证券研究报告

晨会速递

2021 年 3 月 1 日

产品团队

单　丹：　产品分析师

执业编号：S1500512060001

联系电话：+86 83326845

邮　箱：　shandan@cindasc.com

胡　申：　产品分析师

执业编号：S1500514070007

联系电话：+86 83326846

邮　箱：　hushen@cindasc.com

燕　楠：　产品分析师

执业编号：：S1500517040001

联系电话：+86 83326815

邮　箱：　yannan@cindasc.com

市场指数表现

指数	收盘价	涨跌幅
上证综指	3,509.08	-2.12%
深证成指	14,507.45	-2.17%
创业板指	2,914.11	-2.12%
沪深 300	5,336.76	-2.43%
中证 500	6,364.35	-2.07%
科创 50	1,325.59	-1.79%
香港恒生	28,980.21	-3.64%

行情数据为 2021 年 02 月 26 日收盘价

2 月十大金股

行业	简称	调入时间
赛轮轮胎	化工	20210228
兖州煤业	煤炭	20210228
华荣股份	机械	20210228
中简科技	军工	20210228
宝信软件	通信	20210228
中国太保	非银金融	20210228
和顺石油	石化	20210228
中科曙光	计算机	20210228
万达电影	传媒	20210228
盐津铺子	食品	20210228

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼

邮编：100031

重要财经资讯：

- **中国互联网普及率为 70.4%，手机上网人数达 9.86 亿人**
- **中国主导国际团队研发新型可编程光量子芯片**
- **人社部：2020 年全年城镇新增就业 1186 万人，超额完成年度目标任务**
- **昆仑万维斥资 14 亿收购 Star Group 60%股权，押注音频社交赛道**
- **埃克森美孚以超 10 亿美元价格出售部分上游资产**
- **中国电信联合中兴通讯发布全球首个基于 5G 端到端切片的智能交通应用**
- **美国众议院投票通过 1.9 万亿美元经济救助计划**
- **遵义：推动茅台镇非生产功能外迁**
- **硅料疯涨,均价突破 10 万元/吨**
- **创尔美母公司冲击“胶原蛋白第一股”**
- **苏宁易购：拟引进战略股东深国际，股票 3 月 1 日复牌**

晨会点评：

- **固收：基期轮换叠加大宗商品价格上行，二季度利率仍存上行风险(李一爽)**

  我国 CPI 与 PPI 每五年进行一次基期轮换，2021 年 1 月正好是 2020 年基期轮换后新权重使用的第一个月。经研究，我们发现食品尤其是猪肉在 CPI 中的权重被显著调降，而 PPI 中周期类行业权重多数调降，但能源开采行业的权重被调升，这将使物价中枢进一步抬升。

- **金融工程：宽基指数结构分化，公募基金加仓消费、金融地产(张雨蒙)**

  指数方面，主要宽基指数处于结构分化形态，除创业板指外其他宽基指数结构均呈加速上升态势。目前，沪深 300 指数走势最优。风格方面，近期公募权益加仓消费、金融地产板块，减仓 TMT、中游制造、周期板块。行业方面，食品饮料、农林牧渔、建材月度资金流入较多，市场进入无方向阶段。

- **食品：重视百亿市值的细分赛道食品龙头(马铮)**

  不同行业的公司“比较”，会存在绝对实力上的差距，如品牌、渠道、人才、公司化治理等方面，但因“术业有专攻”的存在，细分行业中企业

能够胜出的竞争优势不能全部用绝对实力因素体现。能够在细分赛道的残酷竞争中培育出品牌，在一些看似进入门槛很低、做大很难的行业中，逐步实现了产品力、渠道力、品牌力的积累，这类企业自身在行业内部具有一定的竞争优势。上市后，这类企业在细分行业内部的优势会得到更快的提升。

- **军工：“两会”召开在即，军工有望再迎政策催化(张润毅)**

  坚定信心，不惧调整，重点关注优质赛道“两高一低”龙头个股。

报告速览:

- **【固收】债券专题报告：电驱减速箱齿轮放量，猪权重下油权重上，基期轮换将使通胀中枢抬升（李一爽）**
- **【机械】双环传动（002472）公司深度报告：电驱减速箱齿轮放量，RV 减速机厚积薄发(罗政)**
- **【电子】澜起科技（688008）公司深度报告：服务器 CPU 升级，内存接口随风起波澜**
- **【固收】债券月报：财政放过了头，货币的水不够——2 月全球金融市场回顾与展望(李一爽)**
- **【煤炭】行业周报：货船比回落，期货升水！(左前明)**
- **【机械】行业周报：智能工业基础零部件之二：机器视觉(罗政)**
- **【通信】行业周报：物联网芯片国产化提速，赋能物联网发展(蒋颖)**
- **【纺服】森马服饰(002563) 公司点评报告：Q4 收入环比改善，业绩拐点确立 (汲肖飞)**
- **【家电】行业周报：空调景气如期回暖，大宗价格延续上涨趋势(罗岸阳)**

重要财经资讯

中国互联网普及率为 70.4%，手机上网人数达 9.86 亿人

2 月 28 日，国家统计局在其官网发布 2020 年国民经济和社会发展统计公报：全年移动互联网用户接入流量 1656 亿 GB，比上年增长 35.7%。年末互联网上网人数 9.89 亿人，其中手机上网人数 9.86 亿人。互联网普及率为 70.4%，其中农村地区互联网普及率为 55.9%。

中国主导国际团队研发新型可编程光量子芯片

e 公司讯，中国科研人员主导的国际团队 26 日在美国《科学进展》期刊上发表论文说，他们研发出一款新型可编程光量子计算芯片，实现多种图论问题的量子算法求解，有望应用在数据搜索、模式识别等领域。该芯片首次实现了对量子漫步演化时间、哈密顿量、粒子全同性及交换特性等要素的完全可编程调控，从而支持实现多种基于量子漫步模型的量子算法应用。

人社部：2020 年全年城镇新增就业 1186 万人，超额完成年度目标任务

2020 年全年城镇新增就业 1186 万人，超额完成年度目标任务，城镇调查失业率全年平均 5.6%，低于预期调控目标；去年年底高校毕业生总体就业率在 90%以上，农民工总量恢复至上年的 98.2%；大数据监测显示，有 8700 多万外出农民工在就业地过年，比上年增加近 4000 万人。

随着经济企稳向好，2021 年就业将延续总体平稳的态势，但不确定、不稳定的因素仍然较多，就业形势依然比较复杂，面临诸多挑战；今年需要安排就业的城镇新成长劳动力仍然在 1500 万人左右，高校毕业生 909 万人达到新高，将实施高校毕业生就业创业促进计划。

正加快研究实施养老保险全国统筹，养老金的准时足额发放有保证；个人养老金制度目前已经形成初步思路，总的考虑是，建立以账户制为基础、个人自愿参加、国家财政从税收上给予支持，资金形成市场化投资运营的个人养老金制度，正在紧锣密鼓地推出。

昆仑万维斥资 14 亿收购 Star Group 60%股权，押注音频社交赛道

2 月 26 日晚，昆仑万维发布公告称，其全资子公司 Kunlun Group Limited（昆仑集团）拟购买 Star Group Interactive Inc.（Star Group）股东持有的 60.65%股权，交易对价约为 13.94 亿元。

届时，昆仑万维也将在现有的四大业务基础上，新添一个业务板块，具体包括 Opera、闲徕互娱、GameArk 游戏、科技股权投资以及 Star Group。

埃克森美孚以超 10 亿美元价格出售部分上游资产

埃克森美孚将其在英国北海中部和北部的大部分上游资产以超过 10 亿美元的价格出售给 HitecVision。此次出售包括埃克森美孚在英国北海 14 个油田的权益。这包括主要由壳牌运营的油田，包括以鸟类命名的油田企鹅、椋鸟、弗雷姆、塘鹅群和海鸥油田；道达尔运营的埃尔金富兰克林油田；以及对相关基础设施的股份。2019 年，埃克森美孚在这些油田的产量份额约为每天 3.8 万桶油当量。

这家总部位于得克萨斯州欧文市的石油公司在英国已经运营了 135 年以上，目前仍在英国维持广泛的炼油和燃料营销、润滑油、石化产品生产和天然气营销业务。该公司还将在北海南部上游资产中保留其非经营性股份，以及其在壳牌埃索天然气和液体基础设施中的份额，壳牌埃索天然气和液体基础设施为该公司的法夫乙烯工厂供应乙烷。埃克森美孚高级副总裁 Neil Chapman 周三在一份声明中表示，该公司正在出售“战略性较弱”的资产，将重点放在圭亚那、美国二叠纪盆地、巴西和液化天然气的开发计划上。预计该交易将在今年年中完成。

中国电信联合中兴通讯发布全球首个基于 5G 端到端切片的智能交通应用

上海展期间，中国电信、中兴通讯联合业界合作伙伴发布全球首个基于 5G 端到端切片的智能交通典型场景落地，实现了在公共网络上公网业务与专网业务资源隔离，在开放道路上顺利完成自动驾驶、车辆碰撞预警、红绿灯提示等业务应用，标志着 5G 切片专网技术正式在车联网领域展开应用，为智能驾驶面向商用迈出关键一步。

“智能交通”涉及人与车、车与车、车与路之间的通信，需要满足高安全、低时延、大带宽、广覆盖的苛刻要求。依托湖南（长沙）国家级车联网先导区和湖南电信 5G 网络，中国电信联合中兴通讯、湖南湘江智能科技创新中心有限公司（简称湘江智能）、百度率先开展基于网络切片的“5G+智能交通”应用测试，根据不同车联网场景业务特性，定制高性能、高可靠和低成本网络服务，成功为高优先级的自动驾驶业务提供了优于普通 5G 数据业务的隔离性、确定性保障。

美国众议院投票通过 1.9 万亿美元经济救助计划

当地时间 2 月 27 日，美国众议院投票通过了 1.9 万亿美元新一轮经济救助计划。这项由美国总统拜登提出的总额达 1.9 万亿美元的新一轮经济救助计划，旨在为受新冠疫情影响的美国家庭和企业提供财政支持。其中包括直接向符合条件的美国人支付 1400 美元的补助金，为符合条件的失业者提供每周 400 美元的失业救济金。此外，该计划还将为新冠疫苗接种提供 200 亿美元的资金，为新冠病毒检测提供 500 亿美元的资金，为地方政府提供 3500 亿美元的资助金。

遵义：推动茅台镇非生产功能外迁

遵义市政府工作报告提出，遵义将逐步疏解茅台镇核心产区非生产功能，分类推进习酒产区、土城产区、董公寺产区、鸭溪产区、赤水产区发展，推动企业竞争向产区竞争转变，形成世界级白酒产业集群，加快发展白酒包装产业，确保本地配套率达 80%以上。同时，遵义将启动茅台镇“退三进二”工程，优化核心产区生产空间布局，推动非生产功能外迁，加快建设世界级酱香型白酒产业基地核心区；支持习酒等其他白酒企业做大做强；开工建设茅台坛厂包装物流园、中华片区酒库等项目。

硅料疯涨！均价突破 10 万元/吨

中国有色金属工业协会硅业分会（下称硅业分会）公布的最新一期硅料价格显示，国内多晶硅料价格涨势难止。根据硅业分会的统计，本周国内单晶复投料、单晶致密料、单晶菜花料成交均价分别为 10.63 万元/吨、10.34 万元/吨、10.04 万元/吨，环比分别上涨均超过 11%。这是多晶硅料价格自去年下半年开启涨价潮以来，成交均价首次突破 10 万元/吨。而这番超出市场预期的涨价，再度将成本压力传导至下游，或将对国内光伏产业链价格带来一轮新的考验。

创尔美母公司冲击“胶原蛋白第一股”

上交所官网显示，广州创尔生物技术股份有限公司科创板发行上市已于 2 月 20 日提交注册，若其成功上市后，将成为科创板胶原蛋白第一股。创尔生物胶原产品业务版块的医疗器械包括胶原贴敷料、胶原蛋白海绵等产品；生物护肤品包括胶原多效修护面膜、胶原多效修护原液等产品；非胶原产品业务版块的医疗器械则包括医用冷敷贴、液体敷料等产品；一般护肤品包括水杨酸祛痘面膜、净肤亮采面膜等产品；目前有械字号医疗器械品牌“创福康”和以生物护肤品为主的妆字号化妆品品牌“创尔美”两大品牌。财报报显示，2017 年至 2020 年，创尔生物分别实现营业收入 1.35 亿元、2.14 亿元、3.03 亿元、3.03 亿元，同比增速分别为 70.73%、58.63%、41.22%、0.22%，收入增速逐步放缓。2017 年至今年上半年度，公司主营业务毛利率分别为 80.57%、83.76%、83.51%和 82.51%。在本次上市计划中，创尔生物拟募资 4.56 亿元用于医用活性胶原生产基地（一期）建设项目、研发中心建设项目。其后续表现值得期待，或能成为“胶原蛋白”界的华熙生物。

苏宁易购：拟引进战略股东深国际，股票 3 月 1 日复牌

苏宁易购 2 月 28 日晚间公告称，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。

晨会观点

固收：基期轮换叠加大宗商品价格上行，二季度利率仍存上行风险(李一爽)

我国CPI与PPI每五年进行一次基期轮换，2021年1月正好是2020年基期轮换后新权重使用的第一个月。经过我们的研究，在本次基期轮换后，食品尤其是猪肉在CPI中的权重被显著调降，而PPI中周期类行业权重多数调降，但能源开采行业的权重被调升，这将使物价中枢进一步抬升。

CPI方面，尽管按照国家统计局的说法，2020年的基期的权数总体变动不大，但是波动相对较大的食品权重的变化仍会对整体CPI带来显著的影响。除了猪肉之外，食品的权重也被普遍调降。牛羊肉在2021年1月的环比权重从2.6%降至2.2%，鲜菜权重从3.2%调降至2.1%，鲜果、水产品和粮食的新权重与调整前大致相当。食品的整体权重从25.3%降至19%。

PPI方面，尽管周期性行业在我国工业行业中的占比不高，但是类似于CPI中的食品项，其同样贡献了较大的波动。在2021年1月，除原油外多数周期品价格同比均已转正。在2021年1月，OPEC一揽子原油价格的均值为54美元，较2020年1月的65美元下降了16%。由于周期性行业中，价格同比正增长的行业权重调降，对PPI正贡献减弱，同比负增长的能源加工项权重上升，对于PPI负贡献加强，因此1月市场对于PPI普遍出现了高估。用2020年各月PPI环比推算出的同比增速也要高于统计局公布的1月PPI同比增速。这本质上是由于国家统计局没有根据调整后的基期权重对于PPI环比的历史值进行修正。

从债券市场的角度看，尽管短期来看，资金利率有望维持平稳，一季度国内经济短期可能不及预期，加上海外再通胀预期对于国内的影响偏间接，因此利率水平仍将维持震荡格局。但是随着两会后专项债额度的落地，在央行对于中长期流动性投放仍然谨慎的背景下，供给冲击可能再现，国内出口与房地产投资短期内仍然有望维持韧性，经济上行的趋势未变，加之大宗商品上行以及基期轮换后，物价中枢上行的风险加大，利率水平在二季度仍然面临上行风险，建议投资者维持谨慎。

金融工程：宽基指数结构分化，公募基金加仓消费、金融地产(张雨蒙)

指数方面，扩散指标择时模型显示，宽基指数目前涨跌不一，创业板指仍处于地位小幅震荡，其他宽基指数扩散指数均呈结构性加速上行态势。各宽基指数中，当前沪深300指数结构最优，约有51.3%的个股处于短期上涨趋势，上证指数次之（48.4%）。按照今年结构周期的时间窗口长度来看，大约每1个自然月时间为一个上涨或下跌波段。当前来看，主要宽基指数短期内仍将继续上行。

风格方面，根据基金风格偏离度模型，股票型基金上周加仓消费、金融地产板块；TMT、中游制造、周期近期仓位减少。

行业方面，资金模型结论表明，过去一个月呈主动资金净流入的行业较少且资金体量较小（仅有三个行业超过100亿），分别为食品饮料383亿、农林牧渔267亿、建材132亿。主动资金净流出较多的行业为计算机（-2626）、电新（-2171）、基础化工（-1593）。主动资金抱团的核心行业相比一个月前变化较大，食品饮料、农林牧渔、建材主动净流入位列前三，市场进入无方向阶段。北上资金方面，截止至2月28日，过去一个月主动资金净流入最多的行业为农林牧渔7489亿、有色金属6277亿、房地产4665亿，主动资金净流出最多的行业为食品饮料-27046亿、医药生物-20025亿、电子-17123亿。主动资金在近一个月行业轮动迹象明显。

食品：重视百亿市值的细分赛道食品龙头（马铮）

在春节前的一个季度路演中，可以明显感受到大市值龙头更加受到机构重视，百亿市值以下的标的因基本面确定性、研究性价比、交易因素等方面原因，难以与大市值公司在受重视程度、研究深度上相比。我们认为，这存在一定合理性。大市值公司本身说明了该类公司具备适合企业发展的外在环境和特有的内在优势，这类公司在经营业绩的持续、成长等方面的可预测性更强，是机构投资者的战略级投资标的。

部分市值偏小的公司因其上市时间偏短、行业更为细分、可比标的更少等原因，企业发展的外部因素容易产生认知盲区，企业内部的竞争优势同样难以与大行业中的大公司相“比较”。我们认为，不同行业的公司“比较”，会存在绝对实力上的差距，如品牌、渠道、人才、公司化治理等方面，但因“术业有专攻”的存在，细分行业中企业能够胜出的竞争优势不能全部用绝对实力因素体现。能够在细分赛道的残酷竞争中培育出品牌，在一些看似进入门槛很低、做大很难的行业中，逐步实现了产品力、渠道力、品牌力的积累，这类企业自身在行业内部具有一定的竞争优势。上市后，这类企业在细分行业内部的优势会得到更快的提升，在品类、渠道等方面优化、扩张，进而在时间维度上实现品牌力积累。懂得建立并逐步夯实自身优势，以自身优势支撑清晰、可落地的战略，在企业文化、团队建设、激励机制等方面充分保障战略定力和执行力，这类企业即使小，也值得重视。

食品公司重点推荐：盐津铺子、日辰股份、天味食品、贻海国际、安井食品、绝味食品、煌上煌，关注：甘源食品、华文食品

白酒公司重点推荐：贵州茅台、五粮液、山西汾酒、泸州老窖、洋河股份、今世缘、酒鬼酒

军工：“两会”召开在即，军工有望再迎政策催化（张润毅）

坚定信心，不惧调整，重点关注优质赛道“两高一低”龙头个股。1）军工板块历经四周深度回调后逐步企稳：大盘近期整体走弱，02.22-02.26 上证综指跌 5.1%，军工板块跌 2.4%，跑赢大盘 2.7 个百分点，排名 9/29。2）我们认为，回调带来配置机会，建议聚焦优质赛道高业绩、高弹性、低估值龙头个股：①目前军工板块 PE_TTM 已由年初的 98 倍调整至 77 倍，其中新材料、军工电子对应 2021 年 PE 已调整至 45-50 倍区间，正是低位建仓的好时机；②军工基本面改善、产业趋势拐点向上已于企业 2020 年业绩中再次验证，截至 2 月 26 日，55 家发布 2020 年业绩预告的军工企业中，净利润中位数同比增幅超 50%的高达 30 家，充分印证行业高景气度。③“十四五”将是国防建设的黄金时期，军工核心资产有望实现跨越式发展，在“装备升级+国产替代”的核心逻辑下，聚焦订单、业绩率先兑现的新材料、军工电子等优质赛道，自下而上精选高景气、低估值的龙头个股。

国资委表示将加大对国防军工等领域投入，国企改革也有望加快推进。1）据国资委官网报道，2 月 23 日，国资委秘书长、新闻发言人彭华岗表示国资委将推动国有资本向关系国家安全和国民经济命脉的重要行业领域集中，加大对国防军工、能源资源粮食供应、骨干网络、新型基础设施等领域投入；2）我们认为，“两会”召开在即，国资委发言人的表态将从政策层面利好军工，强化市场对军工的改革预期，也将提升国防建设的速度与质量。

“两会”召开在即，军费备受关注，有望和国民经济协同增长。1）复盘 2005-2020 年行情，军工板块在“两会”前后表现均十分亮眼：2005-2020 年“两会”召开前、后一个月军工板块出现上涨概率为 88%/69%，涨幅超 5%概率为 63%/50%，较大盘出现超额收益概率为 75%/44%，我们认为系“两会”前后市场对板块预期易受消息层面影响所致；2）我们预计我国“十四五”军费开支复合增速将持续高于 GDP 增速：①我国军费虽连续四年破万亿但仍仅为美国的四分之一，占 GDP 比重更是低于世界主流国家，我们判断，为实现建设世界一流军队的目标，未来我国军费开支将维持适度增长并与国民经济实力相匹配；②据《新时代的中国国防》白皮书统计，2010-2017 年我国装备费支出由 1774 亿元上升至 4288 亿元，CAGR 达 13.4%，占军费比重由 33%升至 41%，我们判断，为弥补与发达国家的差距，今后装备费占比将继续提升；3）军费刚性增加将有效牵引产业需求，军品采购结构亦有望优化，建议重点关注航空航天（尤其是新型军机、导弹）相关产业链。

投资主线与受益标的：重点布局四大主线：1）军工新材料：西部超导(钛材+高温合金)、中简科技(碳纤维)、光威复材（碳纤维)、菲利华（石英材料)；2）军工电子（元器件/芯片/半导体)：宏达电子、火炬电子、鸿远电子、苏试试验、赛微电子等。 3）核心资产：航发动力、中直股份、中航沈飞。4）航空制造：爱乐达、利君股份、三角防务。

风险提示：军工订单波动较大的风险；国防工业改革低于预期的风险。

报告速览

【固收】债券专题报告：电驱减速箱齿轮放量，猪权重下油权重上，基期轮换将使通胀中枢抬升（李一爽）

摘要：我国 CPI 与 PPI 每五年进行一次基期轮换，2021 年 1 月正好是 2020 年基期轮换后新权重使用的第一个月。经过我们的研究，在本次基期轮换后，食品尤其是猪肉在 CPI 中的权重被显著调降，而 PPI 中周期类行业权重多数调降，但能源开采行业的权重被调升，这将使物价中枢进一步抬升。

我国使用“链式拉氏方法”进行物价指数的计算，在得到各分项的定基指数后，以其基期权重，通过算术平均的方式计算总体 CPI 的定基指数。在这样的方法下，在基期确定后，如果某类商品的价格出现了大幅上行，高于总指数的变化，那么其在 CPI 中的权重就会相应提高。在 2015 年的基期，猪肉在 CPI 的权重约为 2.5%。但由于非洲猪瘟的影响，猪肉价格在 2019 年下半年的大幅涨价导致其权重加速上行。如果以环比权重衡量，猪肉在 2020 年 2 月最高升至 5.3%，在 12 月也维持在 4.5%。若不进行本次基期轮换，猪肉在 2021 年 1 月的权重将维持在 4.7%。而在本次基期轮换中，统计局在根据最新的居民消费支出重新测算的同时，还剔除了非洲猪瘟、新冠疫情等因素的异常影响。猪肉 2021 年 1 月环比权重降至 2.1%,不足调整前的 1/2。而其在 2020 年基期的均值也仅有 2.2%。

尽管按照国家统计局的说法，2020 年的基期的权数总体变动不大，但是波动相对较大的食品权重的变化仍会对整体 CPI 带来显著的影响。除了猪肉之外，食品的权重也被普遍调降。牛羊肉在 2021 年 1 月的环比权重从 2.6%降至 2.2%，鲜菜权重从 3.2%调降至 2.1%，鲜果、水产品和粮食的新权重与调整前大致相当。食品的整体权重从 25.3%降至 19%。

尽管按照统计局的说法，本次基期轮换对 CPI 各月同比的影响不大，但这主要是由于 2020 年食品价格的波动不大的影响。在 2021 年，猪肉价格存在较大的下行压力，在猪肉乃至食品整体的权重被调降后，CPI 的中枢可能较此前市场预期有所走高。因此我们按照新权重对于全年 CPI 进行了重新估计。我们假设猪肉价格在 2021 年的均值为 44 元/公斤，年末降至 37 元/公斤。牛羊肉与禽肉价格假设其与历史均值和猪肉价格相关，随着猪肉的下行小幅回落，其他食品按照历史均值估计，核心 CPI 环比略高于过去 5 年的均值。原油价格假设全年均值约 63 美元/桶。在这样的假设下，我们估计 2021 年全年 CPI 的均值大约在 1.3%左右，较调整前上升了 0.4%。尤其是在 2021 年下半年，猪肉价格同比降幅可能增大，但是权重的下调会减少彼时的拖累。上半年 CPI 的高点可能仍将低于 2%，全年的高点在 11 月，可能会略高于 2%。

在 PPI 方面，我们使用 2020 年各行业的营业收入对于 PPI 权重的基础进行计算。如果与 2015 年进行对比，我们发现在本次基期轮换后，周期性行业的权重被普遍下修，但能源加工行业则从 3.1%上升到 3.9%。与此同时，消费行业的权重也出现了一定的下行，上升较多的主要在设备制造业。

如果将 2021 年 1 月新基期与旧基期的环比权重相比较，周期性行业中开采环节的下行幅度更大，煤炭开采、原油开采、黑色开采、有色开采以及非金属建材开采的权重分别从 2.9%、0.7%、1%、0.7%和 0.5%下降至 2.1%、0.7%、0.4%、0.3%和 0.3%，仅原油开采的权重不变；冶炼与加工环节中，化工、非金属、黑色的权重下行幅度较大，分别从 7.5%、5.8%、8.2%和 5.5%变为 6.1%、5.2%、7.4%，有色权重维持在 5.5%左右，而能源加工行业则从 3.3%上升到了 4.1%。而其他行业的权重变动与基期类似，消费品行业有所下滑，但设备制造业有所上升。

尽管周期性行业在我国工业行业中的占比不高，但是类似于 CPI 中的食品项，其同样贡献了较大的波动。在 2021 年 1 月，除原油外多数周期品价格同比均已转正。在 2021 年 1 月，OPEC 一揽子原油价格的均值为 54 美元，较 2020 年 1 月的 65 美元下降了 16%。由于周期性行业中，价格同比正增长的行业权重调降，对 PPI 正贡

献减弱，同比负增长的能源加工项权重上升，对于 PPI 负贡献加强，因此 1 月市场对于 PPI 普遍出现了高估。用 2020 年各月 PPI 环比推算出的同比增速也要高于统计局公布的 1 月 PPI 同比增速。这本质上是由于国家统计局没有根据调整后的基期权重对于 PPI 环比的历史值进行修正。

为了更好的估计，我们根据 2020 年新基期的权重以及各分项价格指数的历史变化，合成并追溯了新权重下 PPI 的定基指数，这样就可以避免历史数据没有修正可能带来的估计偏差。到了 2 月，OPEC 一揽子原油价格均值上升到了 60.9 美元，较 2020 年 2 月 55.5 美元上升近 10%，此时原油权重上调对于 PPI 相对于原先的权重就会产生更大的正贡献，用各月环比推算出的同比高于统计局公布的同比的现象也将不复存在。根据我们对于高频数据的拟合，我们估计在新权重下，2 月 PPI 的环比增速可能达到 0.5%，同比增速也有望接近 1.5%。

我们还根据新权重重新估计 PPI 的全年走势。假设煤炭、铁矿石、有色价格维持在当前的高位，钢材价格相对于当前水平上升 2%，化工品价格相对于当前水平上行 10%，原油价格维持在 63 美元/桶。在这样的假设下，全年 PPI 的中枢将从我们之前估计的 3%左右上修到 3.6%，5 月的高点可能达到 5%，而在二三季度 PPI 中枢都将维持在 4%，直到 2021 年 12 月 PPI 增速才会回落至 3%左右。

从债券市场的角度看，尽管短期来看，资金利率有望维持平稳，一季度国内经济短期可能不及预期，加上海外再通胀预期对于国内的影响偏间接，因此利率水平仍将维持震荡格局。但是随着两会后专项债额度的落地，在央行对于中长期流动性投放仍然谨慎的背景下，供给冲击可能再现，国内出口与房地产投资短期内仍然有望维持韧性，经济上行的趋势未变，加之大宗商品上行以及基期轮换后，物价中枢上行的风险加大，利率水平在二季度仍然面临上行风险，建议投资者维持谨慎。

风险因素：估计方法存在一定偏差；国内外政策超预期。

【机械】双环传动（002472）公司深度报告：电驱减速箱齿轮放量，RV 减速机厚积薄发(罗政)

产能利用率提升至较高水平，盈利能力迎来拐点。公司创建于 1980 年，深根齿轮行业 40 余年，目前已经发展为全球生产规模最大、实力最强的齿轮零部件专业制造企业之一。目前产品包括乘用车齿轮、商用车齿轮、工程机械齿轮、电动工具齿轮、摩托车齿轮、同步器和减速器等，下游客户主要为博世、采埃孚、利勃海尔、卡特彼勒、康明斯、博格华纳、伊顿、西门子等全球知名企业。公司在汽车下行周期逆势扩产，但由于固定资产折旧增加、财务费用增长以及产能利用率不足等多重因素，公司盈利能力下滑业绩承压。2020 年下半年以来，由于公司积极拓展新客户以及行业层面明显复苏及新品放量，公司整体产能利用率已经提升到较高水平，未来盈利能力有望迎来拐点。

电驱减速箱齿轮快速放量，市占率有望持续提升。随着电动汽车销量的快速增长，电驱减速箱齿轮需求迎来爆发。根据我们测算，至 2025 年全球和中国纯电齿轮的需求有望达到 1260 万套和 630 万套，对应的市场规模分别为 105.84 亿元和 52.92 亿元。与传统燃油车的变速箱齿轮相比，电驱减速箱齿轮的技术和工艺要求更高，对齿轮精度和齿部啮合品质要求更为苛刻。公司作为全球齿轮的领军企业，其电驱减速箱齿轮除为国内品牌上汽、吉利、比亚迪、广汽等多款新能源车型配套外，还和博格华纳、日电产、大陆、舍弗勒等外资品牌有深入合作，2019 年公司新能源汽车齿轮在公司乘用车齿轮中的占比已经达到 30%，未来随着电动汽车的增长，公司纯电齿轮有望快速放量。同时，目前电动汽车企业鲜有自建电驱减速箱齿轮产能，而是选择外购，因此公司齿轮市占率有望进一步提升。

RV 减速机国产品牌龙头地位显现，未来增长可期。根据我们测算，目前，全球机器人 RV 减速机需求为 110.2 万台，对应的市场规模约为 66.12 亿元；我国机器人 RV 减速机需求约为 38.68 万台，对应的市场规模约为 23.21 亿元，至 2024 年 RV 减速机需求有望达到 71.21 万台，对应的市场规模有望达到 42.73 亿元。目前我国 RV 减速机大部分市场份额仍旧被纳博特斯克、住友重机、Spinea、赛劲(SEJIN)等外资企业占据，其中纳博特斯克在我国 RV 减速机的市占率达到 60%左右。近年来，国内多家企业投入到 RV 减速机的研发与生产当中，而经过多年的验证，双环旗下子公司环动科技已经初步具备了国内龙头品牌特征，下游客户包括新松机器人、埃夫特、卡诺普、广州数控等国产机器人本体头部企业，预计 2020 年公司 RV 减速机销量有望超过 3 万台，我们认为随着公司产品得到越来越广泛的客户认可，出货量的增长与产品线的扩容也是稳定可期。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2020 年至 2022 年净利润分别为 0.41 亿元、2.06 亿元和 4.06 亿元，相

对应的 EPS 分别为 0.06 元/股、0.30 元/股和 0.59 元/股，对应当前股价 PE 分别为 156 倍、31 倍和 16 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险因素：汽车销量下滑；纯电齿轮需求不及预期；RV 减速器拓展不及预期

【电子】澜起科技（688008）公司深度报告：服务器 CPU 升级，内存接口随风起波澜(方竞)

澜起科技成立于 2004 年，是国际领先的高性能处理器和全互连芯片设计公司，目前的产品包括内存接口芯片、PCIe Retimer 芯片、服务器 CPU 和混合安全内存模组等。

服务器市场已有转暖迹象，内存不断升级。随着云计算、AI 等新兴应用的兴起，全球范围内的数据中心需求持续增长，服务器作为数据中心成本中最大的部分，市场规模快速扩张。据咨询机构 IDC 统计，2020 年前三季度全球服务器市场规模达 652.1 亿美元，同比增长 5.5%。而从出货量情况来看，前三季度出货约 882.9 万台，同比增长 5.8%。按照 CPU 架构区分，x86 架构仍是目前服务器市场的主要类型，2019 年全球 x86 架构服务器营收约 838 亿美元，占比 91.4%。在 x86 服务器 CPU 领域，Intel 仍是主要玩家，始终占据 9 成以上份额，引领着服务器 CPU 市场发展。

2020 年上半年因为疫情原因，居家工作/学习成为新的生活方式，在线会议、视频/游戏等激发了服务器需求，Intel 的数据中心业务保持了较快增长。而 2020 年下半年，疫情影响逐渐消退，服务器市场进入去库存阶段，产业链厂商业务有所放缓。就 1Q21 而言，intel 指引一季度的数据中心业务营收同比下滑 25%；剔除 NAND 业务后，数据中心业务营收同比下滑 15%。不过服务器市场已有转暖迹象，具体而言，信骅主要产品是服务器管理芯片，在服务器领域市占率较高，自 2018 年以来其季度营收与 Intel 数据中心业务表现出了较高的趋同性，因此其月度营收和订单情况对服务器景气度或有一定的前瞻性。目前，信骅月度营收已经连续三个月（2020 年 11 月-2021 年 1 月）同比正增长，或在一定程度上反映出服务器市场的转暖迹象。

DDR5 已经蓄势待发，根据 Intel 的指引，支持 DDR5 的服务器 CPU 有望在 2021 年下半年至 2022 年上半年推出。DDR5 内存接口芯片数量将有所提升，一方面是 CPU 支持的通道数增加，另外则是 LRDIMM 架构从“1+9”到“1+10”，增加一颗 DB 芯片。此外，服务器 DDR5 内存模组（主流模式）还将搭配几颗配套芯片：一颗串行检测芯片（SPD）、一颗电源管理芯片(PMIC)及两颗温度传感器(TS)；普通台式机、笔记本电脑内存模组（主流模式）一般搭配一颗串行检测芯片（SPD）及一颗电源管理芯片(PMIC)。内存接口芯片升级叠加配套芯片的使用将提升市场空间，进而有望推澜起科技的业绩表现。

盈利预测与投资评级：我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 11.0、14.1、19.2 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.22、1.65 元，对应 2021 年 2 月 26 日收盘价（74.14 元/股）市盈率 77.9、60.8、44.8 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险因素：DDR5 市场导入进展不及预期；intel 处理器发布时间不及预期；新产品进展不及预期。

【固收】债券月报：财政放过了头，货币的水不够——2 月全球金融市场回顾与展望(李一爽)

2 月全球市场的核心变量在于美国财政刺激的力度超出市场的预 期，再通胀交易成为了 2 月全球金融市场的主旋律。

疫情方面，1 月中旬开始海外主要发达经济体疫情出现显著缓解，死亡率 也出现了显著回落，全球疫苗接种率加速提升。部分国家已放松疫情管控， 市场对于疫情的担忧进一步减弱。

政策方面，民主党绕开共和党以预算调节框架快速推进 1.9 万亿刺激法 案，计划于 3 月 14 日联邦失业救济金到期前通过法案；与此同时，拜登 分别会见两党议员与劳工领袖讨论基建问题，基建计划的预期升温。若考 虑 1.9 万亿刺激法案，美国财政赤字可能升至 3.5 万亿，甚至超过 2020 年的水平，而基建计划可能使赤字规模进一步增加。而以当前美联储的购 债速度，后续财政赤字扩张可能带来的供给是难以消化的。但最近美联储 的表态对于美债利率的上行保持了开放的态度，并淡化了对于通胀攀升的 担忧。尽管其承诺维持

当前的零利率及购债计划。但市场认为要么美联储 对未来通胀判断有误，要么在未来经济上行的环境中联储不会无动于衷。

经济数据方面，2 月海外数据整体仍在上行的趋势中，欧美主要经济 PMI 指数再创新高，工业生产继续恢复。尽管消费者信心指数出现了回落，但 600 美元支票发放对于居民支出的作用立竿见影，零售数据显著走强，但 在服务业仍受疫情限制的背景下，主要经济体 CPI 数据仍然温和。

在这样的背景下，再通胀交易成为了市场的主题。大宗商品价格快速上 行。10 年期美债利率突破了 1.5%，收益率曲线显著趋陡。美元指数维持 在 90 上下波动，海外权益市场的震荡加剧，前期强势的以纳指为代表的 成长股出现了显著的调整，而以道指为代表价值股表现则相对强势。

展望后市，疫情对于市场的冲击有望进一步减弱，随着海外经济体逐步解 封，市场对于经济复苏的预期有望继续增强。1.9 万亿纾困方案大概率在 3 月中旬通过，随后拜登将进行首次国会演讲，并在演讲中公布其长期经 济重振计划，市场关注的基建计划详情可能也浮出水面。

在这样的背景下，美联储陷入了两难的境地。如果维持当前的态度，在财 政扩张的预期下，美债利率的上行势头可能很难停歇。尽管美联储当前的 主流观点仍然是经济前景向好带来的利率上行是合理的，但不管是实际利 率还是通胀预期的快速上行带来的名义利率走高，都会造成金融条件收 紧，从而对复苏产生冲击。当前 1.5%的 10 年期美债收益率，已经与标普 500 指数的股息收益率大致相当，如果美债利率延续快速上行的态势，美 股的波动可能将进一步加大。因此，美联储目前可能也在密切关注利率水 平的变化，在期限利差显著走扩的背景下，如果当前的势头持续，我们认 为美联储可能会释放加大购买长端债券的信号，来遏制利率上行的幅度。

在基准预期之下，尽管经历了前期的快速上行，大宗商品价格可能面临短 期的回调，但如果基建计划的预期继续升温，尽管其对经济产生实质性影 响的时间可能更晚，但在前一轮刺激计划的落地期内，海外经济可能受到 进一步的提振，而在基数效应影响下美国 CPI 高点可能突破 3%，在市场 对基建计划的憧憬下，大宗商品可能仍将维持高位。尽管美债利率仍在上 行的趋势中，但考虑到美联储可能对其释放进一步的信号，美国 10 年期 国债利率可能冲高回落，短期维持在 1.5%上下波动，等待未来财政刺激 方案与货币政策态度的明朗化。在这种情况下，美元指数未来大概率仍将 在 90 的低位震荡。美股短期回调的风险加大，但考虑到美联储仍然可能 采取措施，叠加财政刺激的预期，其趋势性走弱的可能性并不高，前期高 估值板块可能面临一定的调整，价值股跑赢成长股的现象有望延续。

风险因素：美国货币政策超预期、财政刺激规模超预期

【煤炭】行业周报：货船比回落，期货升水！（左前明）

我们认为，当前正处在煤炭经济新一轮周期上行的中期，基本面、政策面、公司面共振，现阶段配置煤炭板块正当时。

供给方面，“十三五”期间表外产能合法化带来供给增量边际收敛；新建煤矿大型化、智能化、规范化使得行业进入门槛明显提升，同时大型煤炭集团受制于财务负担和转型述求，新建煤矿的能力和意愿明显收敛，未来供给端增量呈边际收缩态势；

需求方面，当前仍处于库存周期上行阶段， 2021 年宏观政策的定调是“保持连续性、稳定性、可持续性”；财政政策的总基调是“更可持续”的积极财政要兼顾稳增长和防风险；国内稳增长政策有望延续。

2021 煤炭供需同比趋紧，煤价中枢上移、企业盈利改善确定性高。

中长期看，煤炭需求在“十四五”期间仍将稳步增长，行业有望维持高景气度，资本市场对煤炭行业预期过于悲观，存在修复空间。我们全面看多煤炭板块，继续推荐关注煤炭的历史性配置机遇。

重点推荐 2 条投资主线：一是现金流强劲的低估值、高股息动力煤龙头的兖州煤业、陕西煤业、中国神华；三是具备显著成长性同时受益限制澳煤进口催化的平煤股份、盘江股份、西山煤电、淮北矿业。

风险因素：进口煤管控放松，安全生产事故；下游用能用电部门继续较 大规模限产；宏观经济大幅失速下滑。

【机械】行业周报：智能工业基础零部件之二：机器视觉(罗政)

机器视觉让机器拥有了像人一样的视觉功能，能更好地实现各种检测、测量、识别和判断功能，在工业中的应用不断拓展。根据 Markets and Markets 统计数据，2020 年全球机器视觉市场规模约 96 亿美元，近十年增速稳定在 12%，从地区分布看，机器视觉主要集中在欧美和日本等工业发达地区。德国机器视觉市场份额占比最高，达到 29.76%；美国位居第二，为 24.50%；近年来，中国机器视觉应用保持快速增长，2019 年中国机器视觉行业销售额达到 103 亿元，较 2013 年翻了 3 倍，年复合增长率达到 31.69%。但是从康耐视和基恩士等全球机器视觉龙头的收入地区分布情况看，来自于中国的销售收入占比仍然较小，这与我国制造业在全球的规模占比不相称，可见，机器视觉在中国的渗透率仍然较低。从竞争格局来看，机器视觉行业由少数国际龙头垄断，呈现两强对峙状态。美国的康耐视(cognex)及日本的基恩士(Keyence)两大巨头几乎垄断了全球 50%以上的市场，在我国市场也占据主导地位。奥普特作为国内机器视觉的领军企业，在机器视觉产业链中的布局也是国内企业中最完善的，实现了光源、光源控制器、镜头、相机等硬件的布局，也实现了视觉控制系统等软件的布局，还具备为客户提供各种解决方案的能力。

本周核心观点：(1) 全面把握高端制造、智能制造主题，围绕工业装备数字化、工业互联自动化的大方向优选标的。重点推荐工业机器人国产龙头品牌埃斯顿、工业控制装置优势品种川仪股份，激光产业用控制系统柏楚电子、重点关注 DCS 龙头并切入工业软件体系的中控技术、关注工业自动化链条上优质标的埃夫特、汇川技术、绿的谐波等；

(2) 继续选择成长空间明确的主流赛道，优选竞争优势持续夯实的优质公司：光伏设备领域，工艺迭代呈现加速趋势，高成长的贝塔叠加工艺更迭带动的设备更替需求，捷佳伟创等公司我们是持续推荐；锂电设备处在行业扩容的大赛道上，行业景气度抬升，设备公司具备贝塔属性，持续关注克来机电、先导智能、诺力股份等；核电领域，华龙一号全球首堆——中核集团福清核电 5 号机组首次并网成功，核电预期升温，2019 年以来持续批复新增机组，且核心零部件国产化加速，重点推荐江苏神通、中密控股；

(3) 受益监管政策强化，多个细分行业迎来行业空间扩容机遇，消防监管政策强化带动消防设施需求提升，重点推荐青鸟消防；受益建筑安全领域政策强化，建议关注减隔震行业，关注震安科技；受益国内安全生产政策执行力度强化，建议关注防爆电器行业，重点关注华荣股份；

(4) 工业制造业需求持续复苏，12 月工业企业利润同比增加 20.1%，在通用设备领域继续优选优质品种，重点关注锐科激光、安徽合力、国茂股份等；

(5) 考虑细分赛道上的长期稳定性和成长性，继续重点推荐广电计量，关注华测检测、安车检测、捷昌驱动、弘亚数控等。

风险因素：全球疫情加速扩散，海外复工复产之后需求提振低于预期， 国内后续经济增长乏力。

【通信】行业周报：物联网芯片国产化提速，赋能物联网发展(蒋颖)

【物联网模组】中低速率物联网芯片国产化进程加快，有望促进物联网繁荣发展。在芯片自主自研浪潮下，国产物联网芯片企业逐渐崛起，本周 MWC 大会上，国产芯片厂商纷纷展出最新产品，主要集中于 NB、CAT1 领域。从国产芯片推进情况来看，国产物联网芯片企业主要有：1）NB：海思、紫光展锐、移芯、芯翼等；2）CAT1：紫光展锐、ASR、移芯；3）CAT4 以上：MTK、紫光展锐、ASR、海思等。根据 GSMA 报告的最新预测，中国 5G 连接数在 2022 年将破 5 亿，在 2025 年有望破 8 亿，有望引领全球 5G 发展，物联网等下游应用未来发展空间大。建议关注：【移远通信】(全球模组龙头)、【广和通】(细分赛道优质企业)、【威胜信息】(能源物联网优质企业)、

【移为通信】(M2M 终端优质企业)。

【智能控制器】本周和而泰发布 2020 年年报，拓邦股份发布业绩快报，营收和利润均实现较快增长。2020 年和而泰实现营收 46.66 亿元，同比增长 27.85%，实现归母净利润 3.96 亿元，同比增长 30.54%；拓邦股份 2020 年实现营收 55.60 亿元，同比增长 35.65%，归母净利润 5.34 亿元，同比增长 61.49%。我国智能控制器市场规模已超过 2 万亿元，增速超过 10%，受益于 5G 和物联网兴起，智能家居、车载等细分赛道有望迎来新的增长拐点。智能控制器量价齐升和产业链东移有望推动国内智能控制器龙头超行业速度发展。建议关注：国内智能控制器龙头企业【和而泰】、【拓邦股份】。

【车联网】软硬端齐发力，通信巨头车联网布局再进一步。在 MWC 会上，中兴通讯推出了 5G+V2X 系列产品和远程云控平台的解决方案，华为 HiCar 被搭载在比亚迪汉系统首次亮相。通信巨头加速在车联网软硬两端的布局，有望推动车联网解决方案加速落地。建议关注：切入汽车 Tier1 产业链厂商【和而泰】；全面布局新能源/智能汽车方向的通信设备龙头【中兴通讯】；车载模组企业【移远通信】、【广和通】。

【5G 消息】5G 消息 MWC 大会受热捧，产业生态已初步成型。5G 消息可服务于 To C、To B 甚至 To T 用户，市场业务空间广阔，GSMA 官网数据显示，预计到 2021 年，基于 RCS 的行业短信市场总额总额可达到 740 亿美元。国内产业生态已初步成型，在商用推进层面，三大运营商联合产业合作伙伴积极推进 5G 消息平台建设，目前网络均已具备大规模商用条件；在终端推进方面，截止目前，主流手机厂商已发布超过 60 款终端支持 5G 消息；在应用生态构建方面，5G 消息充分展示了与千行百业融合的创新应用场景。建议关注【梦网科技】(5G 消息龙头厂商，提前布局抢占 5G 消息商用赛道)、【号百控股】(中国电信 A 股唯一上市平台)、【吴通控股】(旗下国都互联为三大运营商 CSP 合作伙伴)、【中嘉博创】、【神州泰岳】、【银之杰】。

风险提示：5G 建设不及预期、云计算发展不及预期、中美贸易摩擦、新冠疫情蔓延。

【纺服】森马服饰(002563) 公司点评报告：Q4 收入环比改善，业绩拐点确立 (汲肖飞)

20Q4 收入增速环比改善，净利同比大增。分季度来看，20Q4 公司收入为 57.17 亿元、同降 5.90%，净利 5.87 亿元、同增 142.29%，增速较前三季度显著改善。剔除 Kidliz 并表影响，我们估计 20Q4 公司收入高个位数增长，利润总额同增约 50%，冷冬催化、疫情影响改善下终端销售回暖明显，估计童装收入同增约 15%，休闲装收入下滑约 10%，公司门店数量同降约 10%，电商、同店驱动收入保持增长。

21Q1 业绩预计持续恢复，全年表现值得期待。21Q1 受疫情改善、基数低、冷冬催化等影响，我们估计公司收入同增 20%+，净利表现显著改善。全年来看巴拉巴拉童装行业龙头优势凸显，线下有望恢复开店，线上收入增速同比提升，带动整体收入增长；休闲装森马品牌收入有望恢复增长，渠道结构进一步优化，品牌变革持续投入。

童装巩固领先优势，休闲装持续优化调整。公司以童装业务为主，估计 2020 年童装收入占比为 65%，净利占比更高。2019 年巴拉巴拉在童装行业市占率约为 7%，规模显著优于竞争对手，未来公司在设计、营销、渠道等方面持续发力，强化产品竞争力，有望享受童装行业发展红利、保持稳健增长。休闲装方面公司持续优化调整，新管理团队到位后加大产品研发设计投入，契合年轻消费群体，推动森马品牌收入改善。

盈利预测与投资评级：由于公司盈利恢复超预期，我们上调 2021-22 年 EPS 为 0.60/0.76 元(原值为 0.58/0.73 元)，目前股价对应 21 年 15 倍 PE。公司估值处于较低水平，短期业绩拐点显现，未来成长确定性较强，行业优势地位凸显，维持“买入”评级。

风险因素：疫情影响超预期风险，市场竞争加剧风险，存货减值风险等。

【家电】行业周报：空调景气如期回暖，大宗价格延续上涨趋势(罗岸阳)

本周基本行情：本周家电板块涨跌幅为-5.13%，沪深 300 指数涨跌幅为 1.34%，家电板块跑输沪深 300 指数

6.47 个百分点，在所有一级行业中排序 19/28。

原材料价格全面大幅上涨：本周主要原材料价格纷纷上涨，其中铜价同比上涨 68.15%，突破 9500 美元/吨；铝价同比上涨 30.62%；冷轧板均价同比上涨 39.2%；最新中塑指数同比上涨 27.09%。我们预计未来原材料价格仍将保持较高水平，将会对家电企业成本端造成一定压力。

空调产销两旺，内销大幅增长： 2020 年春节在 1 月，需求在 12 月提前释放，导致 1 月基础较低，今年 1 月内销大幅增长。此外，由于消费需求旺盛、原材料价格上涨企业储备货源等，产量增速也显著提升。

外销景气度持续提升，海外需求依然强劲：海外疫情反复下，我国供应链优势明显，空调外销表现突出，连续 8 个月实现增长。由于海外需求强劲、经销商因汇率波动和原材料上涨提前备货等因素，1 月出口依然火爆，增速进一步攀高。

内需复苏确定性高、海外需求强劲叠加原材料价格上行，企业积极排产：根据销售数据可看出，国内市场空调需求回暖，海外需求持续旺盛，企业积极排产应对提货量增加，并在原材料持续上行期间加紧备货。3 月行业排产量为 1779 万台，同比增长 15.7%。

零售端销售火爆，渠道库存下降，预计二季度开始备货将出现补库存需求：由于此前企业持续加紧备货，行业工业库存量上涨；零售端需求旺盛导致渠道库存大幅下降，1 月渠道库存为 2262 万台，周转月数降至 3.3，环比降幅明显。我们认为，二季度渠道商将逐步开始备货，预计将有一部分补库存需求。

投资策略：1 月空调行业景气度持续提升，内外销双双高增长，行业进入上行周期趋势较为确定。我们持续推荐效率领先的平台型家电龙头美的集团，积极关注私有化后效率显著改善的海尔智家以及渠道调整逐步推进、市场份额逐步回升的格力电器。同时，新能效空调占比不断提升有利于推动电子膨胀阀等核心零部件需求提升，建议积极关注受益行业结构提升的三花智控。

风险因素：宏观经济波动风险；原材料价格波动风险；出口汇率波动风险等。

近期电话会议提示

近期电话会议预告及回顾

表：近期电话会议预告及历史一周会议

会议主题	行业	日期	参会方式
3 月金股电话会议	金股相关行业	2 月 28 日（周日）	
IDC 专家电话会议邀请	通信	2 月 28 日（周日）	
信达 TMT 每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	2 月 28 日（周日）	
复合调味品专家电话会议邀请	食品	2 月 28 日（周日）	
信达大制造周度电话会议	军工/机械/电新	3 月 3 日（周三）	请联系对口销售
信达 TMT 每周谈电话会议	电子/计算机/通信/传媒	3 月 7 日（周日）	请联系对口销售
信达周期半月谈会议	煤炭/化工/有色/石化	3 月 7 日（周日）	请联系对口销售

资料来源:信达证券研发中心

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	欧亚菲	18618428080	ouyafei@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@cindasc.com
华南	江开雯	18927445300	jiangkaiwen@cindasc.com
华南	曹曼茜	18693761361	caomanqian@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称"信达证券")具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：**股价相对强于基准 20%以上；	**看好：**行业指数超越基准；
	增持：股价相对强于基准 5%～20%；	**中性：**行业指数与基准基本持平；
	持有：股价相对基准波动在±5%之间；	**看淡：**行业指数弱于基准。
	卖出：股价相对弱于基准 5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。