策略研究

国都投资研究周报 2021.2.8-2.12

本周策略：

中期头尾部公司分化趋势难以逆转

一、市场焦点：资金面压力高峰已过，中期头尾部公司分化趋势不变

1、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;1 月 15 至 28 日质押回购利率 R007、DR007 各大幅攀升 279.8、106.9bp 至 4.83%、3.08%，DR007 创近三年新高（1 月 15-29 日均利率各较上月同期攀升 84、67bp 至 3.14%、2.58%），并远高于当前逆回购操作利率 2.20%，同时逼近当前利率走廊上限常备借贷便利 SLF 七天操作利率 3.20%。

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。上周央行公开市场转为净投放 960 亿元，货币资金利率见顶回落，资金面压力高峰已过；上周质押回购利率 R007、DR007 各显著回落 196、81bp 至 2.43%、2.35%，也低于近五年均值 2.77%、2.49%的水平。

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（本周至 2 月底逆回购到期量 4800 亿元，春节后 MLF 到期量 2000 亿元），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。

2、但流动性仍趋于紧平衡。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。上周央行公开市场净投放量明显低于往年春节前投放量，也低于市场此前预期，也预示流动性边际收紧的趋势不变。

3、市场焦点：驱动头尾部公司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。随着上周资金面压力高峰缓解，大盘指数企稳弱反弹，但受公开市场投放量不及预期、春节长假临近影响，两市成交额逐步缩量至 9000 亿元下方，同时结构性分化行情加剧；上周代表机构

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3496.33	0.38
沪深 300	5483.41	2.46
深证成指	15007.30	1.25
中小板综	12819.89	-0.72
创业板指	3193.71	2.07
恒生指数	29288.68	3.55
恒生中国企业指数	11561.32	3.15
恒生沪深港通 AH 股溢价	136.02	-1.48
标普 500	3886.83	4.65
纳斯达克指数	13856.30	6.01
MSCI 新兴市场	1395.35	4.95

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	57.07	9.46
纽约期金	1815.20	-1.87
伦敦期铜	7983.00	2.17
伦敦期铝	2019.00	2.12
波罗的海干散货	1333.00	-8.20

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。

抱团的绩优股、高价股指数领涨 6.1%、3.9%，代表头部大市值公司的中证 100、上证 50、沪深 300 各上涨 3.5%、3.4%、2.5%，而代表尾部小市值公司的国证 2000、中证 1000、微利股指数分别领跌 4.2%、4.1%、3.6%，头尾部公司持续分化。

本轮大市值、小市值的头尾部公司分化行情，已于 20 年 7 月中旬持续至今，代表头部大市值的高价股指数、中证 100、沪深 300 各累计上涨 20.8%、19.1%、14.1%，而代表尾部小市值公司的中证 1000、国证 2000、微利股指数分别累计下跌 17.7%、19.2%、20.0%；近七个月内头尾部指数表现相差高达 30-40%；年初迄今，头尾部持续加剧分化，以上头部公司指数上涨 12.5-5.2%，而尾部公司指数下跌 12.6-9.0%。

以上头尾部公司持续分化，驱动力主要系：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，且近日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 5500 亿元，北上资金净流入 652 亿元），A 股投资者结构机构化国际化趋势已成。以上的流动性趋紧、资本市场制度改革、基本面分化趋势、投资者结构变化等导致头尾部公司分化的决定因素，预计中期内趋势不变，因而预计中期内头尾部公司表现分化的趋势也难以改变。

4、市场复盘：头尾部公司历史走势复盘，近五年头部公司占优为主

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：

一同步等幅阶段，2005 年初至 2009 年 10 月，期间沪深 300、中证 1000 累计涨幅各 230%、280%；

二同向不等福阶段，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；

三同步等幅阶段，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；

四持续分化阶段，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；

五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；

六持续分化阶段，20 年 8 月至今，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 16%，而中证 1000 下跌 16%。

复盘以上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 440%、530%，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 1310%，大幅领先沪深 300 的 390%，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。

二、宏观政策展望及其影响：经济恢复正常，政策回归常态，权益资产估值难再提升

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。

2、宽货币宽信用已转为稳货币紧信用。近期发布的 12 月 M2、社融、贷款同比增速悉数回落，且两者明显回落 0.6、0.3ppt 至 10.1%、13.3%，收窄至 20 年 3、8 月水平；国内经济逐步恢复至疫情前水平，宽货币宽信用已转为稳货币紧信用，代表信用政策的社融累计同比增速已连续两月回落。

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。

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、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；

国内政策转向的确立，也取决于主要经济体的疫苗接种进度。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 1 月 31 日，每百人新冠疫苗接种量依次为 14.42、9.40、2.95 剂次，全球、中国各为 1.27、1.67 剂次。按过去七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（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 40 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。

4）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。

5、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两月，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**”。

1）实体企业中长期信贷连续十月同比增加，且近三月保持在 1500-1900 亿元的增量区间，未随信用收缩而明显减少；企业中长贷保持平稳增长，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，结构性金融政策压降房地产、稳住基建投资，重点支持制造业与中小微企业；

2）居民中长贷同比变化连续三个月减少，12 月由正转负-432 亿元，表明房住不炒政策调控定力，预计在商业银行涉房贷款集中度新规下，居民中长贷增速趋降；

3）居民短贷同比变化近三月偏弱，短期或系互联网放贷平台整改所致，或拖累消费增速反弹，后续或需居民收入改善，助力可选与服务消费恢复至疫情前正常水平。

三、市场展望：结构性牛市已换挡，下半场业绩驱动为主

1、本轮结构性牛市前瞻：预计可延续至 21Q1 末前后

复盘每轮市场的牛熊转换，皆以核心驱动因素，即上市公司盈利能力 ROE 变化周期为根本；本轮 A 股盈利周期曲线来看，创业板的 ROE 已于 19Q1 率先企稳回升，而全 A 的 ROE 受疫情影响延后至 20Q3 企稳回升，先后驱动创业板、主板指数的趋势上涨；历史统计 A 股 ROE 变化曲线的周期规律、近 25 年前四轮牛熊转换周期的运行规律，均支持判断本轮结构性牛市有望延续至 21Q1 末前后。

本轮牛市发轫于 18 年底，至 20 年 7 月中旬的一年半时间持续展开估值修复行情，以利率敏感型的科技成长股领涨；主要驱动逻辑包括：一宽松货币政策下的流动性充裕，无风险利率趋势下行；二以注册制发行试点为首的资本市场制度深化改革，及新证券法的落实实施，改善 A 股资本市场投融资生态环境与结构质量，权益资产的配置吸引力上升，提升市场风险偏好。该一年半持续上涨后，科技+消费结构性估值泡沫显现，牛市上半场的估值修复行情演绎较为充分。

2、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。

3、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。

4）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、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 11 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 环比连降两月，新近公布的 21 年 1 月 PMI 环比回落 0.6 个百分点至近五个月最低值 51.3，其中新订单、生产、采购量、购进价格、从业人员等分项指数悉数回落 0.7-1.3 个百分点。

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、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，重点配置科技白马+消费龙头+低估顺周期。

1、**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。

2、**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。**

3、低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融板块在消化利空后有望修复，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。

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+6.29%；农林牧渔（中信）涨跌幅+3.90%；沪深 300 涨跌幅+2.46%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **30.59 元/公斤，**周环比下行约 3 元/公斤。

2. 茅台一批价：**箱装 3100-3200 元，略有上行。**

三、食品饮料：

1. 白酒：

1）基本面：本周茅台一批价箱装略有上行 3100 元-3200 元；散装基本持平在 2450 元左右；

五粮液：普五批价在 960-970，开始企稳；

【茅台总经销商提价】根据渠道调研反馈，茅台总经销产品近期有提价，总经销产品体量 1000-1500 吨左右，占总量 5%，提价幅度 20%-50%，预计对收入增速贡献 1-3%；

【今世缘】四开国缘停货，挺价为主，同时预计销售端表现也较好；

2）市场：本周白酒延续强势，尤其是茅台市值创新高，主要原因是茅台经销商提价催化，其次是国内疫情好转，消费信心提升。

3）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。短期，茅五批价在上周波动后企稳回升，茅台经销商提价，以及疫情好转，均对板块有情绪利好；春节旺季后渠道反馈有望形成正循环，21Q1 低基数有望迎来开门红行情；白酒龙头估值对应 21 年 50x，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 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：渠道跟踪涪陵榨菜 1 月部分经销商出货量或同增翻倍；

2）市场：本周速冻食品以及 2C 端占比大的调味品持续上涨，主要为业绩超预期，以及疫情变相利好板块；

3）我们的观点：中长期我们持续看好&速冻食品和调味品。但考虑优质个股估值目前较高（80-100x），业绩又高基数，故若要形成 20 年那种较大涨幅，概率或较低。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），同时安琪和榨菜已具备安全边际，给予推荐评级。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

牧原股份：短期，公司市值本周创新高，核心催化因素为随着板块个股公告业绩预告，牧原在板块中盈利能力优势拉大；其次是，非洲猪瘟疫情反复，行业产能有所损失；最后是，市场资金更青睐各板块龙头企业；

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；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。

五、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、今世缘、涪陵榨菜、牧原；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、水井坊、海天、天味、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 0.19%，沪深 300 上涨 0.32%。家电板块下跌 0.85%，跑输大盘指数，主要原因在于：大盘蓝筹股表现虽下跌，但银行等表现还行，而家电整体表现一般。

二、行业动态与展望

（1）2020 年中国白电产业表现良好

据产业在线，2020 年空调总销量 14146 万台（YoY-6.1%），冰箱总销量 8433 万台（YoY+8.8%），洗衣机总销量 6283 万台（YoY-5.2%）。据奥维云网数据，空调内销 8028 万台（YoY-12.9%），线下、线上零售均价 3493 元（YoY-4.4%）/2569 元（YoY-7.8%）。冰箱内销 4231 万台（YoY-2.5%），线下零售均价 4822 元（YoY+7.7%），线上零售均价 2105 元（YoY+4.4）；洗衣机内销 4293 万台（YoY-4.7%），线下零售均价 3383 元（YoY+8.1%），线上零售均价 1498 元（YoY+2.5%）。2020 年空调、冰箱、洗衣机的出口量为 6118 万台、4201 万台、1990 万台（YoY+4.7% / +23% / -6.3%）。

（2）中国家电 2020 年 4 月开始出口旺盛

根据海关总署在 1 月中旬公布的数据显示，2020 年我国进出口规模创下了历史新高，其中出口额同比增加了 4%，贸易顺差增加了 27.4%。12 月份家用空调的出口量同比增长了 40%以上，当月冰箱的出口量同比增幅在 45%左右，而冷柜的相应同比数据则是超过了 60%。从 4 月底开始，疫情刺激出了中国制造的又一个辉煌阶段。

（3）美的集团和华为双方合作规模化

美的集团和华为双方将在 2021 年实现合作规模化。美的集团称，在万物互联场景下，将与华为共同发力 IoT 领域合作，打破物理设备硬件能力的局限，基于美的设备与华为鸿蒙操作系统的结合，实现更多设备和服务的互联互通，加速构建全屋智能场景。

展望：海尔智家最近发布了关于增选公司董事及改组高级管理人员的公告。公司称，鉴于已完成私有化海尔电器（01169.HK）的交易，为进一步提升公司治理，充分实现协同效应，增进董事会多元化，公司拟增选解居志先生为公司执行董事，增选俞汉度先生、李锦芬女士为公司非执行董事。这表明海尔集团一直在进行公司管理体制和机制的改革，不断提高公司经营效率。私有化 H 股有利于减少多个经营平台的摩擦，而增选公司董事则是人事方面的安排，有利于业务推进和改革。我们进行看好海尔的改革和进步。

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）板块上涨 3.75%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 5 位，同期沪深 300 指数上涨 2.46%，中小板指数上涨 0.60%，创业板指数上涨 2.07%。细分子板块来看，除医药商业板块下跌 2.39 之外，其余子版块均上涨，其中生物制品涨幅 8.84%，医疗服务涨幅 6.89%，中药涨幅 2.03%，医疗器械涨幅 1.70%，化学制药涨幅 1.25%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是万东医疗（+46.44%）、成都先导（+32.75%）、康德莱（+24.77%）、盈康生命（+24.17%）和智飞生物（+24.05%）；而跌幅最大的前五家公司分别是康众医疗（-52.47%）、大博医疗（-23.15%）、凯利泰（-19.70%）、利德曼（-17.43%）和国华网安（-16.88%）。

估值方面来看，截止 2 月 5 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 47.75x，相较全部 A 股的估值溢价率为 147.18%，环比上周上升 8.91 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 79.73%，环比上周增加 8.01 百分点，高于 2010 年以来的中位水平（60.67%）。

二、本周主要观点

第四批药品集采拟中选结果公示，降价幅度符合预期。本周上海阳光医药采购网公示了第四批全国药品集中采购拟中选结果。本次集采的 45 个通用名药物全部完成采购，共有 152 家企业参加，产生拟中选药企 118 家，拟中选产品为 158 个，集采后预计 1 年节约费用 124 亿元。单从产品中选数量来看，第四批国采企业拟中选比例达到 71%，较前三批有明显提高。从平均降幅来看，对比最高有效申报价，45 个药品平均降价 52%，其中最高降幅达 96%，相比前三次药品集采，本次集采中选品种平均降幅符合预期。中选企业来看，国内头部企业占据优势地位，外企中选家数较少，21 家外企参与报价，最终仅有 5 家有品种中选，且仅 2 个为原研产品，外资原研药企参与集采积极性仍然不高。国内头部企业方面，扬子江药业 7 个品种中标，齐鲁制药、石药集团、中国生物制药均有 6 个品种中标，复星中标 5 个品种，科伦药业、东阳光药各有 4 个品种中标。在带量采购常态化下，降价控费是仿制药市场主流，行业集中度提升是大趋势，国内头部企业积极布局仿制药一致性评价，手握多个过评品种，集采中标可实现进口替代、薄利多销，并为公司创新转型提供资金支持，综合优势愈发明显。展望未来，近期国务院《关于推动药品集中带量采购工作常态化制度化开展的意见》发布，药品集采常态化、制度化推进，集采范围有望进一步扩大，预计生物药、中成药未来也将纳入集采。在医保控费的大背景下，集采推动医保资金腾笼换鸟，未来药企在创新药领域的进展快慢，将是竞争力体现的核心要素。建议持续关注研发能力较强的国产创新药龙头，以及创新药产业链（CXO）相关公司。

1 月疫苗批签发回顾。2021 年 1 月中检院批签发疫苗共计 4404 万支，同比增长 49%；其中 13 价肺炎疫苗 1714 万剂，23 价肺炎疫苗 123 万剂，4 家 HPV96 万剂，2 价 HPV39 万剂，四价流感疫苗 91.92 万剂，四联苗 40 万剂，二倍体狂犬疫苗 27 万剂。整体来看，2019 年以来，二类苗增长强劲，13 价肺炎疫苗、23 价肺炎疫苗、4 价流感疫苗、2 价 HPV 等国产二类苗上市后迅速放量。展望 2021 年，HPV 等重磅品种有望持续放量，同时受新冠疫情影响，全民疫苗接种意识有望提升，肺炎疫苗、流感疫苗等品类有望大幅增长。目前国内新冠疫苗研发稳步推进，海内外已经多款疫苗获批紧急使用或有条件上市。展望未来 2-3 年，国产新冠疫苗上市和接种放量，叠加常规疫苗重磅品种业绩放量，有望形成共振，行业景气度持续向上。我们持续看好大品种陆续上市、新冠疫苗研发进展领先的疫苗龙头公司康泰生物、智飞生物。

三、行业动态跟踪

第二款国产新冠疫苗获批。2 月 6 日，中国国家药品监督管理局（NMPA）发布公告称，已附条件批准北京科兴中维生物技术有限公司的新型冠状病毒灭活疫苗（Vero 细胞）注册申请。这是继国药集团中国生物新冠灭活疫苗之后，第二款在中国获批上市的新冠疫苗。这款疫苗采用新型冠状病毒（CZ02 株）接种非洲绿猴肾细胞（简称 Vero 细胞），经培养、收获病毒液、灭活病毒、浓缩、纯化和氢氧化铝吸附制成，不含防腐剂。在巴西开展的 3 期临床试验结果

显示，针对 18 岁及以上医务人员的研究共入组 12,396 名受试者，按照 0，14 天程序接种 2 剂疫苗 14 天后预防由 COVID-19 的保护效力为：对住院、重症及死亡病例的保护效力为 100.00%，对有明显症状且需要就医的新冠病例的保护效力为 83.70%，对含不需就医的轻症病例在内的所有新冠病例保护效力为 50.65%。在土耳其开展的 3 期临床试验结果显示，针对 18~59 岁处于高风险的医护人员（K-1）和处于正常风险的一般人群（K-2），按照 0，14 天程序接种 2 剂疫苗 14 天后预防 COVID-19 的保护效力为 91.25%。科兴中维已建成并于 2020 年 8 月底投入使用的第一条新冠疫苗原液生产线年生产能力可达 5 亿剂。科兴中维已经完成第二条原液生产线的建设，预计今年 2 月份投入使用后将使克尔来福原液的年生产能力提高到 10 亿剂以上。

初步数据显示国产灭活新冠疫苗等对南非新变种依旧有效。中国疾控中心高福等本周在 bioRxiv 发布国产灭活新冠疫苗（北京生物制品研究所 BBIBP-CorV 灭活新冠疫苗）和正在开展 3 期临床试验的国产重组蛋白亚单位新冠疫苗（智飞生物与中国科学院联合开发的 ZF2001 重组蛋白亚单位新冠疫苗）对南非新变种（SARS-CoV-2 variant of concern (VOC)501Y.V2）的保护效果。结果显示，虽然这两种疫苗接种者血清对南非新变种的中和效果稍有下降，但是依然保留大部分中和活性，提示这两种疫苗对南非新变种依然有保护效果。

阿斯利康新冠疫苗 3 期临床试验主要分析结果公布。近日，阿斯利康宣布，该公司与牛津大学联合开发的新冠疫苗 3 期临床试验的主要分析结果，以《柳叶刀》预印本的形式发布。本次发布的数据分析是基于 17177 名受试者中积累的 332 例出现症状的 COVID-19 患者数据。数据分析显示，接种一剂 AZD1222 能够产生 76%的保护效力，而且如果两次接种之间的间隔在 12 周以上，疫苗的保护效力达到 82%。此外，对临床试验参与者的核酸检测结果显示 AZD1222 具有降低新冠病毒传播的潜力。

国内新冠疫苗接种达 3123.6 万剂次。2 月 4 日，在国务院联防联控机制举办的新闻发布会上，国家卫生健康委新闻发言人、宣传司副司长米锋表示，截至 2 月 3 日 24 时，全国累计报告重点人群接种新冠病毒疫苗 3123.6 万剂次。

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）板块本周下跌 94.47 点，周跌幅 2.47%。板块本周上涨前五名分别是丽人丽妆（16.49%）、南极电商（15.15%）、*ST 成城（13.95%）、*ST 中商（8.62%）、*ST 金洲（7.96%）。20 年春节低基数效应下，21 年春节期间在低基数和就地过年双重影响下有望弱复苏，高端消费尤其珠宝黄金消费有望率先回暖，居家消费场景有望拉动到家、电商配送等业绩吃席快速增长。

二、行业动态

21 年 1 月淘系护肤品市场规模 126 亿元，同比增长 52.8%，彩妆市场规模 61 亿元，同比增长 20%。1 月低基数效应下同比增速较快，销售旺盛，2 月有望延续较高增速，对板块形成催化效果。

护肤品中，国际品牌倩碧、OLAY 同比负增长，资生堂和兰蔻增速最快；国内品牌中，华熙生物旗下润百颜、夸迪、米蓓尔同比增长分别为 368.31%、25939.81%、1014.45%；珀莱雅旗下珀莱雅和彩棠分别增长 176.06%和 1605.51%；丸美股份旗下丸美增速 9.88%，销量下滑较大，客单价有所提升；御家汇旗下御泥坊同比增长 225.85%；上海家化

旗下佰草集、玉泽、六神增速 44.01%、144.53%和 30.26%，母婴系列启初增速 510%。新锐品牌在彩妆品类中表现优异，花西子、完美日记、Colorkey 位列一月彩妆前十大品牌之列，增速有所放缓。

三、投资关注

1、王府井（600859）：公司公告拟以发行 A 股方式换股吸收合并首商股份（600723），即王府井向首商股份的全体股东发行 A 股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票。王府井拟购买资产的交易金额为换股吸收合并首商股份的成交金额，为 67.223411 亿元。

王府井和首商股份均为北京零售企业，控股股东均为首旅集团，本次换股吸收合并完成后，王府井的控股股东仍为首旅集团，实际控制人仍为北京市国资委。首商股份将终止上市并注销法人资格，王府井或其全资子公司将承继及承接首商股份的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。此次王府井换股价格为 33.54 元/股，换股比例 1：0.3044，首商股份价格约为 10.21 元/股，具有一定溢价。

根据两家上市公司此前的业绩预告，王府井 20 年预计归母净利润下滑 54%-62%，实现 3.61-4.41 亿元；首商股份预计 20 年亏损-3000 万至-4500 万元左右。业绩下滑主要原因在于疫情对宏观经济和线下零售的冲击较为严重。

我们认为双方合并后将实现商业布局的规模扩张，二者业态具有一定重合，关注后续业态转型提效方面的动作。

2、上海家化（600315）：公司公告 20 年收入 70.32 亿元，同比下跌 7.43%，归属母公司净利润 4.3 亿元，同比下降 22.78%，扣非净利润 3.96 亿元，同比上升 4.3%，利润超预期。销售费用 29.24 亿元，同比下降 8.73%，管理费用 7.21 亿元，同比下降 23.48%，费用端积极优化，渠道和供应链整合效果初现。单季度收入 16.7 亿元，归母净利润 1.18 亿元，扣非净利润 1.18 亿元，单季度业绩大幅上涨，同比增长 609%。

分渠道看，公司线上收入 29.76 亿元，同比增长 15.24%，线上收入占比 42.32%；公司线下渠道实现 40.52 亿元营业收入，同比下降 19.09%。2020 年公司关闭百货门店 462 家低单产专柜和门店，截止年末门店和专柜总数 977 家；线上形成“头部主播+中腰部主播+店播”矩阵，7 月开始玉泽暂停与李佳琦的直播仍保持高速增长，验证品牌和产品力，同时带来盈利能力良性发展和客户复购率提升。

品牌矩阵梳理，增长的品牌包括玉泽+200%、家安+30%、双妹增长 70%（去年重新启动）、六神增长 2%、代理品牌也有所增长；下跌的品牌有佰草集跌 30%（梳理产品结构、关店、消化库存，今年要继续精简产品线，升级现有产品，精细化传播）、高夫跌 30%（梳理产品线，提高端占比）、美加净跌 19%（提升面部护肤、推出了酵母系列，Q4 收入跌幅收窄）、启初跌 9%（Q4 双位数增长）、典萃跌 13%（独立化运作，Q3 双位数，Q4 翻倍增长）。

20 年公司毛利率 59.95%，同比下降 1.93 个百分点，原因在于合作品牌毛利率较低，同时高毛利百货渠道关店导致单季度毛利下滑。目前护肤品毛利 80%左右，收入占比 1/3，公司后续将不断提升护肤品类占比提升盈利能力，聚焦高端护肤、药妆等高毛利高增长品类上，聚焦头部 SKU，用高毛利新品迭代，逐步减少长尾 SKU。

我们认为公司全年去库存效果明显，海外渠道积极拓展，环节疫情压力影响。20 年潘秋生上任后以股权激励绑定核心团队，优化人事改革，明确责权利，预计 21 年底将有确定性基本面拐点出现。

四、风险提示

疫情反复影响超预期，需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块上涨 0.76%，沪深 300 上涨 2.46%，上综上涨 0.38%。板块跑输大盘指数。

本周克尔瑞发布了 2021 年 1 月销售数据，房地产市场整体走稳，部分热点城市市场惯性延续了去年末的成交翘尾行情，热度不减。TOP100 房企单月实现销售操盘金额 8705.3 亿元，百强房企整体业绩规模较去年同期大幅上升 70.7%，较 2019 年同期增长 50.3%。1 月份百强房企销售数据强势反弹，很大程度上是因为去年同期正值春节假期，且因疫情的出现而停摆这两大因素所导致的基数较低所致。此外，部分城市市场景气度从去年下半年至今持续回暖对行业成交的进一步刺激作用。

1 月份，一线与强二线城市房价出现明显的上涨势头，购房需求快速释放，近期在这些城市有项目开盘的房企是最直接的受益者。鉴于今年春运返乡需持七日内核酸检测阴性证明，叠加企业鼓励员工就地过年，预计 2021 年春运返乡人数或将显著低于历史同期，三、四线城市返乡置业潮或将明显弱于往年，成交整体回升幅度有限。随着就地过年人数大幅增多，春节假期核心一、二线城市房地产市场或将反常回暖，甚至迎来难得的销售窗口期，届时成交有望明显回升。

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 0.48%，上证指数上涨 0.38%，行业指数跑赢大盘指数。涨幅居前的细分行业是粘胶、复合肥、涤纶。氮肥；跌幅居前的细分行业是维纶、氟化工及制冷剂、合成革。

二、行业观点：

本周原油价格明显上涨，WTI 原油上涨 8.68%，达到 56.7 美元/桶以上；Brent 原油价格上涨 7.87%，达到 59 美元/桶以上。原油价格上涨一方面是疫情好转，有需求恢复的预期；另一方面美国原油库存下降，沙特等主动减产。在目前位置，原油价格上涨，化工产业链整体受益。直接受益的是石化和油服行业回暖；化工产业链受益最明显的是涤纶长丝产业链；与原油存在替代效应的煤化工产业链。

化纤产业链上涨趋势明显：涤纶长丝在成本推动下，本周上涨幅度最大，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：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。

本周价格涨幅居前的是纯苯、BDO、涤纶等；跌幅居前的是乙烯、三氯甲烷、碳酸二甲酯。

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

本周上证综指同比微涨0.38%，收于3496点，创业板指同比上涨2.07%，沪深300同比上涨2.46%，机械设备同比下跌1.61%，跑输沪深300指数4.07pct。

具体细分板块及个股跌多涨少。其中油服设备、工程机械等涨幅较好，中海油服、杰瑞股份涨幅10%以上；徐工机械、柳工、恒立液压等涨幅在4%以上。光伏设备、航空装备等板块部分个股跌幅较大。

二、机械行业动态及投资观点

1、个股【航天电器】拟募集资金扩产，表明防务市场高景气度，利好公司实现跨越式发展

1）公司发布2021年度非公开发行预案，拟募集资金总额不超过14.66亿元，募资金额用于以下项目：①特种连接器、特种继电器产业化建设项目，拟募资投入2.80亿元；②年产153万只新基建用光模块项目，拟募资投入1.09亿元；③年产 3976.2 万只新基建等领域用连接器产业化建设项目，拟募资投入3.36亿元；④贵州林泉微特电机产业化建设项目，拟募资投入1.04亿元；⑤收购航天林泉经营性资产，拟募资投入1.96亿元；⑥补充流动资金，4.40亿元。

2）上市17年以来第二次定增，表明防务领域等下游需求强劲。2004年上市以来，公司现金流好，经营稳健，仅2007年定增募资4.33亿元，本次是公司上市以来第二次定增募资，本次定增验证下游，尤其防务领域需求强劲。

3)募投项目将显著扩大产能,解决产能瓶颈。本次募投项目项目建设期3年,达产后合计贡献销售收入23.6亿元(2019年收入的67%）。目前防务市场需求强劲，同时公司积极拓展新基建等民用市场，公司通过内部挖潜及扩产等方式改善产能瓶颈，助力公司跨越式发展。

投资建议：公司军品收入占比约70%，尤其连接器产品在宇航、导弹等领域市场份额居首。过去五年复合增速约为15%，随着募投项目的建设，未来五年有望上台阶。继续给予推荐评级。

2、航空装备：年报业绩预告陆续披露，板块上游增长较快

1）板块上游业绩好于中下游。根据业绩预告，上游电子元器件、碳纤维、金属材料等业绩较好，其中电子元器件板块中鸿远电子全年归母净利润同比增长66%-77%，宏达电子全年业绩增速55%-75%，火炬电子业绩增速55%-65%；碳纤维板块中简科技业绩增速 55%-75%；金属材料板块中西部超导净利润增速134%左右。而中游中航机电净利润增速约12%；中航沈飞净利润增速约69%，扣非净利润增速约11%。板块上游业绩好于中下游。

2）下游或为生产准备进行高强度采购，预计2021年中下游开始兑现业绩。从传导机制上分析，下游最先感知需求变化，进而向上游进行原材料采购进行生产准备，从业绩表现看，上游业绩率先提速，随后中下游生产加强，交付增加，业绩提速。

3）我们持续看好航空板块投资机会，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；上游原材料建议关注中航高科、光威复材、振华科技等。

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。建议关注机器人、注塑机、叉车、激光器等细分板块投资机会。

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、中航高科、光威复材、景嘉微等

风险提示：下游需求不足、行业竞争加剧、行业政策变化等

成长股

汽车（王树宝）

一、汽车股表现回顾：上周汽车指数-0.85%，HS300 指数+2.46%。潍柴动力、华域汽车、长安汽车等表现较强；长城汽车、上汽集团等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

1、2020 年全球汽车销量降 13% 中国市场份额升至 32%

据乘联会报道，2020 年，全球汽车销量总计 7803 万辆，同比下降 13 个百分点。回顾近几年全球车市的销售情况，从能跟踪到月度销量的 70 个主要国家数据来看，2018 年全球汽车销量下降 1%，是 2010 年以来首次出现年度负增长；2019 年全球汽车销量为 8981 万辆，同比再次下降 4%；2020 年下滑幅度则扩大至 13%。

中国市场所占份额为 32%。国际汽车集团在各国销量占比方面，大众在中国和欧洲表现超强，在北美、南半球和其他亚洲国家表现则相对偏弱；丰田在中国表现较好，下滑幅度最小，2020 年其在全球市场中份额为 18.5%；本田的全球份额也达到 5.9%的历史高位，超越了福特；此外，奔驰、宝马表现依然强势；现代起亚在中国表现偏弱，但在欧洲相对较强。

全球汽车销量一季度下降 24%，二季度下降 29%，但三季度迅速好转，仅同比下降 2%，4 季度更是同比增长 2%。

2、充换电用电量保持高速增长

据 wind 统计，充换电服务业月用电量持续高速增长，最近一年月均增速 77%，2020 年 11 月当月的用电量达到 12.4 亿度，同比增长 84%，相比 2018 年 11 月的 3.37 亿度，增长 2.7 倍。充电服务业正处于超高速的爆发期。领跑者特来电、星星充电、国网 E 充电等将明显分享行业高速扩容的红利，并有望诞生一批新的能源服务龙头。

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、特锐德、伯特利、华域汽车、新泉股份、旭升股份、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。（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）

本周上证综指上涨 0.38%，沪深 300 上涨 2.46%；申万通信指数下跌 4.33%，申万电子指数下跌 4.96%。

本周市场整体止住上周的跌势，但是通信和电子板块继续大幅回调，通信和电子申万指数均下跌超过 4%。整体来看 1 月份通信板块都表现不佳，主要原因一方面是之前三季报业绩差强人意，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。

电子板块在 1 月份也走出了先高后低的走势，主要也是和近期不断有苹果产业链公司被爆出剔除出供应链名单，以及相关公司业绩表现不及预期有关。同时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，所以整体来看，消费电子在 1 月份也未走出持续的上涨趋势。

本周光环新网发布了 2020 年度业绩预告，预计 2020 年年度实现归母净利润 9.1 亿元-9.5 亿元，比上年同期增长 10.36%-15.21%；实现扣除非经常性损益后的净利润 9.01 亿元-9.41 亿元，比上年同期增长 9.63%-14.49%从业绩上看，略低于预期，主要是公司 2020 年机柜增量释放有限，同时客户受疫情影响放缓上架进度，对公司全年收入产生负面影响。截至 2020 年末，公司已投产机柜约 3.8 万个，上架率接近 80%，现有机柜签约率、上架率均处于较高水平，预计 2021 年进入密集投放期，我们看好公司在 2021 年恢复增长势头，同时我们也继续看好整个数据中心和光通信板块。

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、数据港于发布 2020 年年度业绩快报，2020 年公司营业总收入约 9.16 亿元，同比增加 26.03%；归属于上市公司股东的净利润约 1.37 亿元，同比增加 23.91%。从业绩上看，略有低于之前预期，主要受疫情影响，公司在上半年机柜上架和签约项目进度都受到不利影响，下半年公司业务快速回暖。同时，在下游视频直播以及移动互联网各个应用的推动下，对数据中心的需求将是长期并且确定的，我们持续看好数据中心的长期增长。数据港也依托自身的竞争优势，近两年业务规模高速扩张，截至 2020 年年末，公司累计已建成及已运营数据中心 25 个，IT 负载合计约 250.3 兆瓦（MW），折算成 5 千瓦（kW）标准机柜约 50060 个，IT 负载较 2019 年末增加 77.52%，较 2018 年末增加 267.55%，我们继续看好数据港未来的业绩成长性，持续推荐。

2、2 月 4 日晚，亨通光电公告股份回购方案，公司拟用自有资金或自筹资金不低于 3 亿元、不超过 6 亿元，以集中竞价交易方式回购公司股份。亨通光电本次回购的实施期限为自公司股东大会审议通过本次回购方案之日起不超过 12 个月；回购股份价格不超过 18 元/股，若以上限 6 亿元回购金额测算，预计回购股份数量约为 3333.33 万股，约占亨通光电总股本的 1.41%。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 4.97%，板块成交额 1958 亿元，沪深 300 指数上涨 2.46%。

计算机本周大幅下跌且跑输大盘，主要因市场担忧流动性收紧。如前期所提示的，（1）计算机板块与风险偏好和流动性关联度较高，20 年下半年来流动性收紧预期持续施压板块行情。（2）前两周行情向上，应视为超跌反弹，是否迎来反转难以确认。

但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，Q3 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、深信服业绩快报符合预期，21 年有望加速

2020 年利润表观增速 6%，实际增速 20%+：实现营收 54.58 亿元，+18.92%；营业利润 7.59 亿元，-3.7%；归母净利润 8.03 亿元，+5.75%。受新收入准则影响，本年度需要递延的收入为 1.91 亿元；加回该部分收入，与去年同口径相比，营收增长为 23.07%。19-21 年分别需要摊销 1.14、2.93、3.36 亿元股权激励费用。2020 年由于股权激励解除限售，依照规定计算确定的相关成本费用进行税前扣除导致整体企业所得税费用为负数，去年同期所得税为 0.32 亿元。若剔除股权激励的影响，实际利润增速应为 20%+。

单 Q4 业绩回暖：单季度实现营收与归母净利润为 22.14 亿元、7.33 亿元，单季度同比增速分别为 23.11%、64.36%。

短期利润增速慢于营收增速，因疫情影响和加大研发投入：一是费用较为刚性，而疫情导致增速放缓，二是报告期内公司进一步加大投入，特别是加大研发投入导致费用增速超过收入增速。

预计 21 年业绩持续回暖，长期云化将成重要竞争力和增长点：2021 年，我们认为疫情结束后经济复苏将带动网络安全和超融合市场复苏。且公司网络安全从传统的 VPN 等业务向云安全、态势感知等拓展，云业务从超融合向私有云/混合云拓展，市场空间提升 10 倍，且前期投入的研发费用兑现业绩后有望带来毛利率和期间费用率的企稳下行。

继续维持深信服推荐评级。

2、北京路测报告显示自动驾驶进入下一阶段

2 月 5 日，《北京市自动驾驶车辆道路测试报告（2020 年）》正式对外发布。《北京市自动驾驶车辆道路测试报告（2020 年）》是目前国内唯一一个由官方所发布的自动驾驶路测报告，是自动驾驶风向标。

2020 年测试里程 221 万公里，同比增长 113%。截止到 2020 年底，北京市累计给 14 家自动驾驶企业的 87 辆车发放了一般性道路测试牌照。累计路测超过 221 万公里。其中，载人测试里程超过 102 万公里。

体验用户对自动驾驶认可度高。截至 2020 年 12 月底，共有超过 1.5 万人通过手机呼叫了自动驾驶出租车服务，并且超过 9 成的用户愿意继续使用自动驾驶出租车，并且愿意为服务付费。

首次批准无人化自动驾驶测试。2020 年百度获得首批 5 张无人化路测（第一阶段）通知书。这是北京市首次允许测试主体在公开道路进行无人化自动驾驶测试，意味着自动驾驶汽车开始探索无需安全员的持证驾驶。

自动驾驶需克服的问题进入第二阶段—从感知到交互。报告抽取了安全员接管的 5000 个样本。关键脱离场景可分为两类。一类是由于自身系统故障或自身系统不足如感知异常、传感器故障、定位偏离、系统异常、地图异常等造成的脱离，另一类是在与其他交通参与者或目标物交互时发生脱离，即在场景中发生脱离，第二类脱离在所有关键脱离中占极大比重(约 93%)。

在场景脱离中，直行类场景占比达到 47%，路口类脱离场景占 42%，其他场景共占 11%。自动驾驶车辆在直行时的脱离情形具体包括社会车辆加塞、违规变道、违规停车、行人横穿等。路口类场景脱离较多的原因包括自动驾驶需要同时处理信号灯、标志标线、行人、车辆等目标，路口交通流密度大、数量较多，对目标行为预测的难度更大。

继续推荐德赛西威、中科创达、千方科技等。

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**。

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