策略研究

国都投资研究周报 2021.2.1-2.5

本周策略：

政策回归常态，结构牛动力切换

一、市场焦点：资金面阶段趋紧，信号意义或大于趋势影响

1、**市场脉动：指数先扬后抑，头尾部公司显著分化。**跨年行情如期启动，岁末年初指数迎来放量上涨；但 1 月底公开市场资金骤紧压力，使得 A 股高估值绩优股快速调整，导致月底市场指数相对高位大幅波动、高估值个股快速回调，1 月 26 至 29 日四个交易日国防军工、有色、电子、医药生物、家电、电气设备等板块领跌 11.9-6.2%。

整个 1 月来看，A 股放量先扬后抑，指数与个股分化显著，全 A 共 4158 家正常交易的上市公司中，1 月个股中位数表现为-8.4%；代表机构抱团重仓、头部公司的指数领涨，创业板 50、绩优股指数、中证 100、沪深 300 各上涨 6.6%、6.0%、3.1%、2.7%；而微利、低价股等代表尾部公司的指数显著下跌，微利股指数、国证 2000、低价股指数、中证 1000 各大跌 9.3%、7.1%、5.9%、5.2%。行业板块来看，1 月化工、银行、电气设备、有色、轻工制造、汽车等中上游顺周期为主的板块领涨 6.7-2.5%，而国防军工、商贸、纺织服装、通信、非银金融、房地产、采掘等板块领跌 10.2-5.8%.

2、**资金面阶段趋紧。**1 月下旬以来，央行公开市场逆回购每日投放骤降至地量水平 20 亿元，同时小幅缩量续作 MLF（到期量 5405 亿元，续作 5000 亿元），1 月最后一周共净回笼 4705 亿元。1 月下旬公开市场净回笼操作，叠加缴税缴准、节前资金备付等资金需求上升，使得近期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%。

3、**信号意义大于趋势影响。**近期资金面变化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；从近期市场反应来看，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；随着春节前一周央行公开市场有望加大净投放（29 日净投放 980 亿元，结束之前连续四日大额净回笼），同时月末财政支出大幅增加，预计 2 月资金面供需趋于缓和（春节前逆回购到期量 3840 亿元，春节后 MLF 到期量 2000 亿元），资金利率有望高位

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3483.07	-3.43
沪深 300	5351.96	-3.91
深证成指	14821.99	-5.16
中小板综	12912.38	-4.74
创业板指	3128.86	-6.83
恒生指数	28283.71	-3.95
恒生中国企业指数	11208.78	-4.01
恒生沪深港通 AH 股溢价	138.07	2.40
标普 500	3714.24	-3.31
纳斯达克指数	13070.69	-3.49
MSCI 新兴市场	1329.57	-4.54

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	52.14	0.31
纽约期金	1849.80	-0.31
伦敦期铜	7813.50	-2.16
伦敦期铝	1977.00	-0.88
波罗的海干散货	1452.00	-19.78

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。

回落，届时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。

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 28 日，每百人新冠疫苗接种量依次为 11.67、7.91、2.65 剂次，全球、中国各为 1.11、1.58 剂次。按过去五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。

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 1/29 日 A 股共 1782 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%、63.9%；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%、32.3%；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%提升至 Q4 的 11.6%，而首亏占比由 Q1 的 27.7%下降至 Q4 的 10.4%。

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 1782 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 342 家，占比 19.2%；其中化工（42）、电子（41）、医药生物（39）、机械（33）、计算机（24）、电气设备（20）、食品饮料（17）；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、品种配置策略研判：结构性牛市下头尾部企业分化趋势不变

1、**部分头部公司正进入估值泡沫化初期阶段。**2020 年 12 月 25 日至 21 年 1 月下旬跨年行情如期启动，但表征头部、尾部上市公司的指数表现强弱分化显著。在欧美疫情仍未防控见效前，预计全球宽松政策延续，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，正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35倍，已逼近对估值的合理容忍度上限区间；因此可以判断，当下头部-尾部企业的加剧分化的跨年行情，正推升白马龙头股进入泡沫化初期阶段。

2、头部与尾部企业表现分化能否持续？—近十年大小盘风格指数走势对比及其逻辑简析

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，近十年两者走势经历了同步-分化-同步-加剧分化的四个阶段，具体走势对比、差异幅度及其驱动逻辑简析如下：

1）16年以前，大小盘走势基本同步，且小盘较大盘指数相对收益50-100%；指数走势同步且小盘风格强于大盘风格指数，驱动逻辑主要为4G为首提振的移动互联网科技成长领涨、中小投资者直接入市炒小炒题材氛围较浓；

2）16年1月底至18年1月底，大盘指数涨而小盘指数震荡下跌，风格持续分化两年，大盘较小盘指数相对收益30-65%；指数分化驱动逻辑主要为供给侧改革、资本市场开放红利引入境外资金；

3）18年1月末至20年7月中旬，大小盘风格回归同步，期间大盘较小盘指数相对收益10%以内；指数基本同步的驱动逻辑主要为中美贸易摩擦、宏观去杠杆等系统性压力；

4）20年7月中旬至今，大盘趋势走强而小盘震荡下跌，两者明显分化，且10月中旬以来加剧分裂，5个月内大盘较小盘指数相对收益高达30-45%；指数加剧分裂的驱动逻辑主要为注册制常态化发行扩容至创业板（近日媒体报道或于今年两会后全市场推广注册制发行）、退市新规下尾部企业壳资源价值丧失、居民入市方式改以积极认购基金为主，定价权转移至机构，从而强化行业龙头或蓝筹白马马太效应。

综合判断，以上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。

五、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。

六、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。

七、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-0.26%；农林牧渔（中信）涨跌幅-0.28%；沪深 300 涨跌幅-3.91%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **33.39 元/公斤，**周环比下行约 1 元/公斤。
2. **茅台一批价：箱装 3100 元，持平。**

三、食品饮料：

1. **白酒：**

1）基本面：本周茅台一批价箱装基本持平 **3100 元**；散装略有回落在 2450 元左右；

五粮液：普五批价在 960-970，较前期略有下滑，预计与旺季发货节奏、茅台拆箱销售等多方面因素有关；

上海地区工商局严打茅台加价销售，价格超过指导价 1499 元即没收并另处罚款，多家酒行商超下架茅台。

2）市场：本周白酒相对市场来说较强势。主要原因是鼓励就地过年等政策，导致市场对需求端有所担忧，但从近

期渠道跟踪各企业回款良好（如茅五泸基本都在30%以上），疫情影响有限，基本完成21Q1，利空消化。建议跟踪见实际动销情况。

3）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。近期茅五批价均有所波动，包括茅台的政策变动，以及带动的五粮液也有所波动，不过我们预计茅台政策引导或为短期，难以长期落地，终端实际需求旺才是核心逻辑；各企业开启新年打款，目前跟踪来看，较为积极，21Q1低基数+春节旺季行情预期下，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：【安井食品业绩预告超预期】2020年公司预计全年实现营收约69.65亿元，同比+32.2%，净利6.00亿元，同比60.9%，扣非净利5.50亿元，同比+64.2%

Q4预计营收约24.80亿元，同比+39.9%，净利2.21亿元，同比+63.7%，扣非净利2.10亿元，同比+72.1%。超预期。

2）市场：本周速冻龙头安井业绩超预期，涨幅较高，同时叠加就地过年人数较多，速冻食品以及2C端占比大的调味a品受益更明显，形成催化。

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

1)【牧原2020业绩预告270-290亿元，符合预期】公司全年实现归母净利润270-290亿元，同比增长342%-374%。2020年实现扣非净利润300-320亿，其中少数股东权益30亿，公司单四季度实现归母净利润60-80亿元，同比增长27%-69%，环比下降21%-41%。业绩符合预期。

2）中长期持续推荐牧原股份：随着板块个股公告业绩预告，牧原成本优势更为凸显；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

上证综指本周下跌3.43%，沪深300下跌3.91%。家电板块下跌5.55%，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 12 月冰箱销量表现亮眼

从出货端来看，12 月冰箱外销持续高增长，内销 YoY+5.4%，外销 YoY+46%，整体销量 785 万台，YoY+22.2%；冰箱方面，海尔内销 128 万台，YoY+6.7%（1-12 月 1410 万台，YoY+2.3%），外销 10 万台，YoY+43.5%（1-12 月 104 万台，YoY+13.5%）；美的内销 72 万台，YoY+10.8%（1-12 月 685 万台，YoY+11.6%），外销 70 万台，YoY+55.1%（1-12 月 732 万台，YoY+31.3%）。、

（2）2020 年 12 月洗衣机销量表现亮眼

洗衣机内外销同比均有增长，内销 YoY+3.1%，外销 YoY+2.2%，整体销量 629 万台，YoY+2.8%。洗衣机方面，海尔内销 152 万台，YoY-4.3%（1-12 月 1543 万台，YoY-3%），外销 18 万台，YoY-3.2%（1-12 月 185 万台，YoY-13.5%）；美的系内销 136 万台，YoY-2.8%（1-12 月 1288 万台，YoY-7.8%），外销 36 万台，YoY+17.9%（1-12 月 436 万台，YoY+7.3%）。

（3）惠而浦预计 2020 年亏损 1.5-1.8 亿

惠而浦发布公告称，预计 2020 年度净利润亏损 1.5 亿元到 1.8 亿元。

展望：扫地机今年很风光，其主要公司石头科技和科沃斯涨幅巨大。从根本来看，产品产品迭代，技术革新推动了行业景气，行业景气下，公司业绩亮眼。其一：技术创新。iRobot 新品凭借自动集尘技术及抗过敏原技术、PerfectEdge 技术等等在清扫细节上进行升级；科沃斯推出的 T8 系列和石头推出的 T7 系列则在避障和拖地功能上进一步突破；新兴品牌云鲸推出的单品爆款 J1 基本解决了机器人拖地需要亲自洗涤拖布的痛点。技术迭代再次刺激了消费者的付费意愿。伴随着技术创新，行业价格天花板的向上打开。从奥维数据上看，线上扫地机均价年累计同比涨价 203 元，线下年累计同比涨价 187 元，均价的上升没有影响销量的提升。

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 7.10%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 26 位，同期沪深 300 指数下跌 3.91%，中小板指数下跌 4.93%，创业板指数下跌 6.83%。细分子板块来看，所有子版块均下跌，其中医药商业跌幅 3.93%，中药跌幅 5.09%，医疗服务跌幅 5.30%，生物制品跌幅 5.88%，化学制药跌幅 8.17%，医疗器械跌幅 10.63%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是药易购（+127.84%）、我武生物（+24.83%）、健之佳（+10.68%）、太极集团（+10.36%）和长江健康（+10.31%）；而跌幅最大的前五家公司分别是亚太药业（-27.49%）、博晖创新（-25.21%）、东方生物（-24.03%）、正川股份（-23.27%）和华大基因（-21.91%）。

估值方面来看，截止 1 月 22 日，医药生物（SW）市盈率（TTM，剔除负值）为 46.16x，相较全部 A 股的估值溢价率为 138.27%，环比上周下降 6.46 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 71.72%，环比上周减少 3.56 百分点，高于 2010 年以来的中位水平（60.66%）。

二、本周主要观点

第四批集采本周迎来开标，未来将常态化制度化开展。第四批全国药品集采将在本周（2 月 3 日）开标，共涉及 45 个品种、80 个品规，若降价幅度超预期或未成功中标将对相关公司股价产生一定波动，建议关注相关企业中标情况。长期来看，药品集采将常态化制度化开展。1 月 28 日国务院办公厅印发《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》，从国家层面确定了药品带量采购常态化，并对未来药品集采制定了方向。《意见》对下一步药品带量采购做出重要部署，从明确覆盖范围、完善采购规则、强化保障措施、完善配套政策等七大方面着手，共计 20 条措施，核心观点包括：

1、集采覆盖药品范围持续扩大，符合条件药品达到一定数量或金额即启动。《意见》明确，重点将基本医保药品目录内用量大、采购金额高的药品纳入采购范围，逐步覆盖国内上市的临床必需、质量可靠的各类药品，做到应采尽采。对通过一致性评价的药品优先纳入采购范围，符合条件的药品达到一定数量或金额，即启动集中带量采购（相关领导在国务院政策例行吹风会上表示，基本上是采取原研药加通过一致性评价的仿制药，只要达到三家就可以列入集采）。我们认为“应采尽采”要求下，集采覆盖药品范围将持续扩大，且将实现动态化，未来每年可能迎来多次药品集采（目前每年二次）。此外，《意见》还提到，孤儿药、短缺药也将积极探索适宜的采购方式，我们判断该类药物未来的降价风险相对较小，政策重点在于保证供应，解决临床药物短缺问题，提高民众用药可及性。

2、采购主体扩围，确保优先使用中选药品，并与医疗机构考核挂钩。《意见》明确，所有公立医疗机构（含军队医疗机构）均应参加药品集中带量采购，医保定点社会办医疗机构和定点药店按照定点协议管理的要求参照执行。药品集采将不再局限于公立医院，我们判断所有使用医保的机构将全面参与。同时，医疗机构应根据临床用药需求优先使用中选药品，并按采购合同完成约定采购量。医疗机构采购和使用中选药品情况纳入公立医疗机构绩效考核、医疗机构负责人目标责任考核范围，并作为医保总额指标制定的重要依据。

3、采购量有望提升，竞争将更加激烈。《意见》明确，药品采购量基数根据医疗机构报送的需求量，结合上年度使用量、临床使用状况和医疗技术进步等因素进行核定。约定采购比例根据药品临床使用特征、市场竞争格局和中选企业数量等合理确定，并在保障质量和供应、防范垄断的前提下尽可能提高。同时，鼓励公立医疗机构对药品实际需求量超出约定采购量以外的部分，优先采购中选产品。此条件下，未中标药企未来生产空间进一步被压缩，故我们判断集采时药企竞争将更加激烈，中选品种降幅有望加大。

4、药品集采将纳入未通过一致性评价，探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购。《意见》明确，对一致性评价尚未覆盖的药品品种，要明确采购质量要求，探索建立基于大数据的临床使用综合评价体系。同时，按照合理差比价关系，将临床功效类似的同通用名药品同一给药途径的不同剂型、规格、包装及其采购量合并，促进竞争。此外，《意见》要求探索对适应症或功能主治相似的不同通用名药品合并开展集中带量采购。同一适应症的不同通用名下的药品合并集采，将加大市场竞争。我们预计相关表述主要将在生物药和中成药的集采中得以应用。

5、统一医保支付标准，改进结算方式。《意见》明确，对医保目录内的集中带量采购药品，以中选价格为基准确定医保支付标准。对同通用名下的原研药、参比制剂、通过一致性评价的仿制药，实行同一医保支付标准。对未通过一致性评价的仿制药，医保支付标准不得高于同通用名下已通过一致性评价的药品。此前对原研药、过评品种和集中选品种价格差距过大的，在 3 年过渡期后才以集采价格作为医保支付标准，而本次则并未提及。同时在结算方面，建立药品集中带量采购预付机制，医保基金按不低于年度约定采购金额的 30%专项预付给医疗机构，并探索推进医

保基金与医药企业直接结算。

随着《意见》出台后，药品集采常态化、制度化，药企间竞争将更加激烈，药品中标价格降幅或进一步下探。同时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。

三、行业动态跟踪

国家医保局：全国公立医院核酸检测价格将低于 80 元。据央视新闻 1 月 30 日报道，在国家医保局协调指导下，1 月 28 日四川、陕西、甘肃、西藏、贵州、内蒙古等省份医保部门，集中将当地公立医院新冠病毒核酸检测价格从原来的 120-200 元不等，下调到 80 元甚至更低。预计在春节前，全国公立医院新冠病毒核酸检测单人份价格，将全部降到 80 元以内。5 个样本混合检测和 10 个样本混合检测的费用将更低，陕西省 1 月 27 日公布的通知显示，陕西 5 样本混检每人次 30 元，10 样本混检则只要 15 元。另外，北京、陕西等省份已经明确将核酸检测费用纳入医保报销范围。

Novavax 公布新冠疫苗英国 3 期临床试验结果，防护效力达 89.3%。日前，Novavax 公司宣布，其候选疫苗 NVX-CoV2373 在英国进行的 3 期临床试验中达到主要终点，保护出现症状的 COVID-19 的效力达到 89.3%。这一试验体现了该疫苗对在临床试验期间英国流行的 B.1.1.7 病毒株的有效保护能力。同时，Novavax 还宣布该公司在南非进行的 2b 期临床试验的结果。在这一 2b 期临床试验的参与者中，NVX-CoV2373 表现出 49.4%的保护效力。研究人员表示，保护效力的下降可能与在临床试验期间在南非流行的 B.1.351 病毒株有关。

强生的单剂新冠疫苗达 3 期临床主要终点，预计下周递交 EUA。1 月 30 日，强生（Johnson&Johnson）公司宣布了其新冠在研疫苗 Ad26.COV2.S 的 3 期临床试验 ENSEMBLE。试验结果表明，这一新冠疫苗在单次接种 28 天之后，对中度和重度 COVID-19 的预防能力达到 66%，对重度疾病的预防能力达到 85%，并且能够完全预防 COVID-19 相关的住院和死亡。试验表明这款疫苗对在南非最初发现的新冠突变病毒株也具有保护能力。该疫苗使用腺病毒载体 Ad26 表达新冠病毒的全长刺突蛋白，是目前全球少有的计划一次接种的在研疫苗之一。

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）板块本周上涨 65.70 点，周涨幅 1.66%。板块本周上涨前五名分别是*ST 美赫（14.58%）、供销大集（10.00%）、*ST 金洲（8.65%）、远大控股（7.99%）、ST 厦华（7.59%）。

二、行业动态

高鑫零售公布 2020 年业绩，实现营收 954.86 亿元，同比微增 0.14%；归属上市公司股东的净利润 28.72 亿元，同比增长 1.34%；实现毛利 243.43 亿元，同比下降 5.39%；每股盈利 0.30 元，与 2019 年持平；同店销售增长(按除

去家电之货品销售计算)为 1.0%。2020 年开设四家新大卖场、三家中型超市及 24 家小型超市，关闭三家门店。截至报告期末，高鑫零售在中国共有 484 家大卖场及 6 家中型超市，其中约 70.4%为租赁门店，29.6%为自有物业门店。透过签订租约或收购地块的方式，高鑫零售物色并取得了 26 个地点开设大卖场，其中 23 家在建。

“中润发"成形，优化“小润发”

报告期公司“中润发”模式成形，21 年预计扩张发展。截至报告期末，高鑫零售已开六家“中润发”，门店经营面积约为 3,000 平方米至 5,000 平方米，商品数约 15,000 个。生鲜及日配的业绩占比约 57%，快消品的业绩占比约 38%，非食品的业绩占比约 5%，的业务模式已经基本成形。2021 年，“中润发”将迎来规模化扩张。“中润发”将重点布局二、三线城市，透过核心品类建设，打造更贴近年轻消费群体的生鲜超市。

截至报告期末，高鑫零售已开 24 家小润发，其中 20 家位于江苏省南通市，四家位于江苏省泰州市。小润发的经营面积约 200 平方米至 500 平方米。生鲜及日配的业绩占比非常高，为 75%左右。门店六成的业绩来自蔬果、水产、畜肉类。鉴于生鲜品类的高占比，小润发也在不断完善产地直采，推出季节性大单品以及本地特色单品，打造「品项齐全、价格亲民」商品入选。同时，共享大卖场的快消品商品池，根据门店面积大小、客层定位不同设计不同陈列模板及商品入选，为未来的快速展店打好基础。

线上化加速进展，社区团购亮眼

新冠肺炎疫情的爆发，使在线消费心智加速养成，高鑫零售 B2C 店日均单量持续增长。从 2020 年 5 月开始，在线店日均单量已逾 1000 单。2020 年下半年，一线城市的平均店日均单量破 2000 单，低线级城市的平均店日均单量也已接近 1000 单。2020 年全年 B2C 业绩较去年同期增长超 80%，B2C 总单量较去年同期增长超 60%。生鲜及日配类业绩占比逾 53%，快消品的业绩占比逾 45%，非食品业绩占比近 2%。截至公告日止，B2C 的用户数超过 6,900 万，活跃用户数超过 1,650 万。

截至报告期末，高鑫零售与菜鸟驿站合作的小区团购业务已在逾 36 个城市，100 多家门店开始合作，活跃站点数已近 8,000 个。高鑫零售自己开发的站点也已在 125 个城市落地，逾 220 家门店上线了小区团购业务。小区团购不仅有自己专有的爆款商品，同时也共享大卖场的供应链资源和商品池。其非标生鲜产品贡献了约 33.5%的业绩，快消品贡献了约 64.7%的业绩。

考虑到实体门店的非食品受到在线的冲击，高鑫零售欧启动了部分门店改造成「仓店」模式的项目。试点门店非食品的经营面积被缩小，仓库面积大幅增加。改造后的「仓店」，其存货不仅要满足门店自身的需求，同时也要服务同城的半日达、小区团购及 B2B 业务。此番改造，等同于每个城市有了各自的城市仓。物流成本大幅降低，商品效率大大提高，同时顾客的消费体验亦可获大幅提升。

三、投资关注

1、 青松股份（300132）：业绩预告基本持平，2020 年预计归母净利润 4.3-4.9 亿元，同比-5.11%-8.13%，扣非归母净利润 4.25-4.85 亿元，同比增长-1.49%-12.42%。诺斯贝尔预计收入 26-27 亿元，实现净利润 2.8 亿元至 3 亿元，增厚业绩。

四、风险提示

疫情反复影响超预期，需求低于预期，新渠道新业态拓展不达预期等。

周期股

房地产（王双、于伯菲）

本周房地产板块下跌 1.21%，沪深 300 上涨 2.05%，上综上涨 1.13%。板块跑输大盘指数。

本周央行发布的《2020 年金融机构贷款投向统计报告》，其中房地产贷款余额增速已连续 29 个月回落。2020 年末房地产开发贷款余额 11.91 万亿元，同比增长 6.1%，增速比上年末低 4 个百分点。个人住房贷款余额 34.44 万亿元，同比增长 14.6%，增速比上年末低 2.1 个百分点。我们认为人民银行近年来坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”定位，紧紧围绕稳地价、稳房价、稳预期的目标全面落实房地产长效机制，加强房地产金融管理。

一方面，实施好房地产金融审慎管理制度，落实长效机制，因城施策，实施好差别化住房信贷政策，形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则。同时积极建立健全房地产金融宏观审慎管理制度。另一方面，加强了房地产的金融调控，牵头金融部门加强对各类资金流入房地产的统计监测，引导商业银行房地产贷款合理增长。

在 2021 年首月，中国多地传来房贷额度紧张、利率上浮的消息，个别银行甚至被曝出已经停贷。目前广深等部分银行贷款确实有所收紧，主要是其此前房贷投放量太大，越过了监管机构所设控制线，必须进行缩减。不过总体而言，对普通购房者的影响主要是放款时间延长，审核更加严格，真正出现停贷的仅仅是个别银行。预计未来热点城市商业银行批贷更加审慎，房贷放款周期将延续拉长趋势，楼市热度高的城市房贷利率会走高。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 4.58%，上证指数下跌 3.43%，行业指数跑输大盘指数。涨幅居前的细分行业是维纶、炭黑、氟化工及制冷剂；跌幅居前的细分行业是合成革、涤纶和粘胶。

二、行业观点：

春节前是化工品需求淡季，产品价格基本窄幅震荡，但原油价格小幅缓步上涨，MDI 价格 2 月份挂牌价保持不变。2021 年，农产品价格持续上涨，涉农产品值得重点关注，菊酯价格 1 月份开始触底反弹，化肥价格上涨；化纤行业是目前复苏较晚的行业，也是 2021 年上半年同比弹性最大的。龙头公司的投资价值不仅来源于价格弹性，更多是未来版图的扩张，作为周期性行业，在行业低估时具备明显的成本优势；在行业景气时，具备足够大的弹性。本周上涨幅度较大的产品是丙酮、PX、双酚 A;跌幅较大的品种是三氯甲烷、DEG 和丙烯。

MDI 价格 2 月份挂牌价环比持平：最近一周聚合 MDI 和纯 MDI 均小幅上涨 2.95%和 3.58%。万华化学 2 月份挂牌价环比一月份保持不变。目前进口货源有限，加上供方控量发货，供应偏紧；终端需求放量有限，以及受春季和疫情影响，物流方面将陆续放假停运，场内需求难有较大量释放，产品价格处于窄幅震荡中。

钛白粉价格淡季上涨：目前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。昨日攀西地区钛白粉企业上涨，国内市场涨价幅度为 1000 元/吨，国际市场涨价幅度为 150 美元/吨。一方面凸显了企业对价格上调的决心，另一方面看得出由于物流运输迟缓现货紧张。

粘胶短纤价格上涨：粘胶短纤市场价坚延续，高端产品报价上调 500 元/吨，中端厂家商谈价格在 13700-13800 元/吨，粘胶厂家有停车计划，市场供应有下滑预期，由于本周下游基本放假结束，春节前最后补单周内完成，下游企业多对春节后涨价预期较大，表示现有库存均等待节后涨价销售。

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3.43%，收于3483点，创业板指同比大跌6.83%，沪深300同比下跌3.91%，机械设备同比下跌4.52%，跑输沪深300指数0.61pct。

二、机械行业动态及投资观点

1、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。

2、【工程机械】预计2021年1月挖机增速同比翻倍，高景气将延续

1）CME预估2021年1月挖掘机（含出口）销量20500台左右，同比增速106%左右。分市场来看：国内市场预估销量17000台，同比增速112%左右，环比下降37%；出口市场预估销量3500台，增速60%左右。2020年1月，受疫情影响，挖机销售增速下滑约15%，目前挖机销售景气持续，叠加低基数影响，因此增速较快。

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，明年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。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

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 3.43%，沪深 300 下跌 3.91%。电新板块下跌 6.86%，大幅跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）恩捷股份下属子公司投资 20 亿建设干法隔膜

恩捷股份的下属公司江西明扬拟在江西省高安高新技术产业园区投资建设锂电池隔离膜干法项目，投资总额 20 亿元；上海恩捷和 Polypore Hong Kong 拟对江西明扬增资 2284 万元和 4116 万元，完成后上海恩捷持有 51%股权

（2）孚能科技 2020 年预计净利润-2.7-4.1 亿

孚能科技：预计 2020 年归母净利润-2.72 至-4.08 亿元，同比减少 4.0-5.4 亿元；扣非归母净利-4.47 至-6.70 亿元，同比减少 4.6-6.8 亿元；计提减值准备约 1.5 亿元。

（3）SKI 投资 73 亿元加码欧洲电池产能

SKI 加码欧洲电池产能，投资约 73 亿元扩建匈牙利电池工厂，年产能预计 30GWh。

展望：容百科技公告 Q4 预告，归母业绩 0.77~1.77 亿，环比增 29%~97%，同比为 12%～71%。Q4 扣非 0.3~0.8 亿，环比-26%~96%，同比-41%~57%。按照 Q4 出货 0.9 万吨算，吨净利润 0.85~1.29 万元。公司在 12 月冲回比克电池 0.49 亿元应收账款减值，计入经营性利润，影响吨扣非利润在对应 0.23 万元/吨左右，公司吨扣非利润为 0.58~1.12 万元/吨。这也表明公司在产能利用较为充足情况下，吨净利润还是比较高的。展望 21 年，公司可能的出货量在 5-6 万吨，预计 6 亿利润左右。公司目前主要产品 811 正极材料目前有较高溢价，伴随公司前驱体自供率提升+良品率提升，预计 21 年整体处于盈利向上通道。

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-3.69%，HS300 指数-3.91%。比亚迪、长城汽车、潍柴动力等表现较强；上汽、广汽、长安等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【假期效应减弱，零售增速好转】

据乘联会报道，1 月第 1 周的日均零售是 4.7 万台，同比 2020 年 1 月同期下降 7%，环比 12 月第 1 周增长 3%。1 月第 2 周的日均零售是 5.8 万台，同比 2020 年 1 月同期下降 25%，环比 12 月第 2 周下降 9%。1 月第 3 周的日均零售是 6.27 万台，同比 2020 年 1 月同期增长 35%，环比 12 月第 3 周下降 17%。1 月 1-3 周的日均销量是 5.5 万台，同比下降 4%，环比 12 月下降 8%。前两周下滑主要受今年 1 月的元旦假期叠加周末效应导致工作日减少，此外冬季疫情局部复发亦有一定影响，不过前三周综合来看，销售走势比较平稳，预计今年 1-2 月同比依然会有较高的增速。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。

【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）

本周上证综指下跌 3.9%，沪深 300 下跌 3.91%；申万通信指数下跌 4.77%，申万电子指数下跌 7.25%。

本周市场出现明显下跌，科技板块更是大幅下挫，其中电子板块重挫超过 7%，通信板块也下跌接近 5%，整体来看 1 月份通信板块都表现不佳，在 2020 年下半年持续走弱的情况下仍然出现大幅下挫，申万通信指数在 1 月份继续下跌超过 5%，表现落后于市场整体。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 月份也走出了先扬后抑的走势，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。

往后看，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，虽然公司股价近期持续回调，但是我们认为主要受市场情绪影响，并且回调之后公司的估值落到较为合理的水平，我们给予推荐评级。

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。

半导体方面，业绩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，随着美国大选落地，中美贸易摩擦前景确定，不确定因素消除，板块有望出现反弹走势，我们继续推荐兆易创新。

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、通富微电发布 2020 年业绩预告，预计 2020 年度归母净利 3.20 亿元-4.20 亿元，同比增长 1571.77%-2094.20%。公司预告中指出业绩上涨的主要原因是，集成电路行业景气度及市场需求逐季提升；受益于经济内循环和半导体国产化趋势，公司国内客户订单明显增加；国际大客户利用制程优势持续扩大市场占有率，订单需求增长强劲；海外大客户通讯产品需求旺盛，订单饱满；特别是第四季度，公司产能供不应求，产销两旺，推动公司业绩快速增长。

2、立讯精密发布公告，公司及全资子公司立讯精密有限分别以自有资金人民币 57.6 亿元和 2.4 亿元与常熟立铠共同对日铠电脑进行投资。投资完成后，公司直接持有标的公司 48.013%的股权，立讯精密有限持有标的公司 2%的股权，故公司直接及间接累计持有标的公司 50.013%股权，对标的公司形成控股。

日铠电脑成立于 2017 年，原为日丽国际全资子公司，主营业务与立讯精密具有高度协同性。该公司经营范围涵盖电脑配件科技领域的技术开发、技术咨询、技术服务，设计、研发、生产精度高于 0.02 毫米（含）精密冲压模具、精度高于 0.05 毫米（含）精密型腔模具、金属制品模具、非金属制品模具及模具标准件，生产 3C 电子产品用耐高温绝缘材料成型件、五金冲压零件、铆钉、转轴、机构件及其他零配件等。2019 年、2020 年 1 月至 10 月，日铠电脑分别实现营收 68.97 亿元、98.47 亿元；净利润分别为-1.6 亿元、717.67 万元。立讯表示，此举旨在进一步完善公司在电脑及消费电子精密结构件模组领域的战略布局，并提升在电脑及消费电子产品的垂直整合与同步开发的协同效益。

计算机（黄翔）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 6.34%，板块成交额 2099 亿元，沪深 300 指数下跌 3.91%。

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。此外，复盘历年行情，计算机行业一般在 Q4 收益较差，在 Q1 因估值切换等春季躁动因素表现好。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。

二、投资观点

1、IaaS、医疗 IT 等重点个股业绩预告超预期

（1）汽车 IT：龙头继续维持高增长

此前周报已重点阐述，汽车 IT 龙头德赛西威和中科创达披露 2020 年业绩预告，继续维持高增长。

德赛西威：公司 2020 年实现归母净利润 5.0~5.2 亿元，+71.15%- 77.99%。单 Q4 归母净利润+38%。Ficha 单 Q4 公允价值变动约-0.5 亿元，剔除影响后增速约+64%。

中科创达：公司 2020 年实现营收同比增速超 40%，归母净利润增速 80%-90%，扣非归母净利润增速超 100%。20 年单 Q4 实现营收超 7.7 亿元，同比增速超 39%。实现扣非归母净利润超 0.75 亿，同比增速超 78%，环比下降与往年趋势一致，Q4 为公司淡季。

（2）IaaS：浪潮信息业绩大超预期

2020 年业绩预告：预计实现归母净利润 13.5-16.3 亿元，+45.36%-75.51%；扣非归母净利润 13.0-15.9 亿元，+62.30%-98.50%。

2020 单 Q4 业绩：根据中值测算，实现归母净利润 8.62 亿元，+增长 109.72%；扣非净利润 8.42 亿元，+153.61%。单 Q3 营收和净利润均下滑 8.9%，单 Q4 明显回暖。

预计存货减值加回、汇兑收入显著增厚利润：公司前 3 季度共计提存货减值 7.24 亿，显著影响利润水平，主要因公司芯片等存货大幅增加且基于谨慎原则计提减值准备。但 4 季度因需求旺盛，整个半导体行业景气度高，计提的减值准备应有转销。我们认为，公司此前大规模采购芯片一是为了应对疫情，确保供应链稳定性，二是预见后续芯片需求旺盛，体现了公司强供应链管理能力。公司前 3 季度财务费用为 1.22 亿元、同比下降 50.42%，主要系汇兑收益增加四季度因人民币持续升值，公司采购芯片以美元计价，带来汇兑收益。

预计 Q4 下游需求和公司成本管控亦超预期：准确情况尚需等待年报披露，但考虑到计提的减值准备应有转销，我们预计 Q4 公司表现超行业平均。

展望未来，行业将迎来景气向上：未来 3-5 年预计 IaaS 行业增速 50%-80%。X86 服务器增速与下游增速短期背离，主要因下游消化产能和库存，20 年来下游云巨头均推出数千亿建设云计算的计划，短期不确定性不改长期增长趋势。短期来看，上游芯片龙头信驊收入连续两月同比转正，环比大增，预示需求企稳回升，英特尔 10nm 服务器芯片预计 21Q1 规模量产，拉动更新需求，行业有望迎来景气向上。

（3）医疗 IT：龙头 Q4 业绩明显回暖

卫宁健康：Q4 业绩改善明显， 略超预期

公司发布 2020 年业绩预告：实现归母净利润 4.86 亿元-5.21 亿元，+22.06%-30.64%；扣非净利润 3.59 亿元-3.93 亿元，+5.00%-15.00%。按业绩预告中值进行测算，2020 年全年公司实现归母净利润 5.03 亿元，同比增长 26.35%；扣非净利润 3.76 亿元，同比增长 10.00%。因实施 2019 年股票期权及限制性股票计划，本报告期确认的股份支付费用为 7698.88 万元，2019 年同期股份支付费用为 2435.28 万元，同比增长 216.14%。若将股权激励摊销费用加回，公司实际归母净利润增速为 37.28%，扣非净利润增速为 23.71%，实际增速更高。

Q4 业绩改善明显，经营性现金流大幅改善。由于钥世圈纳入公司合并报表范围及卫宁科技引进战略股东药明康德，为公司分别带来约 1.26 亿、0.30 亿正向投资收益，按业绩预告中值进行测算， 2020Q4 单季，公司实现归母净利润 3.00 亿元，同比高增 139.12%。扣除非经常性损益影响，Q4 单季公司实现扣非净利润 1.78 亿元，同比增长 68.15%，单季业绩改善趋势明显。同时，公司在本报告期内继续加强收款管理，全年实现经营性现金流量净额约 4.22 亿元，同比大幅增长约 81%。

创业慧康：业绩符合预期，Q4 开始回暖

公司发布 2020 年业绩预告：归母净利润 2.97-3.49 亿，-5.51% — +11.09%，扣非净利润 2.87 亿元-3.39 亿元，+10% — +30%。2019 年由于一次性股权出售影响金额为 5412 万；2020 年股权激励摊销 3200 万，较 2019 年增长约 270%。若加回股权激励摊销费用，实际扣非净利润增速 28.1%。

单 Q4 业绩有所加速。按中值测算， 2020Q 实现归母净利润 1.55 亿元，同比+20.40%；扣非净利润 1.52 亿元，同比+21.42%。

疫情提升长期需求，影响短期业绩。疫情导致 20 上半年订单延后，20 下半年医院招投标延期，影响全年业绩。但下半年各项工作陆续恢复常态，医院及公卫建设项目加快推进，下半年中标订单出现频繁，预计全年订单增速将达到 20%以上。

展望 21 年，我们认为医疗 IT 疫情后回暖趋势确定，公司业绩增速将回复至 30%左右。

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**。

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