# 国都投资研究周报 2021.2.22-2.26

## 本周策略：

### 大小盘市值风格逆转能否持续？

**一、市场焦点：大小盘市值风格逆转能否持续？**

**1、市场脉动：大小盘市值风格短期逆转。**农历牛年开市交易前两日，A 股市场风格发生显著逆转，机构抱团的大市值头部公司普遍高位显著回调，而此前趋势下跌的中小市值尾部公司反弹明显；节后两个交易日代表机构抱团的绩优股、高价股指数均下得 3.3%，代表头部大市值公司的中证 100、沪深 300、上证 50 各下跌 0.6%、0.5%、0.4%，而代表尾部小市值公司的中证 1000、国证 2000、低价股、微利股指数分别上涨 3.6%、5.1%、5.4%、6.2%，此前头尾部公司持续分化短期逆转。

行业板块表现来看，家电、食品饮料、电气设备及新能源、医药生物、休闲服务等前期强势大消费为主的板块领跌 3.9-2.2%，而采掘、有色、建筑、房地产、非银金融等传统周期板块领涨 8.7-4.0%，尤其近期全球复苏与再通胀交易模式下的资源板块表现亮眼。

**2、风格短期逆转的原因？头部公司已进入估值泡沫化初期阶段，驱动力由提估值转为业绩预期差。**20 年 8 月初至 21 年 2 月 8，表征头尾部公司指数持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深 300 上涨 22%，而中证 1000 下跌 15%。期间欧美疫情防控压力持续，全球宽松政策延续，美元流动性充裕；而我国经济修复领先，正处于后疫情恢复的中后期，基本面上行支撑结构性牛市下半场，按“估值修复—业绩增长与提估值-估值泡沫化”的牛市三阶段行情来看，当前 A 股市场的白马龙头股的第二阶段业绩增长预期提前反应较为充分，已步入三阶段的泡沫化初期。

按当前国内无风险利率 3.0-3.3%计算，国内资金对绩优白马股估值容忍的合理值为 30-40 倍；而当前基金重仓的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）达 40 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限区间。而随着全球定价基准利率 10 年期美国国债利率自 20 年 8 月底部持续上行至当前的 1.3%附近，全球疫情缓解、经济复苏预期下中期货币政策边际收缩，无风险利率中枢或进一步上行。因而当前头部公司进入泡沫化初期后，无风险利率的上行，导致估值上行阻力加大，后续驱动力或待业绩增长的超预期释放。

**3、市场焦点：大小盘市值风格逆转能否持续？**

1）**复盘过去十五年市值风格走势表现及驱动力。**复盘历史数据，以中证 100、沪深 300 为代表的大盘风格指数，以中证 500、中证 1000 为代表的小盘风格指数，近十五年两者走势经历了“同步等幅-同向不

**上周市场**

| 指数名称 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 上证综指 | 3696.17 | 5.72 |
| 沪深 300 | 5778.84 | 5.39 |
| 深证成指 | 15823.11 | 5.44 |
| 中小板综 | 13660.91 | 6.56 |
| 创业板指 | 3285.53 | 2.88 |
| 恒生指数 | 30644.73 | 4.63 |
| 恒生中国企业指数 | 12106.77 | 4.72 |
| 恒生沪深港通 AH 股溢价 | 135.11 | -0.67 |
| 标普 500 | 3906.71 | 0.51 |
| 纳斯达克指数 | 13874.46 | 0.13 |
| MSCI 新兴市场 | 1430.03 | 2.49 |

**全球大宗商品市场**

| 商品 | 收盘 | 涨跌% |
|---|---|---|
| 纽约原油 | 59.04 | 3.45 |
| 纽约期金 | 1783.10 | -1.77 |
| 伦敦期铜 | 8941.00 | 12.00 |
| 伦敦期铝 | 2136.00 | 5.79 |
| 波罗的海干散货 | 1698.00 | 27.38 |

**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。

等福-同步等幅-持续分化-回归至同步等幅-持续分化”的六个不同阶段，其中16年12月至18年1月底、20年8月至今为大小盘指数持续分化阶段。

回顾2005年至今的A股市场大市值、小市值指数的走势，大致可划分为六个阶段，具体大小盘市值风格走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

（1）同步等幅阶段，2005年初至2009年10月，期间沪深300、中证1000累计涨幅各230%、280%；

（2）同向不等福阶段，2009年11月至2015年6月中旬，期间沪深300累计上涨53%，远低于同期中证1000的285%涨幅；

（3）同步等幅阶段，15年6月下旬至16年11月底，期间沪深300、中证1000累计跌幅均在35%左右；

（4）持续分化阶段，16年12月至18年1月底，沪深300累计上涨28%，而中证1000累计下跌23%，分化驱动力主要系供给侧改革及陆港股通的实施；

（5）回归至同步等幅阶段，18年2月至20年7月底，沪深300、中证1000累计涨幅各为10%、6%，主要受中美贸易摩擦持续影响；

（6）持续分化阶段，20年8月初至21年2月8，代表头尾部公司指数再次持续分化，尤其是投资者结构加速机构化下，机构抱团的大市值公司一枝独秀，期间沪深300上涨22%，而中证1000下跌15%。期间指数加剧分裂的驱动逻辑主要包括：一货币政策由松转稳、流动性边际趋紧；二注册制发行已由科创板扩容至创业板，且近期中小板合并至深主板预示全市场实施注册制发行在即，同时退市新规下壳价值大幅下降；三后疫情时代经济恢复不均衡、头尾部公司市场地位分化加深；四随着公募基金发行持续火热、陆股通北上资金加速净流入（年初迄今公募基金新发行近6400亿元，北上资金净流入887亿元），A股投资者结构机构化国际化趋势已成。

2）**驱动市值分化的四大因素趋势不变，预计中期内头尾部分化趋势难改。**复盘以上过去十五年大小盘指数的走势，2005年初迄今，沪深300、中证1000各累计上涨了450%、540%，整体表现来看，小市值公司强于大市值公司，但主要集中于头十年，而近五年大市值风格明显逆转占优。05年至15年中期，中证1000累计大涨1380%，大幅领先沪深300的410%，市值风格偏向中小盘；

但15年下半年至今，市值风格明显逆转，期间中证1000累计回调53%，而沪深300上涨55%，背后驱动力为资本市场制度改革与开放、基本面分化趋势、投资者结构变化等。预计中期内以上几大趋势性因素不变，叠加中期内稳货币紧信用政策下的流动性边际收紧，预计大市值风格占优的趋势难以逆转。

**综合判断，注册制全面实施下新股发行常态化、退市新规下的上市公司宽进宽出，及机构定价权提升两大趋势，叠加我国经济增速趋势放缓、存量模式竞争加剧下利于头部企业，预计头尾部企业表现分化已成大势。我们预计，中期导致头部企业相对收益下降的风险因素，或主要源自头部企业的估值显著泡沫化、美元无风险利率显著上行。**

### 4、市场预警：泡沫破裂窗口尚未开启

**复盘过去15年美债利率-恒指/沪深300的走势相关性曲线一般规律如下：**

（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）展望未来，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1.3%附近；

后续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、近期市场展望：两会前震荡上行态势有望延续

**全球中期经济复苏预期上升、近中期流动性充裕及经贸关系改善等多重利好，全球Risk-on模式延续，11月初至今海外风险资产震荡上涨态势保持，尤其是港股领涨全球。**

**近期展望，3月初全国两会召开前，宏观政策执行有望保持平稳，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，预计两会前股指震荡上行态势有望延续。**

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 18 日，每百人新冠疫苗接种量依次为 25.04、17.26、5.63 剂次，全球、中国（截至 2 月 9 日）各为 2.49、2.82 剂次。按过去九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 4-6 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 万例附近，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 3-4 月大为缓解，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，资金利率有望高位回落。随着春节前夕央行公开市场转为净投放，同时 1 月末财政支出大幅增加，预计 2 月资金面供需趋于缓和，资金利率已高位见顶回落，对权益资产价格的估值压力也有望阶段性缓和，市场有望回归至以业绩增长预期差为投资主线。

**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。

## 三、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 万例附近,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 3-4 月大为缓解，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 美债利率近日快速重回 1.0%上方，创 20 年 3 月 20 日以来新高**；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，境外资金对 A 股白马龙头股的估值容忍度或将大幅下修。

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。

## 四、宏观政策展望及其影响：经济恢复正常，政策回归常态，权益资产估值难再提升

**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。

**五、资金展望：资本市场制度红利持续释放，资金加大权益配置已成趋势**

**1、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加速推进，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；为稳步推进全市场注册制改革积极创造条件，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。

二监管层着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度，近两年监管层已对并购重组、再融资、市场交易等监管政策的优化调整。

三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。

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。

**2、顶层再部署促进资本市场健康发展。**近日中办、国办印发出台**《建设高标准市场体系行动方案》**，提出夯实市场体系基础制度（全面完善产权保护制度、全面实施市场准入负面清单制度、全面完善公平竞争制度），推进要素资源高效配置（包括经营性土地、劳动力、资本市场，知识、技术和数据等要素），实施高水平市场开放（有序扩大服务业市场开放、推动规则等制度型开放）等主要举措，目标是通过 5 年左右的努力，基本建成统一开放、竞争有序、制度完备、治理完善的高标准市场体系，推动我国经济高质量发展、加快构建新发展格局。

其中，促进资本市场健康发展，作为推进要素资源高效配置的主要举措之一，具体举措包括稳步推进股票发行注册制改革（深化以信息披露为核心的股票发行注册制改革）、建立常态化退市机制（完善退市标准，简化退市程序，畅通多元化退出渠道）、培育资本市场机构投资者（提高各类养老金、保险资金等长期资金的权益投资比例，开展长周期考核）、降低实体经济融资成本等。

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。

**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-3.21%；农林牧渔（中信）涨跌幅+4.8%；沪深 300 涨跌幅-0.50%。

**二、价格跟踪：**

1. **生猪：**生猪价格 **28.68 元/公斤，**节后回落约 2 元/公斤。我们认为主要是节后需求变弱的正常季节性波动。
2. **茅台一批价：箱装 3300 元，节后持平。**

**三、食品饮料：**

**1. 白酒：**

**1）基本面：节后从各渠道反馈，整体白酒旺季消费超预期。**其中高端酒最确定，包括节后价格并未下行，放量也超预期；次高端仍有所分化，其中汾酒和洋河的梦系列，以及水井坊部分区域表现超预期；中档酒也如期恢复，比年前预期更好。

**2）市场：**节前白酒涨幅较大，节后两个交易日波动较大，有所回调，我们认为主要是短期快速拉涨后的正常回调，其次是市场风格轮动，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，前期拉涨后叠加市场风格轮动+资金分流等因素，造成板块有所波动,但从基本面看春节旺季销售超预期形成较强催化作用,茅五批价在旺季后表现坚挺仍上行,对板块有情绪利好；21Q1 低基数+3 月份糖酒会，有望迎来开门红行情；白酒龙头估值对应 21 年 50x 以上，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，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），同时**安琪和榨菜具备安全边际，建议自下而上进行配置**，给予推荐评级。

**四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业**

基本面：2021 年中央一号文件《中共中央 国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》正式发布，文件指出，要坚持把解决好“三农”问题作为全党工作重中之重，把全面推进乡村振兴作为实现中华民族伟大复兴的一项重大任务，举全党全社会之力加快农业农村现代化，让广大农民过上更加美好的生活。

点评:一号文发布,利好整个农业板块。但此文件与二级市场相关的主要包括文件对稳定粮食和生猪供给做了强调,更利好相关细分板块，短期将形成催化。

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**

上证综指本周上涨 1.12%，沪深 300 下跌 0.50%。家电板块下跌 3.76%，跑输大盘指数，主要原因在于：家电板块中主要龙头公司此前涨幅较大，属于抱团股，上周下跌较大，影响了板块表现。

## 二、行业动态与展望

（1）2020 年家电出口 837 亿美元，同比+18%

根据中国家用电器协会,2020 年,中国家电行业稳步恢复,全行业实现主营业务收入 1.48 万亿元,同比仅下降 1.06%,全年累计出口额 837 亿美元，增长 18%，出口额规模保持历史同期最佳水平，且增速为近 10 年来最高。

（2）格力执行总裁黄辉辞职

2 月 21 日，格力电器公告称，公司董事、执行总裁黄辉因个人原因申请辞去公司董事、执行总裁职务。辞职后，黄辉先生不再担任公司任何职务。这是继去年 8 月担任公司董秘 11 年之久的望靖东“裸辞”之后，格力电器有又一个元老级高管辞职。

（3）浙江美大 2020 年收入增长 5%，业绩增长 18%

浙江美大披露 2020 年度业绩快报，实现营业总收入 17.71 亿元，同比增长 5.13%；利润总额 6.35 亿元，同比增长 18.86%；归属于上市公司股东的净利润 5.43 亿元，同比增长 18.07%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 5.41 亿元，同比增长 18.90%。

**展望：**随着大宗商品价格继续上扬，家电原材料价格持续上涨，截止最新，LME 铜价突破 8500 美元/吨大关，LME 铝价突破 2100 美元/吨大关。自 2020 年 7 月 1 日至今，LEM 铜、铝、布伦特原油、冷轧板卷（0.5mm，上海）分别上涨 44%、35%、52%、32%；年初以来分别上涨 9%、7%、25%。市场因此在担忧原材料成本上涨对家电企业的盈利带来冲击。不过，我们认为不用担心，一方面家电企业具有提价能力，将成本压力转嫁至下游消费端。此前，美的、格力等空调企业在去年 12 月已经对空调产品进行 100-300 元的出货价上涨。另一方面，家电代工企业可以进行新的 ODM 价格谈判，提高协议代工价格。因此，我们觉得家电企业有能力解决原材料成本上涨的压力。

## 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

节后两个交易日医药生物（SW）板块下跌 2.83%，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 0.50%，中小板指数下跌 1.05%，创业板指数下跌 3.76%。细分子板块来看，中药（+0.17%）板块是唯一取得正收益的细分板块，而生物制品、医疗器械及医疗服务板块出现一定程度调整，跌幅分别为 7.18%、3.79%和 3.65%；医药商业和化学制品板块则分别微跌 0.07 和 0.11%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是药易购（+19.92%）、凯利泰（+16.46%）、中关村（+14.56%）、南京新百（+13.61%）和金城医药（+13.27%）；而跌幅最大的前五家公司分别是康泰生物（-16.09%）、金域医学（-14.82%）、智飞生物（-14.16%）、艾德生物（-13.13%）和双林生物（-12.60%）。

估值方面来看，截止 2 月 19 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 49.11x，相较全部 A 股的估值溢价率为 140.74%，环比节前最后一个交易日下降 10.48 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 73.89%，继续高于 2010 年以来的中位水平（60.68%）。

## 二、本周主要观点

**医药白马股短期回调，基本面依然强劲。**春节后医药板块迎来调整，尤其是相关白马股调整幅度较大，我们认为主要原因有：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，而随着疫苗的接种，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 80 万，下降到目前的 20-30 万，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。虽然本周医药白马股出现一定程度调整，但我们认为并无基本面变化的因素，目前时点来看，相关公司基本面依然强劲，2021 年增长有望继续提速。而长期来看，我们判断未来几年大部分医药白马股的业绩增长都会保持在较高水平，用持续成长消化较高估值。近期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

**《医保基金使用监管条例》发布。**2 月 19 日，据中国政府网消息，《医疗保障基金使用监督管理条例》（下称《管理条例》）已经 2020 年 12 月 9 日国务院第 117 次常务会议通过，现予公布，自 2021 年 5 月 1 日起施行。《管理条例》共计 50 条具体内容，包括总则、基金使用、监督管理、法律责任、附则五大方面。作为我国医疗保障领域的第一部条例。该《管理条例》的出台，在医保法治化道路上具有里程碑的意义，将改变我国医疗保障工作缺乏专门法律法规的局面，有力推动医保领域依法行政并提升医保治理水平。《管理条例》的出台，将在很大程度上规范医保定点机构的日常处方、用药，药企不可掉以轻心。过去在医疗机构、医保药店很多见不得光的“常规”操作，现在可能就是涉嫌违法违规的行为。

**生物类似药政策落地：不能自动外推参照药全部适应症。**2 月 18 日，国家药品监督管理局药品审评中心（CDE）官网发布《生物类似药相似性评价和适应症外推技术指导原则》，为生物类似药细分领域的产品研发和适应症外推使用正式提出明确的监管要求。对于行业普遍关注的“适应症外推”，《指导原则》明确：在候选药与参照药整体相似的基础上，当直接比对临床试验证明候选药在至少一个适应症上与参照药临床相似的，则可能通过拟外推适应症相关的研究数据和信息的科学论证，以支持其用于参照药中国获批的其他未经直接研究的适应症。同时，《指导原则》要求适应症外推不能直接获得，需根据药物作用机制特点、已研究适应症与拟外推适应症之间在发病机制、病理生理等方面的异同、以及相似性比对研究数据的充分性进行个案化考虑。

**提高医院高质量发展，持续深化药品审评审批。**2 月 19 日，中央全面深化改革委员会第十八次会议召开。会议审议通过了《关于推动公立医院高质量发展的意见》和《关于全面加强药品监管能力建设的实施意见》等文件。会议指出，推动公立医院高质量发展，要坚持以人民健康为中心，坚持基本医疗卫生事业公益性，坚持医防融合、平急结合、中西医并重，以健全现代医院管理制度为目标，强化体系创新、技术创新、模式创新、管理创新，加快优质医疗资源扩容和区域均衡布局，为更好提供优质高效医疗卫生服务、防范化解重大疫情和突发公共卫生风险、建设健康中国提供有力支撑。会议指出，全面加强药品监管能力建设，要坚持人民至上、生命至上，深化审评审批制度改革，推进监管创新，加强监管队伍建设，建立健全科学、高效、权威的药品监管体系，坚决守住药品安全底线。

## 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**

21 年春节消费市场企稳回升，全球防控效果逐步显现，消费增速逐渐回归正轨；本周零售板块回暖，可选消费春节数据亮眼，市场关注东北地区放开生育政策等，商贸零售（中信）板块本周上涨 201.98，涨幅，5.32%。板块本周（2 月 18 日-2 月 19 日）上涨前五名分别是跨境通（16.67%）、爱婴室（16.24%）、南宁百货（14.16%）、南京新百（13.64%）、莱绅通灵（12.81%），板块 113 只标的中 105 只不同程度上涨。

**二、行业动态**

据国家邮政局数据，2021 年 1 月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。1 月份，全国快递服务企业业务量完成 84.9 亿件，同比增长 124.7%；业务收入完成 867.6 亿元，同比增长 73.3%；单票收入 10.21 元，同比下降 22.9%，环比提升 2%。

业务量方面，韵达、圆通、申通、顺丰分别完成 13.86 亿票、12.68 亿票、8.43 亿票和 9.03 亿票；同比增长 118.96%、116.56%、110.25%和 59.54%。往年 1、2 月是快递淡季，尤其 20 年 1、2 月低基数效应明显，21 年“春节不打烊”及本地过年号召下，快递景气度较高，行业业务量环比下降 8.2%，顺丰环比增长 3.8%，与双十一高峰持平。

快递收入方面，韵达、圆通、申通、顺丰分别完成 30.91 亿元、30.13 亿元、21.15 亿元和 155.88 亿元，同步增长 70.68%、74.87%、59.64%和 39.80%。顺丰单月营收创新高，环比增长 5.8%，通达系韵达、圆通、申通环比分别下降 10.7%、8.6%和 5.9%。

单票收入方面，韵达、圆通、申通、顺丰分别完成 2.23 元、2.38 元、2.51 元和 17.26 元，同步下滑 22%、19.3%、23.9%和 12.4%。环比看，顺丰单票收入环比增长 1.9%，圆通、申通环比提升 7.7%，韵达环比略降 0.9%。

**三、投资关注**

**1、永辉超市（601933）：**公告因家庭资产管理需要，张轩松拟以大宗交易方式转让不超过 3.5 亿股给私募基金产品（喜世润合润 3 号私募证券投资基金、喜世润合润 5 号私募证券投资基金、喜世润合润 6 号私募证券投资基金、喜世润合润 7 号私募证 券投资基金、喜世润合润 8 号私募证券投资基金、喜世润经世 57 号私募投资基金， 以下简称“一致行动人”），同时张轩松与一致行动人签署一致行动人协议。本次股 份变动系一致行动人之间内部进行的转让，不涉及向市场减持，不会导致股东及一 致行动人合计持股比例和数量发生变化。本计划实施前，张轩松直接持有公司股份 1,407,250,222 股，占总股本的 14.79%；本计划实施后，上述一致行动人合计持股 数量和持股比例保持不变。

**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。

本周传统春节假期结束，通过数据整理，我们发型 2021 年春节期间，中国多地房地产市场热度高于往年，与往年重点城市春节假期二手房实际成交几乎为零不同，今年春节假期贝壳重点监测的 18 个城市二手房成交量普遍好于去年同期，18 城中有一半城市链家成交量在 5 套及以上。诸葛找房数据统计数据显示，2021 年春节，受监测的 10 个城市新房成交 1416 套，同比去年春节上涨 224.8%。相比而言，今年春节期间成交情况转好，其中，核心一二线城市成交涨幅较大，而同时部分二三线城市春节期间看房人数也好于预期，新房日均成交均显着高于去年春节，涨幅均超 50%。

我们认为今年春节期间，楼市热度高于往年的主要原因有两方面：一是多地号召“就地过年”，而且今年疫情形势明显好于去年，在此背景下，重点城市有一部分购房需求释放，另一方面由于众多聚集活动取消（庙会等）不少开发商也抓住这个窗口期积极开展促销活动。虽然春节期间因部分城市(北京、上海等)网签系统暂停，数据有所缺失，但是整体来看，相较于去年春节假期的成交低潮。后市展望我们认为重点城市尤其是一线城市调控密集出台，调控效果逐渐显现，春节过后市场预计降有锁降温。

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

上周申万化工指数上涨 1.35%，上证指数上涨 1.12%，行业指数大幅跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是合成革、粘胶、纯碱。涨幅较小的板块是轮胎、日用化学品和其他纤维。

### 二、行业观点：

本周多数化工产品价格上涨，只有少部分产品价格小幅下跌。**近几周来，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。自上周末以来得克萨斯出现创纪录严寒天气，推动油价进一步上涨。上周原油价格突破 60 美元/桶。对 A 股来说，除中石油外，直接利好三条产业链，一是石化行业，包括中石化、上海石化以及民营大炼化的荣盛石化、卫星石化等；二是油服行业，包括中海油服、海油工程、杰瑞股份等；三是煤化工行业，包括华鲁恒升、宝丰能源等。**

**上周 TDI 上涨 18%左右：**华东 TDI 含税国产货商谈 15000-15500 元/吨。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。节后北非和中东地区聚合 MDI 市场上涨至 2800-2900 美元/吨 CIF，美国聚合 MDI 市场目前商谈上涨至 3000 美元/吨 CIF 美国;亚太韩国锦湖聚合 MDI 目前对中国市场报盘维持在 2800 美元/吨 CIF，国内万华 PM200 货源上涨至 21500 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，预计节后短期市场在成本端支撑下将呈现偏暖走势。上周上涨幅度最大，涤纶 FDY 上涨 7.5%；粘胶和氨纶本月上涨幅度较大，分别上涨 17.5%和 18.4%，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，虽然临近春节，下游订单已经减少，但染料库存

水平较低，部分规格存延期交货或断货现象。因此目前是化纤需求淡季，价格上涨更多是成本推动，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。

**钛白粉淡季上调价格表明需求强劲：**本周，硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为16800-17800元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为13500-14000元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为19000-20000元/吨。本周有部分企业再次上调钛白粉价格，主要是原材料成本增加和出口订单旺盛。海外钛矿资源逐渐枯竭以及新增产能有限导致原料供给弹性极小，价格持续上行，春节后产业链即将进入主动补库周期，原料价格或将再度上涨。另外钛白粉出口订单已经排到3月份，企业库存偏低，钛白粉仍然存在上调预期。

**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**

本周上证综指同比上涨1.12%，收于3696点，创业板指同比下跌3.76%，沪深300同比微跌0.50%，机械设备同比微涨0.44%，跑赢沪深300指数0.94pct。

**二、机械行业动态及投资观点**

**1、军工：中央军委印发《关于构建新型军事训练体系的决定》，为建成世界一流军队提供坚强支撑**

**1）《决定》立足强军目标，坚持聚焦备战打。**《决定》指出，全军要坚持扭住强敌对手，坚持实战实训、联战联训、科技强训、依法治训，发扬优良传统，强化改革创新，加快构建新型军事训练体系，全面提高训练水平和打赢能力，为实现党在新时代的强军目标、把人民军队全面建成世界一流军队提供坚强支撑。

**2）新型军事训练体系有利于新型装备需求提升。**《决定》要求创新实战化训练内容标准，加强战备任务训练；创新体系练兵模式；完善军事训练运行管理；加快军事训练条件建设，创新训练保障模式，创设逼真战场环境，开发先进训练手段。我们认为在推进战训一体运行背景下，装备需求量、消耗量将增大，同时对新型装备的需求将显著提升。

**3）我们持续看好航空及导弹产业链投资机会，**整机厂建议关注中航沈飞、中航西飞、洪都航空、中直股份、航发动力；分系统及零部件建议关注中航机电、中航电子、中航光电、航天电器等；上游原材料建议关注中航高科、光威复材、振华科技等。

**2、【工程机械】1月挖机销售同比大增，龙头公司仍具备较高配置价值**

**1)1月挖机销售同比大增97%。**根据中国工程机械工业协会行业统计数据,2021年1月纳入统计的26家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品19,601台，同比涨幅97.2%。其中，国内市场销量16,026台，同比涨幅106.6%；出口销

量3,575台，同比涨幅63.7%。分品种看，大挖销售同比增速107%，中挖销售增速182%，小挖销售增速83%。

**2）预计2021年挖机销售将继续保持大个位数增长。**根据中央经济工作会议，宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性。要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。我们认为基建及房地产仍有望保持韧性，预计挖机销售将继续保持较好增长。

**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。

**3、【通用设备】2020年12月机器人产量同比增加32%，通用设备继续景气向好**

1）2020年12月机器人产量2.97万台，同比增加32.4%；1-12月机器人产量23.71万台，同比增速19.1%。

2）从下游看，3C固定资产投资持续向好，汽车、金属制品等领域投资逐月改善。向后看，我们认为制造业投资回暖将带来通用设备，尤其自动化设备需求持续向好。

**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**

上证综指本周上涨1.12%，沪深300下跌0.50%。电新板块下跌2.32%，跑输大盘指数。

**二、行业动态与展望**

（1）华自科技获得宁德时代4.99亿的锂电设备订单

华自科技宣布，公司全资子公司精实机电近日收到主要客户宁德时代及其控股子公司通过电子邮件发送的定点信的中标通知，合计中标锂电池生产设备约4.99亿元人民币(含税)，占公司最近一个会计年度经审计主营业务收入的34.68%。

（2）韩系车企考虑比亚迪刀片电池

2月21日消息，韩系电动车存在安全隐患召回，被指电池存在缺陷，现代启动了电池招标。此前有报道比亚迪可能向现代汽车供货，有消息人士称，现代将重点考虑比亚迪的刀片电池，不排除未来合作的可能性。刀片电池最大的特点是安全性，随着产能增加，比亚迪将逐步加大外供力度。

（3）现代汽车确定将宁德时代为第三代整车的主要供应商之一

据韩联社报道，现代汽车集团日前通报了将宁德时代和SK创新敲定为纯电动汽车专用底盘平台“E-GMP”第三批整车供货商的消息。第三批的3款车型中，宁德时代向其中2款供货，SK供应1款。这是继和LG能源解决方案公司

一起拿到 E-GMP 第二批订单后，第二次供应动力电池。

**展望**：新能源车产业链景气持续。据相关消息，春节前动力电池类公司订单暴增，今年的春节假期缩短。其实整个动力电池产业链上下游情况都差不多，需求良好。某碳酸锂电池生产企业员工称，从去年四季度开始，公司几乎每天都处于满产状态。因此，从产业链角度看，景气持续，相关公司业绩问题不大，继续推荐。

## 三、行业的投资逻辑

**新能源汽车行业：**

1.行业基本面：中国新能源车 2021 年销量在 180 万左右，同比增长 40%以上。欧洲市场 2021 年销量增速在 50%左右。展望美国市场，在拜登政府上台后，对于碳排放将采取更支持的态度，因此其对新能源车的政策也偏向积极，且随着福特 MACH-E 电动 SUV 等新车型推出，预计美国市场销量增长也有 30%以上。 综上，预计全球新能源车市场明年景气。

2.供给端情况：从数据看，2021 年 1 季度动力电池排产环比持平，比过去几年表现好很多。四大材料中，电解液和隔膜产品 2021 年供给紧平衡。正极方面，高镍和 LFP 需求增长较快，且供给较紧。负极产品供给较为宽松。因此，在优质供给较紧的情况下，行业的价格应该保持合理水平。

## 四、重点个股

**恩捷股份：**

恩捷股份是全球湿法隔膜龙头，产能规模全球第一。2019 年，公司隔膜业务在国内市占率达 53%以上，海外市场市占率 12%左右。预计 2020 年中国市场新能源车市场增长 10%左右，动力电池装机量增长 18%左右，且恩捷股份的市占率继续提升，公司的国内隔膜出货量增速在 22%以上。公司是海外动力电池巨头松下、LGC、三星的供应商。预计 2020 年，海外新能源车市场增长 38%以上，动力电池装机量增长 48%以上，且随着恩捷在 LGC、松下的产业地位提升，对 LGC、松下、三星的隔膜出货量比例提升，恩捷股份的海外隔膜出货量增长 60%以上。预计公司 2020 年业绩为 11.8 亿，对应估值 43 倍，给与推荐评级。

**华测检测：**

公司是国内检测行业民营龙头，预计在食品、环境、 汽车、贸易保障检测等优势业务持续稳健增长。公司管理持续优化，利润率水平持续提升，且大规模投入新建的实验室产能将持续爬坡，且积极布局航空材料、轨道交通检测等新方向，打造新的业绩增长点。 因此具有长期成长的持续性和短期业绩的确定性。预计公司 19、20 年业绩为 4.5、5.9 亿，对应 PE 估值 51、39 倍，继续推荐。

**三一重工：**

基本面逻辑：基建工程量保证，以及环保政策加严，使得行业在 2019-20 年受益于更新换代、工程需求；国内竞争格局持续优化，龙头增速高于行业；市占率继续提高；龙头十多年的海外布局进入收获期，创造业绩新增量；三一重工报表处于修复期，净利率逐渐提升，利润增速显著高于收入增速。预计公司 2019-2020 年归母净利润为 110、120 亿元，对应 PE 为 11.4、10.1 倍，维持“推荐”评级。

**艾迪精密：**

行业层面，工程机械景气有望持续。三一重工等整机厂近期工程机械产品供不应求。在整机需求景气的背景下，工程机械的零部件需求也保持景气状态。公司层面，受益于零部件的国产替代和公司产能提升。公司产品具有长期增长的空间。公司今明两年将会投放 2 万件破碎锤产能。公司已经投资了 8 万件液压马达产能，5 万件液压主泵产能，其项目产能将在这几年逐步实现，因此公司的液压件产量将迎来高增长时期。在行业回暖，国产替代提升的情况下，公司业绩有望在中短期内仍保持较好增长。预计公司 2020 年业绩在 4.9 亿左右，对应估值 35 倍。给与艾迪精密推荐评级。

## 成长股

### 汽车（王树宝）

**一、汽车股表现回顾：**上周汽车指数+0.18%，HS300 指数-0.50%。宇通客车、金龙汽车、精锻科技等表现较强；星宇股份、华域汽车等表现较差。

**二、行业动态及趋势展望：**

【继华为之后，造车领域再迎科技新势力】

2 月 19 日，据《晚点 LatePost》报道，小米已确定造车，并视其为战略级决策，不过具体形式和路径还未确定，或仍有变数。不过，小米集团最新回应媒体："晚点等公告"，更多信息暂不予回应。

我们收集有关小米与汽车的联系大概如下：2014 年投资了地图厂商凯立德；2015 年雷军创立的顺为资本投资了蔚来汽车；2016 年和 2019 年，顺为又两次投资小鹏汽车。据国家知识产权局专利公告系统中公开的专利申请文件，小米从 2015 年起陆续申请了汽车定速巡航、能源补充、车辆操控、导航、辅助行驶和行车安全等汽车方向的发明专利。此外，还报道与奔驰合作推动人机交互系统，以战略投资者身份参与车载服务系统厂商博泰的 B 轮融资，并布局车辆联网领域。

综合上述情况看，小米若要造车目前还需要更多的准备工作。对比现有领先的新造车企业如蔚来、理想均有汽车行业的长期积累，易车网、汽车之家均是国内汽车媒体领域的头部企业。小鹏、威马、恒大、宝能等都在你追我赶，可见这个市场的竞争异常激烈，目前销售成规模的也就头部 3-5 家。

总体来看小米的入局将进一步提升整车企业对用户体验的重视，倒闭现有车企加速转型，我们认为头部公司长城、吉利、比亚迪、长安等均在用户方面开始改变，长城汽车表现尤为突出。

**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）

本周沪深 300 下跌 0.5%，龙头白马普遍回调，但是通信和电子板块表现尚可，尤其通信板块由于前期跌幅较大，出现了比较明显的反弹。

我们认为当前在市场风格可能出现转变的窗口期，通信和电子板块或迎来反弹机会，尤其是板块里业绩具有较强的确定性和增速的个股，有望获得比较好的表现。

具体来看，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，也坚定看好光模块传统龙头中际旭创。

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，从三季报的情况来看，数据港保持了较高的增速，数据港的三季度单季度利润增速超过 100%，公司未来业绩增长潜力较大，我们继续予以推荐评级。

电子方面，我们看到半导体在 2020 年上半年低基数因素的影响下，业绩可能会有比较好的增速表现，具体来看，兆易创新继续保持了高增长，三季度单季度利润无论同比和环比均保持了 50%以上的增速，NorFlash 下游景气高企需求旺盛，并且我们认为半导体板块回调时间较长，当前伴随市场整体风格改变，板块有望出现反弹走势。

**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、恒玄科技披露的业绩快报显示，2020 年度，公司实现营业收入 106,117.11 万元，较上年同期增长 63.55%；营业利润 19,972.04 万元，较上年同期增长 190.72%；利润总额 19,990.20 万元，较上年同期增长 191.23%。归属于母公司所有者的净利润 19,839.05 万元，较上年同期增长 194.44%；归属于母公司所有者的扣除非经常性损益的净利润 17,121.62 万元，较上年同期增长 212.53%；基本每股收益 2.20 元，较去年同期增长 164.40%。恒玄科技在公告中指出，报告期内，受益于 TWS 耳机市场的快速发展及公司技术和产品的竞争优势，公司营业收入较 2019 年增长 63.55%，规模效应带来净利润的快速增长。恒玄科技是国际领先的智能音频 SoC 芯片设计企业之一，自 2015 年成立以来，恒玄科技持续技术创新，在低功耗 SoC 设计、低功耗射频模拟、高性能音频 CODEC、混合主动降噪、蓝牙及智能语音等方面具有坚实的技术积累，持续推出引领业界的芯片产品及解决方案，并受到全球众多知名品牌的青睐。目前，恒玄科技的客户包括华为、三星、OPPO、小米及 Moto 等，并在专业音频厂商中占据重要地位，进入哈曼、JBL、AKG、SONY、Skullcandy、万魔及漫步者等一流品牌。

## 计算机（黄翱）

**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、海康 AI 安全系统已开始赋能煤炭等各行各业**

2019 年 9 月，蒋庄煤矿联合海康威视正式上线了 AI 全视化安控系统，协助一线安监员开展工作通过在井下特定点位设立智能视频设备，这套系统能 24 小时智能识别井下的多种安全隐患和违规行为。在人工复核后，系统自动生成纠偏记录表，及时发给各责任单位，使问题得到整改和闭环。

在煤矿狭小、昏暗、高粉尘、湿温差大的巷道和综采面上，哪怕一个小小的疏忽都可能会付出惨重的代价。由于人工智能的应用，一线安监员不再随时紧盯屏幕和现场也能及时发现井下问题，下井频率从每天一次降低到每周一两次，工作内容也从现场监督变成了保养设备，测试算法。

从 2017 年起，海康 AI 安全系统已从传统的安防领域拓展至各行各业。2017 年起截止 2020 三季度末，海康威视共通过公众号官方发布的 AI 案例 817 个，其中，传统安防监控类案例 142 个，占比仅 17%，其余案例均涉及各领域的赋能。

**投资观点：**海康威视近期小幅回调，主要因前期涨幅较大，以及短期市场风格切换，但公司受益疫情后经济复苏，业绩增长确定性强，长期来看 AI 视觉不仅将带来安防更换需求，更将打开安防之外更大的市场空间。海康威视作为行业龙头，相比现有竞争对手优势明显，相比华为更具优势，在 AI 视觉时代，随着 AI 训练平台的推进，优势将进一步提升。当前估值对应 2021 年约 33 倍，处于合理区间。继续给予推荐评级。

## 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、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 |