策略研究

国都投资研究周报 2021.3.1-3.5

本周策略：

估值下修压力有望阶段性缓和

一、市场焦点：近期美债利率或转为窄幅震荡，阶段性缓和估值修正压力

1、美债利率快速上行至重要关口，高估值板块领跌全球股市

2 月中旬以来，随着美债利率（作为全球资产估值的无风险利率参考值）自 1.2%下方持续快速上行至 1.5%上方重要关口后，全球股**票指数普遍进入高位回调，表征市场恐慌指数的 CBOE** VIX 自 20 附近快速攀升至 30 附近，尤以高估值的科技板块跌幅居前；2 月 16 日至 26 日七个交易日内，美股纳指、恒生科技、A 股创业板指分别大跌 6.4%、14.0%、14.6%，而估值较低的周期价值板块跌幅较轻甚至逆势上涨，MSCI 原材料、工业、房地产跌幅均在 2.5%以内，而 MSCI 金融、能源逆势上涨 0.2%、2.8%。

近期全球股指快速回调，压力主要源自：一是全球疫情持续缓解，拜登政府力推的 1.9 万亿美元财政刺激方案顺利过关，使得全球主要经**济体复苏前景改善，从而推动 10 年期美债利率持续快速**上行至 1.5%关口上方；二是疫情持续影响下，海外资源输出国商品生产恢复，滞后于主要经济体的需求复苏，导致近期原油、有色金属等大宗商品价格快速上涨，全球通胀预期上升。

2、复盘历史数据：一般美债利率高位区间震荡时，股指释放趋势调整压力

美债利率作为全球资产定价的重要基准，上行至 1.5%上方关口后，是否意味着全球资产估值泡沫破裂临界点已至？复盘过去 15 年美债利率-恒指/沪深 300 的走势相关性曲线，小结出一般规律如下：

1）股指阶段见顶下跌期，一般对应美债利率高位区间盘整期，底层逻辑是经济复苏中后期+政策加快收紧，需要提示的是，10Y 美债利率高位区间随美国经济增速中枢下行而下移，过去 15 年分别对应 3-4%、2-3%；

2）股指阶段触底上涨期，一般对应美债利率低位震荡期，底层逻辑是经济下行中后段+政策发力宽松；

3、近期美债利率或转为窄幅震荡，阶段性缓和估值修正压力。随着主要经济体新冠疫苗接种进程推进、疫情趋势缓和，全球经济正进入供需同步复苏期，**叠加拜登政府加大财政刺激规模，美债利**率已于 20 年 8 月自历史底部趋势回升至当前 1.5%附近；

近期展望，由于疫情缓解尚待确认，欧美经济复苏位于早中期阶段，预计今年上半年美联储宽松货币政策指引难以调整；随着这一波 10 年

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3509.08	-5.06
沪深 300	5336.76	-7.65
深证成指	14507.45	-8.31
中小板综	12778.34	-6.46
创业板指	2914.11	-11.30
恒生指数	28980.21	-5.43
恒生中国企业指数	11247.21	-7.10
恒生沪深港通 AH 股溢价	137.55	1.81
标普 500	3811.15	-2.45
纳斯达克指数	13192.35	-4.92
MSCI 新兴市场	1339.26	-6.35

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	61.66	4.44
纽约期金	1733.00	-2.81
伦敦期铜	9000.00	0.66
伦敦期铝	2157.00	0.98
波罗的海干散货	1675.00	-1.35

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。

期美债利率快速上行后，综合判断 3-5 月 10 年美债利率或维持在 1.5%附近窄幅震荡，全球资产估值下修压力有望阶段性缓和。

随着欧美经济后疫情下的复苏至中后期（结合中国后疫情复苏进程，预计时间为 21Q3-Q4），预计 10Y 美债利率大概率趋势上行至高位区间 1.5-2.5%震荡，届时或触发全球股指趋势性回调。

二、两会展望：宏观政策总量稳定结构优化

本周全国两会召开在即，市场对中央政府工作报告中关于 21 年经济工作目标、宏观政策、重点任务、主要举措等具体规划与阐述，及十四五规划和二〇三五年远景目标纲要，均高度关注。结合 20 年底中央经济工作会议的宏观政策定调，预计：一宏观政策保持连续性、稳定性、可持续性；积极的财政政策要提质增效、更可持续，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度；二政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效；保持宏观杠杆率基本稳定，处理好恢复经济和防范风险关系；三深入推进重点领域改革，依靠创新推动实体经济高质量发展，坚持扩大内需这个战略基点，全面实施乡村振兴战略，实行高水平对外开放。

以推动高质量发展为主题、以深化供给侧结构性改革为主线，中央明确提出把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，把扩大内需作为战略基点，把安全发展贯彻到发展各领域和全过程；未来经济增长预期保持平稳较快增长（未来 15 年 GDP 年均增速 4.7%），强化科技创新与扩大内循环的产业政策。

1、稳货币紧信用趋势不变，但边际收缩过程或平缓。货币政策的预期目标方面，中央提出，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；措辞基本与前两年一致，但删除了去年的“保持流动性合理充裕”。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。

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：支出总规模略有收窄，支出结构调整优化为亮点

1）突出更可持续： 21 年财政赤字率、赤字规模、地方专项债规模或适度下调；预计目标赤字率由 20 年的 3.6%以上下调至 21 年 **3.0%上方附近，财政赤字规模由 20 年的 3.76 万**亿元收窄至 3.4 万亿元附近，地方专项债发行规模预计由 20 年的预算外、预算内的 3.75、2.15 万亿元（合计 5.9 万亿元）收窄至 3.5 万亿元附近。

虽然 21 年财政赤字率与规模较 20 年疫情冲击年有所下调，但考虑到 21 年财政收入增速有望随经济恢复从 20 年的-5%附近大幅提升至 9%附近，即从 20 年的 18.1 万亿元提升至 19.7 万亿元附近；根据财政支出=财政收入+赤字规模，推算 21 年预算财政支出规模在 23 万亿元附近，较 20 年的财政支出规模 24 万亿元附近，略收窄 3-4%。

2）财政支出结构与方向，重点为战略科技、经济结构调整与收入分配调节。会议提出，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；而 20 年在疫情冲击特殊年份，财政支出结构重点为“六稳六保”。

三、近期市场展望：两会窗口期有望阶段反弹

近期展望，3 月上中旬全国两会窗口期，宏观政策有望保持平稳，流动性短期无忧；而围绕十四五规划的产业政策预期上升，上市公司年报、季报业绩预告整体呈现加速回暖态势，叠加国内疫情连续多日好转、春节消费娱乐数据呈现复苏态势。以上宏观政策较为平稳、中观行业景气改善、微观企业盈利好转的背景下，近期股指快速调整后，预计两会期间有望反弹。

1）全球新冠疫苗接种进展顺利，日新增确诊数趋势回落。从目前主要经济体的新冠疫苗接种启动约五周的进度来看，英国、美国、德国居前，截止 2 月 24 日，每百人新冠疫苗接种量依次为 27.86、19.87、6.62 剂次，全球、中国（截至 2 月 9 日）各为 2.85、2.82 剂次。按过去十周的疫苗接种进度来看，预计进展领先的美国、英国的达

到群体免疫的70%疫苗接种率粗算，预计尚需3-5个月左右，即在21年5-7月时点或基本能实现群体免疫的接种率。

全球疫情已转为持续缓和期：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1月初的近90万例顶点回落至目前的30-40万区间，按期间日均下降例数、并参考近一个半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）流动性趋于紧平衡，但阶段压力高峰已过。1月下旬公开市场资金缩量投放，释放了流动性趋向紧平衡信号，旨在抑制局部股市、楼市价格泡沫化态势，遏制资金加杠杆套息套利行为，防止商业银行年初信贷投放过快而导致宏观杠杆率继续高位攀升；从前期市场反应来看，阶段性收紧资金的政策信号初步达到调控效果。

近中期展望，结合中央定调政策不急转弯、央行负责人近日重申确保政策的连续性和稳定性，不会过早退出支持政策等研判，预计货币政策回归常态化过程较为平缓有序；但中期在稳宏观杠杆、防资产泡沫的两大目标下，宽货币宽信用已调整至稳货币紧信用，流动性紧平衡趋势不变。

但资金面压力高峰已过。1月下旬公开市场净回笼操作（逆回购地量投放、小幅缩量续作MLF，1月最后一周共净回笼4705亿元），叠加缴税缴准、节前资金备付等资金需求上升，使得1月下旬货币市场流动性明显趋紧。然而，如我们此前分析指出，后疫情下经济恢复趋于正常但内外环境、复苏前景仍存在不确定性，预计货币政策回归常态化过程较为平缓有序，2月资金面供需趋于缓和，资金利率已高位回落。

3）上市公司业绩变化分布随经济恢复逐季改善，且20年超预期的主要集中于中游制造业。截至2/5日2402家上市公司发布20全**年业绩预告，对比近乎相同预告进度及数量前三季度、中**报业绩预类型：1)预喜（预增、略增、续盈、扭亏）占比随宏观经济逐季修复而提升，20Q1、H1、Q3、Q4依次为30.4%、39.3%、47.3%、57.2%；2）而预警（预减、略减、首亏、续亏）占比相应逐季下降，20Q1、H1、Q3、Q4依次为69.4%、50.8%、46.5%、42.0%；3）此外，盈利发生方向性好转的占比逐季持续改善，扭亏比例由Q1的5.5%提高至Q4的12.3%，而首亏占比由Q1的27.7%递减至Q4的16.1%。

业绩超预期主要集中于中游制造业。目前已发布业绩预告的2402家公司中，从业绩超预期的行业分布来看，满足"净利润>0.5亿元、**业绩预告值好于一致预期值"的公司共388家，占比**16.2%；其中化工（48）、电子（43）、医药生物（42）、机械（40）、计算机（27）、电气设备（19）、食品饮料（18）、汽车（16）；行业分布主要集中于出口优势提升的中游制造业，或主要系20年疫情冲击下国内需求恢复较慢、而国外生产恢复缓慢下，我国优势制造业重点受益。

四、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。

五、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。**

六、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。

六、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-14.18%；农林牧渔（中信）涨跌幅-6.06%；沪深 300 涨跌幅-7.65%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **28.39 元/公斤，**周环比基本持平。

2. 茅台一批价：**箱装约 3300 元，**周环比基本持平。

三、食品饮料：

1. 白酒：

1）基本面：据报道 2020 年茅台集团营业收入和利润总额分别同比增长 13.7%和 18.2%，超出茅台集团此前定下 10%的增长目标。

洋河业绩如期好转：洋河股份发布 2020 年度业绩快报，公司 20 年实现营业收入 211.25 亿，同比下降-8.65%，净利润 74.77 亿，同比增长 1.28%，Q4 收入同比增长 9.00%，净利润同比增长 23.36%。

2）市场：本周白酒调整较大，我们认为主要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，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；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 50x 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：

1）基本面：涪陵榨菜业绩超预期：涪陵榨菜发布 2020 年度业绩快报，公司 Q4 收入同比增长 23.15%，归母净利润同比增长 87.54%，业绩超预期。

2）观点：中长期我们持续看好&速冻食品和调味品，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。**

其中榨菜业绩如期超预期，公司 21 年低基数效应+渠道持续下沉红利+提价红利，预计收入增长有望提速，利润端弹性更大，定增落地后业绩释放动力足，目前在调味品中有估值优势。中长期推荐。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

1）基本面：生猪价格 28.39 元/公斤，周环比基本持平；

非洲猪瘟疫情+疫苗毒，造成产能损失超预期；拉长养殖板块高景气度周期。

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 年出栏规模预计可达 3500 万头，有望翻倍；成本也有望下行并扩大优势，龙头优势越发提升；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，公司基本面在板块最强，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。

家电行业（王双、陆星挺）

一、行业表现

上证综指本周下跌 5.06%，沪深 300 下跌 7.65%。家电板块下跌 5.12%，跑输大盘指数，主要原因在于：家电板块中美的集团回购，格力电器前期涨幅小，因此上周表现尚可。

二、行业动态与展望

（1）2021 年 1 月洗衣机销量数据

洗衣机行业产量 638 万台，+14%；销量 634 万台，+11%；内销 442 万台，+12%；外销 192 万台，+8%分公司，美的系内销 131 万台，+7%，外销 39 万台，+3%；海尔内销 162 万台，+6%，外销 19 万台，+3%；惠而浦系内销 24 万台，+26%，外销 9 万台，+7%。

（2）2021 年 1 月空调销量数据

根据产业在线数据，1 月空调内外销表现亮眼，内销 617 万台，YoY+25.4%，外销 790 万台，YoY+56.6%；洗衣机内外销同比均有高增长，内销 442 万台，YoY+12.3%，外销 192 万台，YoY+8.1%。空调方面，格力内销 220 万台，YoY+18.3%，外销 110 万台，YoY+22.2%，生产 320 万台，YoY+45%；美的内销 225 万台，YoY+25%，外销 305 万台，YoY+104.7%，生产 570 万台，YoY+68%。

（3）美的回购不高于 140 亿价值的股票

美的集团上周发布公告称，公司拟回购不超过 1 亿股且不低于 5000 万股公司股份，预计回购金额不超过 140 亿元，回购价格不超过 140 元/股。资金将全部来源于自有资金。

展望：美的集团回购股票，这与公司一贯以来注重市值管理有关。我们认为公司能花 140 亿回购股票，一方面公司认为美的应该值这个价值，公司认定未来业绩的增长与空间仍较大。另一方面，公司一直在进行股权激励，趁这个机会回购，既能稳定股价，也能为后期激励做准备。展望 21 年家电行业情况，我们认为行业增速仍稳定，且龙头公司在国际化方面潜力很大。

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 8.20%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 24 位，同期沪深 300 指数下跌 7.65%，中小板指数下跌 9.15%，创业板指数下跌 11.30%。细分子板块来看，化药板块下跌 1.67%，跌幅最小；医药商业跌幅 3.77%，生物制品跌幅 7.55%，医疗器械跌幅 8.22%，中药板块跌幅 9.55%；医疗服务板块深度回调，跌幅达 17.86%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是济民制药（+39.15%）、天宇股份（+24.33%）、普门科技（+18.31%）、健友股份（+14.68%）和同和药业（+13.98%）；而跌幅最大的前五家公司分别是通策医疗（-31.60%）、爱美客（-26.33%）、泰格医药（-23.46%）、欧普康视（-22.65%）和片仔癀（-22.32%）。

估值方面来看，截止 2 月 26 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 44.31x，相较全部 A 股的估值溢价率为 130.47%，环比上周下降 10.27 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 67.61%，继续高于 2010 年以来的中位数水平（60.68%）。

二、本周主要观点

医药白马股迎配置时机，布局一季报高景气领域。医药生物板块（SW）2 月单月跌幅 1.61%，春节后 7 个交易日跌幅达 10.80%，而部分白马股跌幅更甚。我们认为春节后医药板块迎来调整的主要原因有以下两点：1）春节期间国内外疫情得到较好控制。国内疫情近期已基本无本土新增病例，而随着一系列防控措施效果显现、疫苗的推广接种、以及气候变化，海外每日新增确诊病例出现下降，已从 1 月初高峰的每日新增超 70-80 万，下降到目前的 30 万左右，海外疫情得到控制。在新冠疫情缓解的情况下，市场对疫情受益的医药板块有所回避；2）节前医药板块上涨较快，而节后市场担心通胀上行、流动性收紧加快，因此医药板块尤其是白马股调整幅度较大。而从基本面来看，我们认为板块基本面并无显著变化，龙头公司基本面依然强劲，2021 年增长有望继续提速。经过近期调整，目前生物医药板块（SW）PE（TTM）在 44x 左右，已经调整到 2020 年年底的水平，我们认为目前估值水平相对合理，而恒瑞医药、迈瑞医疗等龙头公司对应 2022 年 PE 估值不到 50x，近期回调后迎来较好的配置时机，我们持续看好业绩确定性高的医药白马股。进入 3 月，临近年报和一季报披露期，2021Q1 在去年疫情低基数的背景下，表观增速有望大幅提升。建议布局一季报高景气板块相关核心资产，包括业绩确定性较强的 CXO、独立医学检验实验室（ICL）、抗疫用品，以及业绩同比表现较好的创新药、创新器械、疫苗及医疗服务等细分领域龙头公司。

三、行业动态跟踪

国家药监局：新药技术审评细节全面公开，关键临床数据将曝光。2 月 23 日，国家药监局药品审评中心（CDE）发布《药审中心技术审评报告公开工作规范（试行）》，宣布从 2021 年 6 月 1 日起，逐步公开药品技术审评报告。按照 CDE 的要求，2016 年 9 月 1 日之后上市的所有新药，都会被公开技术审评报告。

两款国产新冠疫苗同时获批上市。2 月 25 日，国家药监局宣布附条件批准康希诺生物股份公司重组新型冠状病毒疫苗（5 型腺病毒载体）注册申请。该疫苗是国产腺病毒载体新冠病毒疫苗。就在同一天，国药集团中国生物武汉生物制品研究所的新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）注册申请也获得了附条件的批准。

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

本周沪深 300 下跌 7.65%，市场波动剧烈，商贸零售（中信）板块本周下跌 106.25，跌幅 2.662%。板块本周上涨

前五名分别是安德利（25.39%）、东方银星（23.08%）、*ST 金洲（17.83%）、*ST 赫美（13.04%）、*ST 中商（12.63%）。

春节数据中，黄金珠宝、化妆品等可选板块表现亮眼，线上渗透率较高板块表现优异，线下实体龙头业绩经营压力较大，但仍显示出数字化建设持续加快，行业集中度提升等正向变化。长期看，在经济“内循环”背景下，沿着中长期持续做大内需市场要求，具备产品和渠道双创新的龙头有望受益，关注可选消费、线上、疫情受损板块持续修复。

二、行业动态

苏宁易购（002024）公司控股股东、实际控制人张近东先生及其一致行动人苏宁控股集团，公司持股 5%以上股东苏宁电器集团，西藏信托（以下合称“转让方”）于 2021 年 2 月 28 日与深国际、鲲鹏资本（以下合称“受让方”）签署《股份转让框架协议》，转让方拟将所持公司合计数量占上市公司总股本 23%的股份转让给受让方。转让价格均为人民币 6.92 元/股，较停牌前一个交易日收盘价 7 元/股略有折价，股权转让总价款为 148.18 亿元。

本次股权受让方深国际，是港股上市上市深圳国际的全资子公司，实际控制人为深圳国资委，间接控制其 43%股权。

另一受让方鲲鹏资本的 100%权益由深圳国资委直接间接持有。其是一家以股权投资管理为主业的战略性基金管理平台，致力于通过母子基金联动整合优质资源，推动深圳市产业布局优化和协同发展。

公告称，本次股权转让完成后，苏宁易购将处于无控股股东、无实际控制人状态。

针对上述交易，苏宁易购称，有利于优化公司股权结构。深国际等作为产业投资人，将积极赋能，助力公司发展，公司将与其在多个方面展开合作。

值得一提的是，本次股份转让款将优先用于通过增资苏宁电器等方式来提高转让方的资本实力，优化财务结构。

苏宁易购 2020 年业绩快报显示，公司实现收入 2584.59 亿元，同比下降 4%；归母净利润亏损 39.13 亿元，同比下滑 139.75%，已经连续 7 年扣非后亏损，同时，公司 1 月底公布员工持续计划，根据该计划，苏宁易购未来三年的业绩目标为，2021 年-2023 年，公司实现的营业收入增速分别不低于 20%、20.83%、17.24%，扣非净利润分别为亏损 5 亿元-10 亿元、盈利 10 亿元-15 亿元、盈利不低于 30 亿元。我们认为此次股权转让主要目的是缓解债务问题，改善流动性，才能逐步实现占据下沉市场，紧抓苏宁易购主站、零售云、云网万店 B2B 平台、猫宁四个增长源，重点以零售云和云网万店这两大业务，围绕家电、自主产品、低效业务调整以及各类费用控制四个利润点，进行提质增效，实现 2022 年扭亏的目标。

三、投资关注

1、御家汇（300740）：发布 2020 年度业绩快报，报告期内公司营业总收入约 37.17 亿元，同比增加 54.11%；归属于上市公司股东的净利润约 1.41 亿元，同比增加 417.58%。公司表示营业收入增长系公司自有品牌及代理业务增长较快所致；净利润增长原因主要系公司调整产品结构和品牌布局，毛利率水平提升及市场投放效率进一步提升所致。

20 年公司单季度收入增速分别为 34%、53%、54%、65%，呈逐季加速增长趋势，御泥坊天猫旗舰店全年销售同比增长 90%以上，公司现有品牌矩阵中包括自我孵化御泥坊、小迷糊、花瑶花、师夷家、御泥坊男士及 HPH 等，并外延收购薇风（大水滴），多品牌增长潜力有望进一步释放。2017 年公司获得强生旗下城野先生线上独家代理权，推出独立开放平台“水羊国际”，现服务伊菲丹、大宝、露得清、李施德林、KIKO 等 20 多个品牌，将进一步发挥其电商优势并为自有品牌提供有益借鉴，实现长效发展。

2、家家悦（603708）：公司公告非公开发行申请获得通过。此前在 20 年 11 月家家悦的申报稿中，公司拟非公开发行不超过 18252 万股，募集资金不超过 22.8 亿元，用于投建连锁超市发展项目、张家口综合产业园项目、淮北综合产业园项目（一期）、羊亭购物广场项目、补充流动资金等。

截至 2020 年三季度末，公司门店 874 家，年内新增门店 91 家，预计 20 年全年新开门店将达 100 家。公司今年主动通过并购等方式渗透山东省外区域，定增将加快公司供应链能力建设，增强公司竞争力。

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 4.78%，沪深 300 下跌 0.5%，上综上涨 1.12%。板块跑赢大盘指数。

本周政策方面根据市场消息，按照住宅用地分类调控文件要求，22 个重点城市实现两集中，2021 年发布住宅用地公告不能超过三次，在同一时期组织大量地块集中挂牌出让，对于房企的资金会产生一定的分流效果，使得竞拍同地块的房企数量减少，间接减少土地哄抢，避免出现土拍过热现象，而土地的溢价率也将会得到有效合理的控制。今年以来一二线城市不少核心区域的地块入市，部分地块价格甚至接近于周边小区的房价，容易引发市场预期的变化。如果集中入市，土地市场的热度有可能会得到有效控制，并弱化对房价的影响。整体来看 2021 年在“房住不炒”的政策主基调下，房地产行业发展仍将以“稳”字当头。

企业层面，市场下行压力，叠加“三条红线”管控，房企将面临降负债、促增长双重挑战。销售方面，预计会有更多房企陷入“负增长”；投资方面，将受限于资金面状况，拿地保持谨慎；融资方面，政策监管不放松，在降负债任务下，整体融资增速将有所放缓；多元化方面，投资逻辑转变，挖掘“第二增长曲线”。

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 6.32%，上证指数下跌 5.06%，行业指数大幅跑输大盘指数。涨幅居前的细分行业是无机盐、纯碱和磷肥。跌幅较大的板块是氨纶、玻纤和氟化工和制冷剂。

二、行业观点：

2 月份，布伦特原油价格上涨 20%至 66 美元/桶。欧佩克联盟限制原油供应，加上新冠疫苗接种取得进展，令人预期原油需求将会恢复性增长，提振油价上涨。春节期间，德克萨斯出现创纪录严寒天气，推动油价进一步上涨。2 月份化工产品价格指数与 1 月底相比上涨 14%，呈现涨多跌少的态势，也是本轮化工产品价格上涨以来单月涨幅最大的。

3 月，国内需求旺季陆续启动，化工产品价格有可能继续上涨。目前来看，MDI、TDI、钛白粉、化纤等产品上涨动力比较足。

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。

TDI 供给端受影响，价格大幅上涨：华东 TDI 含税 16300 元/吨，单周上涨 20%左右。目前下游陆续收假复工，需求不断复苏，上海巴斯夫 16 万吨/年装置春节期间意外停车，烟台巨力一条生产线 1 月 14 日停车检修，外加国外装置检修、降负传闻，市场货源供应紧张，受寒潮天气影响，美国原油产量减少，国际油价上涨，原料甲苯价格上行，TDI 的成本面抬升。

美国 MDI 装置受极端天气影响开工：因德克萨斯州和路易斯安那州的石化厂和物流设施在整个地区普遍停电和严冬的天气下面临中断，陶氏宣布德克萨斯州弗里波特工厂和德克萨斯州拉波特合计 34 万吨 MDI 不可抗力，之前巴斯夫北美 40 万吨 MDI 装置宣布不可抗力。聚合 MDI 和纯 MDI 单月价格上涨 46%和 23%，万华化学 3 月份 MDI 挂牌价：中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价 28000 元/吨（比 2 月份价格上调 7500 元/吨），直销市场挂牌价 28000 元/吨（比 2 月份价格上调 7500 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 28000 元/吨（比 2 月份价格上调 4000 元/吨）。

成本端支撑涤纶长丝产业链：假期内受国际原油走势偏强支撑，PX 价格连续上涨，整个假期 PX 涨幅超过 30 美金/吨，涤纶长丝成本端支撑明显，涤纶长丝在成本端支撑下将呈现偏暖走势。涤纶 DTY 单月上涨 17%，粘胶和氨纶本月上涨幅度较大，分别上涨 17.5%和 32%，染料价格近期也开始出现上涨，月度和周度数据看，分散染料分别上涨 17%和 8%，目前染料成本面支撑强劲.3 月以后需求旺季来临，同比需求会有明显好转，我们判断仍然有上涨空间。

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

本周上证综指同比大跌5.06%，收于3509点，创业板指同比大跌11.30%，沪深300同比下跌7.65%，机械设备同比下跌4.09%，跑赢沪深300指数3.56pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、【工程机械】2月挖机销售同比增加约137%，龙头公司仍具备较高配置价值

1）2月挖机销售同比增速约137%。经过草根调查和市场研究，CME预估2021年2月挖掘机（含出口）销量22000台左右，同比增速137%左右，较2019年2月同比增长17.36%。分市场来看，国内市场预估销量18000台，增速160%左右；出口市场预估销量4000台，增速69%左右。

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。

2、【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。

3、个股【先导智能】与宁德明确战略合作细节，利好公司中长期发展

1）宁德时代将优先采购公司设备，并明确品种和采购量。未来三年内，在公司产品质量、服务、技术、价格等条件有竞争力的前提下，宁德按不低于电芯生产核心设备（包括涂布、卷绕、化成等）新投资额50%的额度给予公司优先权，即在前述额度内优先采购甲方产品。

2）2021起试点由公司进行宁德一定的设备日常运维服务。具体内容包括产线故障处理、确保设备运行顺畅、产线切拉换型等，试点项目成熟后将逐步增加由公司提供的自产锂电设备的日常运维服务。

3）加大设备采购范围。未来三年内，在公司产品、服务具有优势的情况下，宁德将逐步加大向采购智能物流设备（包括材料库、立体库、物流线、AGV）。

4）宁德将协助公司开拓汽车产业链相关客户，并通过自身品牌影响力扩大先导智能的行业占有率。

5）投资建议：公司与宁德时代全面加强战略合作，锁定锂电设备采购量，同时积极拓展潜在合作空间，有利于公司夯实锂电设备龙头地位,并积极向智能制造整体解决方案服务商升级。继续看好公司中长期发展,给予推荐评级。

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：中直股份、中航沈飞、中航高科、光威复材、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 5.06%，沪深 300 下跌 7.65%。电新板块下跌 9.50%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）2021 年恩捷股份业绩同比+30.7%

2020 年恩捷股份实现营收 42.83 亿元，同比+35.6%；归母净利润 11.10 亿元，同比+30.7%，基本符合预期。2020Q4 恩捷股份实现营收 17.02 亿元，同比+61.6%；归母净利润 4.67 亿元，同比+114.8%，Q4 业绩拐点凸显。

（2）星源材质 2021 年业绩 1.19 亿，同比-12.7%

公司发布 2020 年度业绩快报，实现营业总收入 9.72 亿元，同比增长 62.12%；业绩 1.19 亿，同比-12.7%；20 年隔膜销量大幅提升，Q4 满产满销，实际单平利润大幅提升；21 年销量维持高增，且客户结构将进一步优化。

（3）容百科技 2021 年业绩 2.13 亿，同比+144%

容百科技发布 2020 年度业绩快报，公司 2020 年度实现营业收入 37.88 亿元，较上年同期下降 9.59%，归属于上市公司股东的净利润 2.13 亿元，同期增长 144.13%。

展望：汇川技术发表业绩快报，2021 年营收 115 亿，同比+55.7%；业绩 20.8 亿，同比+119%，符合预期。营收业绩高增长，主要是：工控业务 20 全年高增；乘用车业务 20 年大超预期，利润大幅减亏，电梯控制业务全年稳增，BST 业绩并表。盈利高于营收增速，主要是工控业务毛利在提升，乘用车业务大幅减亏。展望 21 年，看到工控业

务 21 年 Q1 淡季不淡，而乘用车业务延续高增，电梯电控业务稳定，因此公司业务稳中有升。短期虽然公司较贵，但公司管理层能力强，公司龙头优势大，未来业务潜力大，长期具有提升空间。

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-10%，HS300 指数-7.65%。上汽集团、广汽集团等表现较强；比亚迪、长城汽车、宇通客车等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【春节后汽车销售继续向好，消费升级创造新机遇】

据乘联会报道，2 月的乘用车市场零售走势较好。第一周日均零售达到 5.4 万台，环比 1 月第一周增长 15%，表现优异。第 2 周（7-17 日）日均零售达到 1.9 万台，环比 1 月第 2 周下降 64%，这也是春节因素的影响。第 3 周（18-21 日）日均零售达到 3.0 万台，环比 1 月第 3 周下降 53%。受到春节与疫情的基数干扰，同比数据意义不大，环比来看，春节之后的市场恢复较好，汽车需求向好的预期不变。

另外，消费升级的趋势将延续。据统计 2020，年尽管中国市场新车总销量下降 1.9%，但 14 家传统燃油车豪华品牌销量达到 323 万辆，同比增长 6.5%；豪华车占乘用车整体销量的 16.2%，较 2019 年提升 2.1 个百分点。

目前由汽车销售恢复性增长驱动股价上涨的逻辑已经得到市场验证，后续将进入新能源持续放量，优势品牌份额不断提升的长线逻辑，我们认为吉利、长城、长安、比亚迪等均有可能取得突破，建议增加配置。

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 5.06%,沪深 300 大跌了 7.65%,大多数板块及龙头个股均普遍下跌,申万通信指数本周下跌 1.6%,申万电子指数下跌 5.08%，通信板块下跌幅度小于市场整体，主要也是由于 2020 年通信板块已经经历了长期的回调，跌幅较深，所以本轮普跌中通信板块表现的更加抗跌。

本周 2 月份即将结束,对于即将到来的 3 月份,我们认为通信和电子板块的表现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。

所以整体上，我们认为科技板块可能继续表现较为平淡，当前无论是通信的 5G 还是电子中的半导体和消费电子，短期都难以看到有明显的利好催化，所以我们认为业绩具有较高确定性的细分板块和个股仍属于优选品种。通信板块我们依然看好光模块和数据中心两个细分板块的业绩确定性和成长性，首先从三季报报来看，光模块是通信行业为数不多的表现较好的细分板块，中际旭创、新易盛的三季报都保持了较高的增速，光模块作为数通+传输双驱动的细分板块，受益于数据中心资本开支的增加，以及 5G 建设带来的前传以及中后穿需求增长，两个利好都是中长期的提升因素,所以我们对光模块将保持较长景气周期持有信心。同时我们继续看好数据中心的业绩潜力和成长性，我们认为在云计算及算力资源的背景下，未来数据中心将获得更重要的战略意义，我们从长期角度坚定的看好数据

中心未来广阔的成长空间。从具体模式上看，数据港、奥飞数据这种和阿里腾讯这种深度绑定的代建代运营模式，有望获得更快的成长速度和更大的成长空间。

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、长盈精密发布 2020 年度业绩快报，营业总收入约 97.98 亿元，同比增加 13.20%；归属于上市公司股东的净利润约 6.02 亿元，同比增加 617.82%。公司业绩大幅增长主要得益于产品结构调整取得成效，电脑类、智能穿戴类、新能源汽车零组件类产品有较大增长。

2、寒武发布 2020 年度业绩快报，2020 年营业收入 4.59 亿元，较上年同期增长 3.38%。归属于母公司所有者的净亏损为 4.36 亿元，亏损金额较上年同期减少 63.04%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净亏损为 6.6 亿元，亏损金额较上年同期扩大 75.15%。寒武纪表示，受 2020 年上半年市场客观环境影响，下游客户的机房建设、项目实施进度较往年同期有所放缓，导致公司在客户导入、业务拓展方面受到一定影响。随着下半年经济形势逐步恢复，下游客户项目进度恢复正常，公司加大市场拓展力度，加快业务布局及相关客户导入。此外 2020 年公司扣非净利润较上年同期亏损增加 28311.49 万元，主要是因为持续加大“云边端”产品线及基础系统软件平台的研发投入，研发费用较上年同期有较大幅度的增加。此外，公司扩充销售服务团队，人员规模的增加导致公司整体人员成本和办公场地等投入有较大幅度的增加。

计算机（黄翾）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 2.85%，板块成交额 880 亿元，沪深 300 指数下跌 0.50%。

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、网络安全重点公司业绩普遍超市场预期

2020 年上半年，受疫情影响，网络安全需求延后。2020 年 Q2 和 Q3，疫情基本结束后，政府工作重点在控制疫情和复工复产，网络安全招标和验收节奏整体延后，但网络安全企业工作饱和度非常高。导致前 3 个季度业绩明显下滑。

市场担忧疫情影响政府支出，网络安全预算被挤出，对行业景气度过度悲观。但实际上，国家高度重视网络安全，需求较为刚性，中央和地方密集出台新基建等政策拉动经济发展，网络安全是新基建的必要构成。

因此，重点公司业绩普遍超市场预期，全年业绩增速 20%-40%

深信服：2020 年营收+19%，20Q4 营收+23%。2020 年净利润+6%，20Q4 净利润+45%（还原会计准则）

奇安信：2020 年营收+32%，20Q4 营收+33%。2020 年净利润+34%，20Q4 净利润减少亏损 33.6%。

天融信：2020 年营收+17%，20Q4 营收+46%。2020 年净利润+18%，20Q4 净利润+27.9%

安恒信息：2020 年营收+40%，20Q4 营收+40%。2020 年净利润+48.2%，20Q4 净利润+27.6%。

绿盟科技：2020 年营收+20%，20Q4 营收+32%。2020 年净利润+35%，20Q4 净利润+38%

山石网科：2020 年营收+8%，20Q4 营收+19%。2020 年净利润-34%，20Q4 净利润+54%。

2、疫情提升网安长期潜力，21 年景气向上确定

疫情虽然对短期业绩带来影响，但从底层带来长期积极影响。安全服务在线化趋势得到加速，如线上安全运维、线上安全测评等，在一定程度上也降低了安全企业和客户双方的成本，并有望逐渐培育起新的用户习惯。云+远程化等需求激增，为产业带来新的商机。随着云化、远程化办公的增长，在线教育、在线会议等系统和应用大规模推出并普及，网络安全产品和解决方案需求相应增加，智能化、远程化的安全运维需求也在逐步提升。疫情对网络安全行业带来短暂"洗牌"期，头部企业凭借品牌、规模和渠道优势，获得进一步扩大市场份额的机会。

展望 2021 年，受益于 2020 年的低基数效应和 2021 年经济复苏，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%。

3、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、天融信、绿盟科技、安恒信息。

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。

4、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、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