗的海干散货	1829.00	9.19

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。

程，实施一批交通、能源、水利等重大工程项目，**建设信息网络等新型基础设施，发展现代物流体系。政**府投资更多向惠及面广的民生项目倾斜，新开工改造城镇老旧小区 5.3 万个（20 年 3.9 万个），提升县城公共服务水平。

3、宏观政策：货币政策灵活精准合理适度，财政政策注重提质增效

1）货币政策注重灵活精准、合理适度，边际收缩过程或平缓。货币政策方面，报告提出，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；**预计 21 年货币政策边际收敛趋势不变，但收缩过程较为平缓，且注重灵活适度，整体保持稳健中性。报告提出大型商业银行普惠小微企业贷款增长 30%以上，较 20 年的 40%以上有所下调。**

按 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 10.5%、13.5%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，直至 21 年上半年的稳货币紧信用；预计 21 年下半年随着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。

2）财政政策：注重提质增效、更可持续

21 年财政赤字率、赤字规模、地方专项债规模适度下调；目标赤字率由 20 年的 3.6%以上下调至 21 年 3.2%左右，地方专项债发行规模由 20 年的 3.75 万亿元下调至 3.65 万亿元附近，不再发行抗疫特别国债（20 年发行了 1 万亿元）。建立常态化财政资金直达机制，并扩大范围，规模由 20 年的 2 万亿元提高至 2.8 万亿元。**对地方一般性转移支付增长 7.8%、增幅明显高于去年，其中均衡性转移支付、县级基本财力保障机制奖补资金等增幅均超过 10%。**

4、**十四五主要目标及重大任务、关键指标的设定。**有关“十四五”时期我国经济社会发展主要目标和重大任务，报告重点提出：**提升质量效益、创新驱动发展、强大国内市场、全面乡村振兴、优化区域布局、深化改革开放、推动绿色发展、推动共同富裕、建设平安中国等九大方面。其中，值得关注的几项目标与关键指标包括：**

1）**确保经济运行在合理区间，注重全员劳动生产率增长。**报告提出**经济运行保持在合理区间，各年度视情提出经济增长预期目标（十四五期间 GDP 区间目标或在 5.5-6.0%区间浮动），全员劳动生产率（人均产出效率）增长高于国内生产总值增长，城镇调查失业率控制在 5.5%以内**。。

2）**加大研发投入，全社会研发经费投入年均增长提升至 7%以上。**坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑。制定实施基础研究十年行动方案，**全社会研发经费投入年均增长 7%以上、力争投入强度高于“十三五”时期实际。**创新发展着力点主要包括：**一推进产业基础高级化、产业链现代化，保持制造业比重基本稳定；二统筹推进传统基础设施和新型基础设施建设；三加快数字化发展，打造数字经济新优势，协同推进数字产业化和产业数字化转型，建设数字中国。**

3）**城镇化率逐步减速，对房价带来潜在的不可忽视影响。**报告提出，深入推进以人为核心的新型城镇化战略，加快农业转移人口市民化，**常住人口城镇化率提高到 65%，发展壮大城市群和都市圈，实施城市更新行动，完善住房市场体系和住房保障体系，**提升城镇化发展质量。随着我国人口净出生率的下降，农民工进城数量大幅下降，近四年我国城镇化率已逐步减速，已由 1996-2012 年十七年间年均 1.38 百分点的增幅，下降至 2016-19 年的 1.13 个百分点，19 年进一步下降至 1.02 个百分点。按 19 年常住人口城镇化率 60.6%测算，预计 2021-25 年常住人口城镇化率年均增幅在 0.75 个百分点附近。

整体来看，预计十四五期间城镇化率的年均增幅较十三五期间回落约 0.4 个百分点，对应新增常住城镇人口年均少增 550 万人。以上城镇化率及新增常住城镇人口的减缓，将对城镇房地产需求、房价及房租的带来不可忽视的影响。

二、中期市场展望：结构性牛市已换挡，中期防范政策拐点

1、结构性牛市步入业绩驱动的下半场。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的驱动力，流动性充裕为主推动的估值修复动力已衰减。

从估值水平来看，当前各主要消费、科技板块的估值普遍位于近十年偏高位置；当前申万一级行业的 PE、PB 分位数普遍位于近十年的 70%以上，仅建筑、房地产、银行、公用事业、商贸、传媒、纺织服装、有色、钢铁等周期为主板块的 PB 分位数位于 40%以下；当前万得全 A（剔除金融、两油）的 PE、PB 分位数位于近十年的 79%、69%，沪深 300、创业板指的 PE/PB 分位数各位于 95/71%、85/89%。

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；预计随着未来半年内宏观经济及上市公司业绩加速回升，估值相对安全的顺周期板块有望进入业绩与估值双升的戴维斯双击阶段而领涨；同时中长期内的科技龙头、消费白马股，业绩景气有望超预期上行，股价有望进入业绩快增而估值缓降的第二波上涨期。

2、**近中期主要驱动逻辑：基本面加速恢复上行。**展望结构性牛市下半场，基本面上行有望接力驱动，主要逻辑包括：

1）经济仍处于恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，20 年单季度实际/名义 GDP 同比增速依次为-6.8%/-5.3%、+3.2%/+3.1%、+4.9%/+5.5%、+6.5%/6.6%，20 全年实现 4Q20 单季度实际 GDP 同比增速已恢复至近两年高点;20 年实际/名义 GDP 同比增速+2.3%/+2.9%。21 年一、二季度有望进一步回升至 19%、8%附近，21 全年有望大幅反弹至 8%以上，为近十年内增速新高。

2）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%。

3）**A 股上市公司整体盈利能力转入上行期。**三季报数据表明 A 股整体业绩增速逐季回暖，全年有望转正，且未来两个季度有望继续上行，盈利能力也触底回升，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。

3、**未来半年重点关注的两大关键变量：疫情防控与疫苗接种效果、中美货币政策转向信号**

1）**国内宏观政策显著转向信号**：最敏感时段分别在国内经济内生修复动力持续性确认，全球疫情控制逐步见效、欧美经济确认复苏趋势，最大概率分别在 4 月中旬、6-7 月年中前后；

全球（不含中国）新冠肺炎病例数发展演变阶段划分：

（1）春季爆发期：20 年 2 月底至 4 月中旬，历时约一个半月，日新增持续快速扩散上升至 9 万例平台附近；

（2）隔离防控稳定期：各国采取严格隔离防控举措，并初见成效，日新增基本稳定在 9 万例附近，4 月中旬至 5 月底历时约一个半月；

（3）疫情反弹蔓延期：隔离放松后疫情迅速反弹，6 月初至 7 月底历时两个月，日新增持续上升至 29 万例附近；

（4）防控再发力平稳期：迅速反弹后防控再发力，日新增病例进入 20-30 万例平稳期，8 月初至 10 月初历时约两个月；

（5）秋冬季恶化期：入秋至冬期全球疫情进入恶化期，10 月初至 1 月上旬历时三个半月，日新增持续攀升至顶点 86 万例，期间累计感染人数占截至目前累计总数 1.043 亿例的 52.4%；

6）见顶快速回落期：1 月中旬起欧美重视科学防控，叠加疫苗接种计划的实施，双管齐下后疫情趋势显著缓和，日新增病例已自顶点回落至目前的 30-40 万例，按期间日均下降例数、并参考近一个月的疫苗接种进度线性推测，乐观预计全球疫情有望于二季度大为缓解，届时日新增例数有望降至万级别以内。

2）**美元宽松政策逐步退出**：若疫苗大规模接种后美国疫情防控见效，经济修复动力与趋势确立，则美联储大概率考虑逐步退出非常规宽松政策，届时美元流动性趋紧，对全球资产价格会带来估值收缩压力；结合以上美国疫苗接种进度来看，预计最快或在 7 月份附近。

3）**近中期 A 股两大杀估值风险**：一是国内外政策转向收紧压力，导致无风险利率上升，引发高估值的白马股或大幅杀跌。拜登赢得下任美国总统后，美国民主党掌控参众两院，大幅提升市场对于下届美国政府加大财政刺激方案通过实施的预期，**已推升长端 10Y 美债利率近期快速重回 1.5%上方，创 20 年 2 月美国疫情暴发以来新高**；中期来看，若未来拜登主政下的美国疫情防控与新冠疫苗接种有效快速落实，则疫情曲线回落下美国经济修复预期升温，或将推动 10Y 美债利率继续上升至疫情暴发前的 1.5-2.0%区间，突破 1.5%阈值后，近期 A 股白马龙头股的估值容忍度正释放大幅下修压力。

二是预期打得很足的新能源、军工、电动汽车等板块，一旦高频数据不及预期或盈利释放未达预期，则容易引发预期下修的杀估值行情；1 月底以来以上板块部分龙头已开始释放高位震荡压力。

盯紧几个关键窗口期与数据：两会前后政策、4、7 中下旬季度中央经济工作会议的政策定调；新冠新增病例曲线变化、全球月度经济数据、7 月美联储议息会议。

三、宏观政策展望及其影响：经济恢复正常，政策回归常态，权益资产估值难再提升

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，前三季度杠杆率累计上升 24.7 个百分点至 270.1%的历史新高，其中非金融企业、居民、政府部门的杠杆率各攀升 12.7、5.6、6.4 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，财政支出总规模稳中略降，地方政府债券、专项债发行规模收窄，从而拖累 21 年新增社融规模及其同比增速。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、宽货币宽信用已转为稳货币紧信用。新近发布的 1 月 M2、社融、贷款同比增速悉数回落；1）社融、M2 同比增速分别于 20 年 6、10 月阶段见顶，并已连降 2、3 个月至 21 年 1 月的 13.0%、9.4%，创近 6、11 个月新低；2)后疫情经济持续恢复,实体融资需求上升,贷款存量同比增速连续十个月保持在四年半高位平稳区间 13.1-13.3%;3）国内经济逐步恢复至疫情前水平，20 年下半年以来宽货币宽信用逐步转为稳货币紧信用，预计 21 年社融、M2 增速趋势缓降至 11.0%、9.0%。

1）1 月社融超预期，但稳货币紧信用趋势不变。新近发布的 1 月 M2、社融、贷款同比增速悉数回落；1）社融、M2 同比增速分别于 20 年 6、10 月阶段见顶，并已连降 2、3 个月至 21 年 1 月的 13.0%、9.4%，创近 6、11 个月新低；2)后疫情经济持续恢复,实体融资需求上升,贷款存量同比增速连续十个月保持在四年半高位平稳区间 13.1-13.3%;

3）国内经济逐步恢复至疫情前水平，20 年下半年以来宽货币宽信用逐步转为稳货币紧信用，预计 21 年社融、M2 增速趋势缓降至 11.0%、9.0%。

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。

2）**资金需求总量持续多增过后，趋势来看或进入尾声**。表征资金需求端的 1 月新增社融达 5.17 万亿元，同比+1165 亿元，超市场预期值 4.47 万亿元并创历史新高；1 月新增社融超预期，主要系人民币贷款同比+3276 亿元、未贴现银行承兑汇票同比+3499 亿元所致。

今年春节靠后，假期错位下同比资金需求存在扰动；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），近十五个月新增社融月均同比多增 6638 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 753 亿元。

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。

3）**企业中长期贷款持续高增，预示制造业投资回暖延续。**1 月企业、居民中长期贷款各同比+3800、+1957 亿元至历史新高 2.04、0.94 万亿元，其中居民中长贷多增或主要系商业银行涉房贷款集中度新规刺激短期成交上升所致。值得注意的是，实体企业中长期信贷已连续十一个月同比多增，月均新增达 2850 亿元，此前 10-12 月增幅随信用边际收缩而逐步收窄至 1500 亿元；企业中长贷连续保持平稳增长，印证制造业投资增速回升态势可持续，为 21 年经济回升两大动力之一。

4）**企业信用债恢复正常，支持 1 月底起流动性投放收紧。**20 年底受高等级信用债违约事件频发，导致企业债发行融资困难，20 年 11、12 月企业债融资额同比大幅萎缩 2490、3157 亿元至 840、436 亿元的两年地量水平；而随着年底央行公开市场加大净投放，1 月企业债券融资环境大为改善，当月企业债券融资上升至 3751 亿元，同比降幅大幅收窄 216 亿元，并恢复至近两年月度平均值 3500 亿元之上。随着 1 月信用债融资环境显著改善，叠加 1 月社融、信贷放量，支持 1 月底至今央行流动性投放收紧，以落实 21 年稳杠杆防风险两大主要目标任务。

3、金融政策回归常态的影响一：金融政策回归常态，权益资产提估值受阻。

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 23.2、39.3 倍，已位于近十年历史区间的 97%、83%分位数。稳货币紧信用周期，高估值难以继续提拔。

估值板块分布来看，消费高科技略高，中游制造合理传统周期偏低。从当前行业估值所处近十年历史分位数来看，市场普遍看好的消费板块估值多数已位于 85%分位数以上，科技板块估值普遍位于 60-80%分位数区间，建材机械化工军工等行业景气度向上的中游制造业普遍位于 30-70%，而传统周期板块估值仍位于历史分位数 30%下方。

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。这一点从信托贷款连续 9 个月压降得到印证，且近三个月月均压降幅度上升至近 2300 亿元。

5、**政策拐点跟踪的几个关键窗口期与数据**：两会前后政策、4、7 中下旬季度中央经济工作会议的政策定调；全球新冠疫苗接种率及新增病例曲线变化、全球月度经济数据、7 月美联储议息会议。

四、宏观经济展望：经济恢复已至中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

1、**从增速来看，国内经济逐季恢复至疫情前水平，但环比动能趋缓**。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。

同时，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 个百分点至近九个月最低值 50.6，其中新订单、生产、采购量、原材料库存、从业人员等分项指数悉数回落 0.8-1.6 个百分点。

2、**从结构来看，驱动力由 20 年的房地产投资、出口转换至 21 年的可选与服务消费、制造业投资及企业补库存**。20 年国内经济自疫情中恢复超预期的驱动力主要源自房地产投资韧性、出口增速超预期（填补海外疫情持续加剧下的供需缺口）；具体从投资、消费、工业生产三大经济数据来看：

1）**投资端：基建低位平稳、制造业持续回暖、房地产韧性仍可期**。20 年固定资产投资累计同比增速+2.9%，呈现逐月回升态势，但仍低于疫情前两年 5-6%增速区间；细分来看，20 年基建、制造业、房地产累计投资增速各为+0.9%、-2.2%、+7.0%，分别较 19 年回落了 2.9、5.3、2.9 个百分点。动态趋势来看，三大投资回暖随疫情不同阶段而恢复节奏各异：基建投资发挥了疫情冲击前期的经济稳定作用，而国内后疫情中后期基建投资回升动能平缓，而制造业投资在疫情前期恢复较为缓慢但持续性更稳定；同时房地产投资韧性足，即疫情前期冲击最小，但恢复较快且稳中缓升。

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，叠加企业补库存，制造业投资有望继续回升+10%上方附近；基建投资受财政总支出力度稳中略降，低基数下有望反弹至+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。

2）**消费端：可选与服务消费恢复平稳，也更具持续性**。20 年受疫情冲击，城镇居民人均可支配收入实际、名义累计同比+1.2%、+3.5%，较 19 年显著回落 4.4、3.8 个百分点，并创近二十年增速新低；以上收入增速显著下降压力，使得 20 年城镇居民人均消费性支出实际、名义累计同比-6.0%、-3.8%，均较 19 年大幅下降 11 个百分点左右。

以上城镇居民可支配收入压力下的支出减少，叠加局部疫情屡有反复制约了服务消费的稳定修复，使得 20 年社会消费品零售总额同比下降 3.9%；分类来看，20 年消费增速转负，主要受可选消费、服务消费恢复被压制或延后所拖累，其中石油消费额受油价及出行减少同比大降 14.5%，家具家装家电等地产链消费同比下降 2.8-7.0%不等，金银珠宝消费同比转负至-4.7%，汽车消费同比降幅逐月收窄至-1.8%；而烟酒饮料、日用品、化妆品、中西药品等必需消费增速普遍持稳甚至略有增加。

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，及餐饮、酒店旅游、教育、影视文化等服务消费。预计 21 年消费增速有望转正并大幅反弹至+15%附近。

3）**工业生产已恢复至疫情前水平之上，21 年前高后低整体显著反弹**。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**，已自 2 月的-25.9%低谷逐月持续回升，4 月转正并上行至 12 月的+7.3%，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；预计工业增速有望从20年的+2.8%，显著反弹至21年的+8.5%附近。

4）**企业库存来看，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11月初国内外工业商品转为趋势反弹（迄今两个半月内南华商品指数累计反弹18.5%），以及企业盈利回升预期改善，20年11月工业企业产成品存货有降转升至+7.3%，预计21年全球需求回暖、大宗商品及PPI上行下，工业企业刚启动的补库存有望延续。

3、**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。

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+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-3.49%；农林牧渔（中信）涨跌幅-0.39%；沪深 300 涨跌幅-1.39%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **28.93 元/公斤，**周环比略有提升。
2. **茅台一**批价：**箱装约 3150 元，**周环比有所下行。

三、食品饮料：

1. **白酒：**

1）基本面：飞天茅台本周批价略有下滑，一方面是节后需求正常回落，另一方面预计将继续执行拆箱政策有关。同时，非标的生肖酒、精品等价格上行显著。

2）市场：本周白酒继续调整，但幅度相比上周减弱，个股后半周有逐步企稳迹象。我们认为主要仍是节前短期快速拉涨后的正常回调，其次是流动性引发的市场风格轮动，市场抱团白马普遍回调所致。

3）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。短期，我们认为板块节后快速回调后，估值风险基本消除；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，春节就低过年下，预计业绩在高基数上仍可实现稳定增长，但考虑优质个股估值目前较高（80-100x），同时，春节期间，疫情控制较好，几乎无新增，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。**

其中，**安琪近期跟踪**，公司 21 年 1-2 月，公司经营是开门红，**整体收入、利润情况均超出公司预期；**原材料涨价，但叠加去年一系列涨价，目前看可以抵消完全成本上涨的影响；公司基本面优，龙头优势显著；目前市场情绪对大众品尤其是疫情受益品种不利，但考虑公司估值优势显著，仅 30x，安全边际较高，中长期逻辑到合理配置阶段，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 28.93 元/公斤，周环比略有上行；

2）**牧原出栏量超预期：**公司 1-2 月份出栏 488.7 万头，**同比增长 250%**，1-2 月份销售均价 26.95 元/公斤，较 12 月份环比下降 10.6%，同比下降 17%。销售收入 122.8 亿，同比增长 166%。超预期。

3）中长期角度看，**我们看好生猪养殖板块，并聚焦到龙头企业。**我们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。

短期非洲猪瘟疫情反复超预期，产能恢复进一步变化，对生猪板块均形成利好；牧原，公司出栏量超预期，基本面

在板块最强，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。**同时建议关注基本面也较优的新希望补涨逻辑。**

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。

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 2.10%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 25 位，同期沪深 300 指数下跌 1.39%，中小板指数下跌 0.02%，创业板指数下跌 1.45%。细分子板块来看，中药板块跌幅 0.51%，化药板块跌幅 0.76%，医药商业跌幅 1.32%，生物制品跌幅 1.93%，医疗器械跌幅 2.16%，医疗服务跌幅 5.69%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是济民制药（+38.51%）、海泰新光（+29.06%）、药易购（+25.07%）、大唐药业（+16.61%）和华东医药（+15.80%）；而跌幅最大的前五家公司分别是南微医学（-14.92%）、爱尔眼科（-13.12%）、我武生物（-11.87%）、欧普康视（-10.52%）和通策医疗（-10.43%）。

估值方面来看，截止 3 月 5 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 42.75x，相较全部 A 股的估值溢价率为 122.63%，环比上周下降 7.84 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 62.58%，继续高于 2010 年以来的中位数水平（60.87%）。

二、本周主要观点

2021 政府工作报告医药相关政策梳理：推进卫生健康体系建设。2021 年的政府工作报告中，关于医药的部分主要提到：推进卫生健康体系建设。持续推进健康中国行动，深入开展爱国卫生运动，深化疾病预防控制体系改革，创新医防协同机制，健全公共卫生应急处置和物资保障体系，建立稳定的公共卫生事业投入机制。深化公立医院综合改革，扩大国家医学中心和区域医疗中心建设试点，加强全科医生和乡村医生队伍建设，提升县级医疗服务能力，加快建设分级诊疗体系。坚持中西医并重，实施中医药振兴发展重大工程。支持社会办医，促进“互联网+医疗健康”规范发展。强化食品药品疫苗监管。优化预约诊疗等便民措施，努力让大病、急难病患者尽早得到治疗。居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补助标准分别再增加 30 元和 5 元，推动基本医保省级统筹、门诊费用跨省直接结算。建立健全门诊共济保障机制，逐步将门诊费用纳入统筹基金报销，完善短缺药品保供稳价机制，采取把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购等办法，进一步明显降低患者医药负担。此外，政府报告中提到，有序推进疫苗研制和免费接种，提高科学精准防控能力和水平。整体上看，政府工作报告依然从医药、医疗和医保三大方向对 2021 年工作做出了部署，具体来看：

1、医药：有序推进疫苗研制和免费接种，提高科学精准防控能力和水平；采取把更多慢性病、常见病药品和高值医用耗材纳入集中带量采购等办法，进一步显著降低患者医药负担；坚持中西医并重，实施中医药振兴发展重大工程。

2、医疗：创新医防协同机制，健全公共卫生应急处理和物资保障体系，建立稳定的公共卫生事业投入机制；深入公立医院综合改革，扩大国家医学中心和区域医疗中心建设试点，加强全科医生和乡村医生队伍建设，提升县级医疗服务能力，加快建设分级诊疗体系；支持社会办医，促进“互联网+医疗健康”规范发展。

3、医保：居民医保和基本公共卫生服务经费人均财政补贴标准分别再增加 30 元和 5 元，推动基本医保省级统筹、门诊费用跨省直接结算；建立健全门诊共济保障机制，逐步将门诊费用纳入统筹基金报销，完善短缺药品保供稳价机制。

基于今年的政府工作报告，我们认为可以重点关注疫苗、创新药及产业链、医疗新基建领域相关投资机会。

新冠疫苗有望加速接种，将会对企业利润带来较大弹性。近期国家卫健委高级别专家组组长钟南山表示，今年 6 月中国新冠疫苗接种率计划达到 40%。目前我国新冠疫苗接种比例仍较低，从全球来看，以色列接种疫苗人数占总人口的比例最高，为 92.46%，阿联酋超过 60%，英国超过 30%，美国为 22%，但我国仅为 3.56%。以我国 14 亿人口计算，达到 40%接种率对应接种人数约 5.6 亿人，按每人两剂次接种计算，需要约 11.2 亿剂疫苗。目前产能情况来看，国药中生北京所新冠灭活疫苗年产能为 10 亿剂，国药中生武汉所新冠灭活疫苗年产量 1 亿剂；科兴中维已建成并投入使用的新冠疫苗生产线年生产能力超 3 亿剂，在第二条生产线投入使用后年生产能力提高到 6 亿剂；康希诺称新冠疫苗产能年内有望增至 5 亿剂，但达产需要 6 月前后，综合来看，预计短期内新冠疫苗供给或仍存在缺口。考虑新冠疫苗政府采购保证企业合理利润空间，随着国内新冠疫苗有望加速接种，将会对相关生产企业利润带来较大弹性。建议关注新冠疫苗已获批上市的康希诺，以及临床研发进度靠前的智飞生物、康泰生物。

三、行业动态跟踪

国家药监局发布《医疗器械应急审批程序（修订稿征求意见稿）》。3 月 5 日，国家药监局综合司发布了《医疗器械应急审批程序（修订稿征求意见稿）》，面向社会各界公开征求意见。2009 年，甲型 H1N1 流感开始在世界范围内广泛流行，为更好应对突发的公共卫生事件，原国家食品药品监督管理局发布了《医疗器械应急审批程序》，公共卫生事件所需医疗器械实施应急审批。受去年疫情的影响，本次对《医疗器械应急审批程序》的修改，增加了对进口医疗器械应急审批、落实企业主体责任等相关规定。

国家新版医保目录正式启用。3 月 1 日，新版国家医保目录在全国各地正式启用。新版医保目录共增加药品 119 种，调出药品 29 种。目录药品共计 2800 种，其中，西药 1426 种，中成药 1374 种，中西药几乎各占一半。另外，新版医保目录还纳入了利巴韦林注射液、阿比多尔等国家新冠治疗方案用药。目录也增加了包括 PD-1/PD-L1、仑伐替尼等 17 种抗癌药，目录中抗癌药品已累计超过 50 种。

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 87.66，涨幅 2.25%，在中信 31 个板块中排名 10 位。板块本周上涨前五名分别是*ST 赫美（28.46%）、苏美达（23.14%）、*ST 大集（18.95%）、家家悦（15.38%）、*ST 新亿（13.11%）。本周沪深 300 下跌 73.97 点，跌幅 1.39%，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

国家邮政局发布报告称，据测算，2021 年 2 月中国快递发展指数为 189.0，同比提高 20.2%。

发展规模指数、发展能力指数和发展趋势指数分别为 185.9、150.1 和 112.5，同比增速分别达 62.5%、21%和 69.7%，服务质量指数 256.6，与去年同期基本持平。

从分项指标来看，2 月快递业务量预计完成 48 亿件左右，业务收入预计达 490 亿元，与去年同期疫情影响下的低基数相比，业务量收增速分别超 73%和 34%。同时，预计 3 月快递业务量同比增长约 35%。

此前，2021 年 1 月报告显示，中国快递发展指数为 296.4，同比提高 72.2%，同比增速创 7 个月来新高。发展规模指数、服务质量指数、发展能力指数和发展趋势指数分别为 330.5、419.6、199.7 和 114.7。同时，1 月的快递业务量预计完成 86 亿件左右，业务收入预计达 900 亿元。

三、投资关注

1、老凤祥（600612）：公司公布业绩快报，20 年实现营业收入 517.22 亿元，同比增长 4.22%；实现归母净利润 15.86 亿元，同比增长 12.64%；实现扣非归母净利润 13.14 亿元，同比增长 15.17%，业绩超预期。

2020 年公司净开门店 557 家，其中 Q4 净开店 326 家，年末门店总数 4450 家，远超年初开店 200 家的开店指引，逆势展店能力突出；同时金价平稳上行利好公司利润水平。四季度疫情趋缓后，公司展开小型订货会，经销商反映较好。

疫情趋缓后，珠宝行业短期婚庆需求有望持续修复，同时公司国企改革进展顺利，未来有望进一步带来经营效率提升。维持推荐。

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）

本周房地产板块下跌 1.84%，沪深 300 下跌 1.39%，上综下跌 0.2%。板块跑输大盘指数。

本周 2021 年 2 月，房地产销售淡季不淡，“就地过年”使得低能级城市返乡置业需求受到影响，但热点城市购房高热度仍提振整体楼市。29 个典型城市商品住宅成交面积环比下降 40%，但同比增长 223%，较 2019 年同期增长 40%。TOP100 房企单月实现销售操盘金额 7493.5 亿元，百强房企整体业绩规模较去年同期同比增长 155.5%，较 2019 年同期增长 63.8%。与 1 月相比，百强房企单月业绩环比下降 13.9%。从 1-2 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 101.7%，较 2019 年同期增长 56.3%。2 月份房企销售数据延续此前强劲增长的势头，主要是得益于一二线城市春节购房热情升温。虽然三四线城市返乡置业客群有所减少，但多个热点城市“春节不打烊”营销活动开启，使得热门城市从去年年底开始的市场热度得以延续。

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 1.70%，上证指数下跌 0.20%，行业指数大幅跑输大盘指数。涨幅居前的细分行业是石油贸易、其他塑料制品、其他化学原料。跌幅较大的板块是玻纤、粘胶、维纶。

二、行业观点：

原油价格大幅上涨：上周原油价格上涨 8.18，布伦特原油价格达到 69.69 美元/桶。欧佩克+于周四举行了会议。在会议上，沙特及欧佩克+盟国决定继续控制石油供应，导致油价飙升；美联储保证利率将在一段时间内维持在低位，提振了投资者的风险偏好，也提振了全球金融市场。

六氟磷酸供不应求，价格大幅上涨：近期六氟磷酸锂价格大幅上涨，从 2020 年 7 月份最低价格 6.95 万元/吨上涨至目前的 20 万元/吨，最近一个月单周上涨在 10%以上。我们认为主要是两个原因，一是碳酸锂及其他辅材价格上涨，预计成本上涨 1-1.5 万元/吨，二是新能源汽车全球共振，销量迅速提升，造成供需失衡。2020 年 12 月，新能源汽车销量达到 50 万辆以上，单月需求 6F 达到 4400 吨，需要现有产能达到 95%以上的开工率。但是实际有些企业正常开工在 50-70%，全行业难以达到 95%以上的开工率。

由于 6F 产能建设需要一年到一年半的时间，在建产能至少在今年下半年才能投产，因此 6F 供给紧张的局面预计在半年内难以缓解，后续看新投放产能运行情况。推荐天赐材料，关注多氟多。

从电解液价格来看，磷酸铁锂电池用电解液、三元常规动力电池用电解液、三元圆柱电池用电解液价格距离 2020 年 8 月份最低点分别上涨 1.95 万元/吨、1.75 万元/吨和 1.2 万元/吨，可以覆盖目前 6F 价格上涨带来的成本上涨。

钛白粉出口订单旺盛：硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为 18000-19000 元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为 14000-14800 元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为 19800-21000 元/吨。本周多家海外多家海外公司提高钛白粉价格 1200 元/吨，春节后国内企业出口订单饱满，预计排产到 4 月中旬，叠加国内需求旺季来临预计钛白粉价格仍然是上涨的趋势。

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0.20%，收于3502点，创业板指同比下跌1.45%，沪深300同比下跌1.39%，机械设备同比上涨1.41%，跑赢沪深300指数2.80pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、【国防装备】2021年军费预算同比增速约6.8%，继续保持稳健增长

1）军费预算同比增加6.8%。据报道，根据两会期间提交审议的预算草案，2021年国防支出预算13553.43亿元人民币（约2090亿美元），同比增加6.8%。2016年至2020年，国防费预算增幅分别为7.6%、7.0%、8.1%，7.5%和6.6%。军费持续、稳定地理性增长，有利于加强国防及军队建设现代化建设。

2）中国军费约为美国军费28%。2021财年美国国防支出为7405亿美元，同比略有增长，其中，超过6300亿美元用于国防项目基本预算，690亿美元用于海外军事活动。2021年中国军费约为美国28%。

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。预计十四五期间军费增长有望持续，继续看好军工板块。

2、【航空装备】C919签订首单购机合同，预计年底取得适航取证并交付客户

1）C919正式获得首单购机合同。3月1日，中国东方航空作为国产大飞机C919全球首家启动用户，与中国商飞公司在上海正式签署C919大型客机购机合同，首批引进5架。

2）C919预计年底取得适航认证并交付客户。2008年中国商飞成立，2017年5月C919首飞，目前共投入了6架飞机进行大强度的试航取证试飞。根据C919总设计师吴光辉，预计今年年底C919将完成所有的试飞科目，取得适航证并交付给用户。

3）C919交付客户短期或将对板块形成催化，中长期看将对板块形成较大拉动作用。重点推荐航空装备产业链，建议关注洪都航空、中航西飞、中航机电、中航电子、西部超导以及中航高科等产业链标的。

3、【通用设备】2月制造业PMI位于荣枯线以上，通用设备景气持续向好

1）2月制造业PMI为50.6%，继续位于荣枯线以上。从企业规模看，大型企业PMI为52.2%，比上月微升0.1个百分点；中、小型企业PMI分别为49.6%和48.3%，比上月回落1.8和1.1个百分点，均低于临界点。从分类指数看，在构成制造业PMI的5个分类指数中，生产指数、新订单指数均高于临界点。

2）通用设备新订单指数55.0%以上。通用设备广泛应用于汽车、3C、家电等各领域，由于制造业持续位于荣枯线以上，盈利回暖，固定投资投资加大，通用设备生产指数高于制造业总体，且订单指数位于55.0%以上，表明通用设备产需两端扩张较快。

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。

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）

1.坚持创新在现代化建设中的核心地位。完善科技创新机制，全社会研发投入年均增长 7%以上，中央本级基础研发支出增长 10.6%。延续执行企业研发费用加计扣除 75%政策，将制造业企业研发费用加计扣除 100%，用税收优惠政策激励企业研发。这对于新能源行业的制造企业会有很大推动作用。新能源车作为重要的新兴高端制造业产业，对国家经济影响重大。而且中国的新能源车产业在国际内具有较为领先优势，特别是动力电池产业链。全球前 5 大动力电池企业，中国有 2 家。宁德时代则是行业内前一二的企业。2020 年，宁德时代研发投入近 30 亿，高于 LG 化学，在行业内排名全球第一。将制造业企业研发费用加计扣除 100%，则会推动宁德继续加大研发投入，提升公司的利润。

2.坚持扩大内需的战略，充分挖掘国内市场潜力。稳定增加汽车、家电等大宗消费，加快电商、快递进农村，扩大县乡消费，运用好互联网+，推进线上线下融合。对于新能源车、家电还是维持之前的政策，提出重视县乡消费的说法。高性价比的 A00 级电动车正是符合县乡市场，挖掘内部需求的一个重要例子。从中国市场广度深度看，未来空间仍然非常大。

3.落实 2030 年应对气候变化国家自主贡献目标，制定 2030 年前碳排放达峰行动方案。加快建设建设全国碳排放权交易市场。汽车尾气碳排放是碳排放重要的一部分，占比不算小，因此碳减排也对乘用车的清洁化提出要求。由

此，新能源车行业将是重要发展的行业。现阶段，新能源车不仅有碳减排的需求驱动，也迎来了自发需求的需求。补贴虽然在降低，但整体新能源车销量将维持稳定较快增长态势。我们预计 2021 年中国市场新能源车销量在 180 万以上，增速在 40%。继续看好新能源车产业，短期估值较高，回调后机会大。

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-1.39%。广汽集团、宇通客车等表现较强；上汽集团、长安汽车等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【2021 两会热点：稳定增加汽车等大宗消费】

2021 年两会政府工作报告重点提出，坚持扩大内需这个战略基点，充分挖掘国内市场潜力。稳定增加汽车、家电等大宗消费，取消对二手车交易不合理限制，增加停车场、充电桩、换电站等设施，加快建设动力电池回收利用体系。

政府工作报告明确：扎实做好碳达峰、碳中和各项工作；制定 2030 年前碳排放达峰行动方案；优化产业结构和能源结构；推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源。

本次两会并没有直接提及有关新能源汽车推广的政策，但是却重点提及了停车、充电、换电、电池回收等使用环节。侧面佐证政府层面也已经认可新能源汽车消费进入自然增长状态，市场化需求持续释放，无需担心销量增长。

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 0.2%，沪深 300 下跌 1.39%，申万通信指数本周上涨 0.8%，申万电子指数上涨 2.29%。

本周是 3 月的第一个交易周，虽然有两会在政策及消息面的积极因素，但是市场依然表现较弱，通信和电子板块由于在 2020 年下半年持续回调，相对来说估值上具有一定优势，所以整体表现优于大盘，所以我们也认为通信和电子板块接下来的表现将依然更多的取决于市场风格的选择。从板块基本面来看，通信方面，5G 从投资强度和建设进度来看均没有超预期的部分，传导至上市公司业绩上来看也是影响较大，包括中兴通讯、沪电股份等通信设备公司的业绩都明显受到 5G 业绩不及预期的影响，也拖累了整体股价的表现。另一方面 5G 的建设强度一直没有达到预期的高度和强度也使得市场对未来 5G 的建设预期不断下降，也给板块的估值带来了较大的压制。电子板块方面，

拜登政府上台后并未给此前在中美贸易摩擦中受损的国内科技企业带来缓和,所以这一压制市场情绪的因素依然存在。消费电子方面，虽然有苹果 iphone12 上市之后销售持续向好等利好因素，但是市场前期预期比较充分。

本周的 3 月 3 日，中芯国际发布公告称，公司已经与阿斯麦（ASML）上海签订了经修订和重述的阿斯麦批量采购协议，阿斯麦批量采购协议的期限从原来的 2018 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日延长至从 2018 年 1 月 1 日至 2021 年 12 月 31 日。中芯国际根据批量采购协议已于 2020 年 3 月 16 日至 2021 年 3 月 2 日的 12 个月期间就购买用于生产晶圆的阿斯麦产品与阿斯麦集团签订购买单。根据阿斯麦购买单购买的阿斯麦产品定价乃按公平基准厘定。阿斯麦购买单的总金额约为 12 亿美元。中芯国际表示，为应对客户的需要，公司将继续扩大其产能、把握市场商机及增长。

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、奥飞数据发布 2020 年年报，2020 年公司营业收入 8.41 亿元，同比下降 4.79%；归属于上市公司股东的净利润 1.57 亿元，同比增长 50.88%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 1.19 亿元，同比增长 35.54%；公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 0.75 元(含税)，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 8 股。公司营业利润总额和净利润同比上升的主要原因包括，2020 年积极开拓市场和新业务，深入挖掘客户需求，2019 年、2020 年交付的自建数据中心业务逐步释放，业务收入、利润持续增长；另外公司全资子公司广东奥维信息科技有限公司参与设立的产业并购基金所投资企业紫晶存储首次公开发行的 A 股股票于 2020 年 2 月 26 日在上海证券交易所科创板上市，公司间接持有的紫晶存储股票带来的投资收益较大。

2、蓝思科技发布 2020 年度业绩快报，2020 年度营业收入 369.84 亿元，较上年同期上升 22.23%;归属于上市公司股东的净利润 49.23 亿元，较上年同期上升 99.43%。公司利润上升主要由于下游优质客户需求旺盛，订单饱满，市占率不断提升，营业收入较上年同期大幅增长。同时，公司为各大客户配套的智能手机、智能可穿戴设备、平板电脑、智能汽车等各类核心产品工艺逐渐成熟，并实现大批量产与交付，产品结构进一步优化。此外，公司在企业成本管控、内部配套等方面持续提升，也有助于盈利水平的提高。

计算机（黄翾）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 0.9%，板块成交额 1733 亿元，沪深 300 指数下跌 1.4%。

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，20Q3 起订单和实施均在加速，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，春季躁动值得期待。

此外，即使考虑流动性收紧对高弹性个股的影响，计算机没有整体行情，因各细分领域差异大，应有结构性机会。

二、投资观点

1、网络安全订单快速增长

上周指出的 ，重点公司业绩普遍超市场预期，20 全年业绩增速 20%-40%。主要因网络安全需求刚性，下半年起开始复工复产。

且 21 年景气确定。进入 2021 年以来，行业订单金额及数量同比持续改善。据第三方对招标网的不完全统计，2021 年 1-2 月，奇安信、安恒信息、启明星辰、绿盟科技四家厂商合计订单总金额及订单个数分别同比增长 21.87%、56.56%。

中长期来看，行业景气向上趋势确定。根据 IDC 等数据，未来 3 年行业复合增速将达 20%。

投资标的建议结合市场风格

推荐行业龙头：深信服、奇安信、启明星辰、绿盟科技、安恒信息、天融信。

其中。

高估值高成长：深信服、奇安信、安恒信息。

稳健增长估值修复：启明星辰、天融信。

低估值景气反转：绿盟科技。

2、全球首款 L3 汽车量产上市

日前，本田正式发售了全球首款获法律许可的 L3 级自动驾驶的车辆 Legend EX，消费者购买后可在日本本土指定路况下，使用 L3 级自动驾驶功能。这款车仅在日本本土发售，售价为 1100 万日元（约合 65.97 万元人民币），限量生产 100 台，以租赁形式销售，租期为 3 年。

最近几年，各大车企和自动驾驶公司都希望能够突破 L3 级自动驾驶技术，在量产车上搭载 L3 级自动驾驶系统。但是因为接管悖论问题，迟迟没有公司能够量产上市。眼下，随着本田这款车型的上市，意味着量产车终于能够突破 L3 级自动驾驶系统的量产难题，推动整个自动驾驶产业向前迈出了关键一步。

投资建议：智能网联汽车建议关注德赛西威、中科创达、千方科技、四维图新，部分个股估值处于高位，当前存在回调压力，但长期景气度高，估值回调到位后可布局。

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。

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