国都投资研究周报 2021.1.25-1.29

本周策略：

经济恢复中后期，制造业投资与可选消费后劲可期

一、市场焦点：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。**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。

20 年我国经济快速转正并逐季恢复上行，三驾马车驱动力贡献主要为房地产投资韧性、出口份额显著提升下净出口额的扩大。

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

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3606.75	1.13
沪深 300	5569.78	2.05
深证成指	15628.73	3.97
中小板综	13554.24	3.73
创业板指	3358.24	8.68
恒生指数	29447.85	3.06
恒生中国企业指数	11677.45	3.15
恒生沪深港通 AH 股溢价	134.84	-0.85
标普 500	3841.47	1.94
纳斯达克指数	13543.06	4.19
MSCI 新兴市场	1392.85	2.56

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	51.98	-0.12
纽约期金	1855.50	1.52
伦敦期铜	7986.00	0.66
伦敦期铝	1994.50	0.63
波罗的海干散货	1810.00	3.19

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。

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。

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，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 10.5%、13.5%下调 1-2 个百分点至 9.5%、11.5%附近。

3、金融政策回归常态的影响一：金融政策回归常态，权益资产难以再提估值。

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 23.9、39.9 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，明年甚至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%。

结构性牛市中途换挡期，指数进入震荡；7 月至 12 月下旬，内外扰动压力下，大盘指数进入区间反复震荡期，风格阶段性逆转；即此前的高估值、绩优高价股已轮番调整，指数普遍回调逾 10%，而此前估值合理偏低的汽车、家电、电气设备、化工、有色、采掘等顺周期板块普遍逆势上涨，是对经济加速恢复预期、宽松货币政策退出的宏观趋势作出的合理逻辑反应，也标志着结构性牛市由上半场的提估值切换至下半场的看业绩阶段。

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 月起切换至看业绩修估值的下半场；预计随着未来半年内宏观经济及上市公司业绩加速回升，近中期低估值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；而中长期内的科技冠军、消费白马股，业绩景气有望超预期上行，且在近四个半月中估值溢价已适当下修，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 1/25 日 A 股共 1201 家上市公司发布 20 全年业绩预告，对比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%、61.3%；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%、30.3%；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 10.7%，而首亏比例由 Q1 的 27.7%逐季降至 Q4 的 8.7%。

业绩超预期主要集中于中游制造业。同时，目前已发布业绩预告的 1201 家公司的业绩超预期分布来看，满足三个条件“净利润>0.5 亿元、业绩预告较一致预期存在正向预期差、业绩预喜"的公司共 116 家，占比 9.7%，其中医药生物（14）、机械（15）、化工（13）、电气设备（11）、电子（9）、有色（6）、轻工（5）；行业分布主要集中中游制造业，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 月上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。虽然上周部分行业白马龙头高位回调，但年初迄今，剔除近三个月 IPO 上市的全 A 正常交易公司 4025 家，其中上涨、下跌的个股数各 1088、2903 家，涨跌比 1:2.7，且个股表现中位数为-4.9%，远弱于同期万得全 A、沪深 300、绩优股指数的+2.0%、+4.7%、+5.2%的表现。

在欧美疫情仍未防控见效前，预计宽松政策延续，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加速修复期，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正步入第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；而当前基金绩优的绩优股或白马龙头股的整体 PE（TTM）已 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。

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；

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；

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；

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。

五、资金展望：资本市场制度红利持续释放，驱动权益配置趋势

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；注册制试点有序推广，提升上市公司质量结构，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，同时新证券法加大对违法违规的从严从重处罚、直接退市制度的扩大实行，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。

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、中国金融资产配置进入扩规模提权重时代。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。

3、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、中期市场风格展望：中期业绩景气可持续的科技冠军与消费白马股趋势占优

十月以来低估值与绩优股领涨，兼具估值安全与景气向上的顺周期板块占优，而过去两年大涨的个别白马股高位逆势大跌，表明当前部分估值偏高、业绩预期下修的个股，在经济平稳恢复但流动性边际收敛下，业绩预期一旦下调的高估值个股，存在较大的下跌风险。中期而言，市场风格如何？

1、风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年；后续重点防范全球疫情发展、全球科技供应链与贸易链、市场监管等风险。近一年中小创大幅上涨之后，市场对中小盘成长风格的持续性担忧上升。结合历次风格切换规律来看，**我们认为，在业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格相对强弱一般难以切换或逆转，且本轮风格切换时长仅 1 年，较一轮完整的业绩相对景气、风格趋势分化的 2.5-3 年的周期仍有 1.5-2 年时长。**

从这一轮新能源及电动汽车、5G、数据中心、人工智能引领的科技创新产业景气及新基建-科技硬件-软件-应用内容的商业景气传导来看，TMT、电动汽车为首的科技成长行业的业绩景气正处于上行中期，远未见顶。根据市场一致预期来看，未来 3 年创业板、沪深 300 的净利润同比增速在 20-30%、10%附近，创业板业绩相对景气仍显著高于沪深 300。

2、市场风格分化与收敛趋同的历史规律与本轮推演

统计前几轮完整牛熊周期的市场表现来看，风格强弱分化主要取决于业绩相对景气的分化。业绩相对景气这一核心趋势逻辑未发生转变前，市场风格一般难以趋势切换或逆转，中周期来看，科技成长风格占优仍可看 1.5-2 年。自 2013 年初起至今的六年半内，市场风格发生了 3 次明显先分化、后趋同的走势。按 12 年底至 15 年 6 月的上一轮牛市三阶段（估值修复-戴维斯双击加速上涨-泡沫化赶顶）的风格分化与同步节奏及其时长的经验来看，成长、消费风格率先启动估值修复行情，且上涨约 1 年半时长后，金融、周期才启动补涨行情，随后四种风格进入同步牛市直至赶顶阶段。

第三波分化与收敛趋同推测：第三波分化已于 20 年中结束。19 年 8 月至 20 年 4 月初，期间消费、成长风格指数上涨，而周期、金融风格指数震荡下跌，随后自 20 年 4 月起转为同步上涨。**按本次第五轮牛市的启动时点 19 年 1 月初计算，至 20 年 6 月末附近正好 1.5 年时长，风格已由分化进入收敛趋同阶段，与前期市场实际表现基本一致。**

3、阶段促使风格转换的催化剂：流动性边际收敛。未来两个季度 GDP 同比增速加速上行，前期央行领导**重提“把好货币供应总闸门”、平抑宏观杠杆率继续上行等，或预示 20 年上半年的宽货币宽信用政策下的 M2、社融增量与增速逐步见顶，后续或易降难升。**中期内货币政策边际收敛、货币供应 M2 见顶止升，而实体经济融资需求稳步恢复后，预计货币供需或偏向紧平衡，市场流动性总量虽合理充裕，但阶段性存在紧平衡压力，从而持续促使股票市场驱动力由利率分母端切换至业绩分子端。

以上宏观金融环境下，20 年 7 月中旬至 11 月初指数步入震荡期，市场结构性驱动力由流动性切换至业绩基本面，兼具估值安全与业绩景气的顺周期或耐用品消费板块表现整体抗跌，而此前领涨的部分必需消费品、科技成长股普遍调整较为明显。

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**新能源汽车与智能驾驶、军工装备、创新医药、半导体芯片、5G+应用、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**汽车、家装家具家电、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，前期已有一定涨幅的**化工、机械、新能源设备、建材等中游制造板块**，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+0.42%；农林牧渔（中信）涨跌幅-0.84%；沪深 300 涨跌幅+2.05%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格 **34.27 元/公斤，**周环比下行 2 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：本周茅台基本持平 **3100 元**；散装稳健在 2500 元左右；渠道反馈目前出货不受疫情管控影响；

今世缘业绩预告超预期：预计 2020 年营业收入 51 亿元，同比增长 4.7%；归母净利润 15.5 亿元，同比增长 6.3%；扣非归母净利 15.4 亿元，同比增长 7.0%。2020Q4 营业收入同比增长 19.8%，归母净利润同比增长 44.0%；扣非归母净利同比增长 43.8%。超预期。

口子窖：全系产品调价，公司要求 1 月 10 日起全新升级的口子 5 年/6 年（绿瓶）/御尊/小池窖/10 年/20 年等产品每瓶活动底价不得低于 90/118/105/148/268/368 元。

2）市场：本周白酒板块基本企稳。国内部分地方点状疫情，鼓励就地过年等政策，导致市场对需求端有所担忧，我们认为此利空已基本消化，核心原因是消费端虽有负面影响，但消费场景不会出现 20 年那样断崖下滑，而且无论是厂家还是消费者已有经验和时间来应对春节消费；另一方面，市场对高估值白马抱团的松动仍有质疑，从公募披露的的持仓情况来看，白酒板块虽处于超配阶段，但并未出现松动和拐点下行迹象，仍有加仓情况。

3）观点：目前我们对白酒板块持续推荐。茅五批价坚挺，对板块是最大支撑（本周批价略有波动，主要是旺季放

量导致的正常现象）；各企业开启新年打款，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 年上摸 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：天味食品： 公司发布 2020 年度业绩快报，2020 年实现营业收入 23.65 亿元，同比+36.91%；实现归母净利润 3.83 亿元，同比+29.03%；其中 20Q4 实现营收 8.4 亿元，同比+29.35%，折合 20Q4 实现归母净利润 0.63 亿元，同比-37.91%。收入复合预期，利润低预期。

2）市场：本周速冻食品&调味品涨幅较高，原因：春节返乡要求较多，如 20 年居家消费受益，相对于的速冻食品以及 2C 端占比大的调味品受益更明显，市场预期提升；中长期：速冻食品&调味品，是大众品板块中，我们最看好的两个细分赛道。主要是受益于下游外卖、餐饮连锁化等拉动行业增长快，优质企业产能和渠道均扩张贡献业绩确定性增长。

3）我们的观点：中长期我们持续看好，短期疫情反复也对板块有催化。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

猪价本周 34.27 元/公斤，高位回调；

中长期持续推荐牧原股份：短期价格超涨后高位震荡，同时近期市场白马股整体有所回调，公司也不例外；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；成本也有望下行，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 1.13%，沪深 300 上涨 2.05%。家电板块下跌 0.20%，跑输大盘指数，主要原因在于：大盘蓝筹股表现较好，使得上证指数表现较好，而家电整体表现一般。

二、行业动态与展望

（1）新宝股份预计 2020 年营收增长 45%

公司业绩预告，20 年全年营收 132 亿元，同比约+45%，其中，20Q4 公司收入约 41 亿元，同比约+79%。分内外销来看，20 年公司全年外销收入约 102 亿元，同比近+40%，其中，20Q4 公司外销收入约 33 亿元，同比约+90%，外销代

工 Q4 表现超预期，Q4 公司收入的优异表现主要来自海外疫情不确定下的外销订单大幅提升。20 年公司全年内销收入约 30 亿元，同比约+65%，其中，20Q4 公司内销收入约 8 亿元，同比约+45%。

（2）苏泊尔 2020 年营收同比-6%

公司 2020 年营收 185.96 亿元，同比-6.33%，归母净利润 17.84-19.14 亿元，同比下降 7.08%-0.31%。其中 Q4 营收 52.92 亿元，同比+6.7%，归母净利润 7.03-8.33 亿元，同比 4.7%-24.1%，扣非净利润 5.69-6.81 亿元，同比 11%-32.8%。

（3）惠而浦收到格兰仕的收购告知函

惠而浦 1 月 23 日晚间披露，公司收到收购人出具的《广东格兰仕家用电器制造有限公司关于要约收购惠而浦（中国）股份有限公司事宜进展情况的告知函》。根据该告知函，本次要约收购目前收购人已向国家市场监督管理总局反垄断局提交了有关经营者集中的申报材料。此外，本次要约收购实施前需要向美国、巴西、德国、土耳其、奥地利、哥伦比亚进行反垄断申报，收购人正在推进相关申报工作。2020 年 8 月 26 日，公司披露了格兰仕出具的要约收购报告。本次要约收购系格兰仕向惠而浦股东发出的部分要约收购。本次要约收购股份数量为 4.68 亿股，占惠而浦已发行股份总数的 61.00%；要约价格为 5.23 元/股。此外，若预受要约股份的数量少于 3.91 亿股（占惠而浦股份总数的 51%），则本次要约收购自始不生效。本次要约收购完成后，收购人最多合计持有惠而浦 4.68 亿股，占惠而浦已发行股份总数的 61.00%。本次要约收购不以终止惠而浦的上市地位为目的。

展望：家电行业中各个企业的表现影响了基金对其的展望和持仓。据统计，2020Q4 家电持仓提升较多的主要集中景气较好的细分小家电，主要是石头科技和科沃斯。这两家公司持股比例上升较快，分别环比上升 7.0pct／4.0pct。不过白电持股比例也有所上升，美的、海尔、海信和格力分别环比上升 2.0pct / 1.3pct/ 1.2pct/ 0.3pct。这表明基金对于扫地机器人和白电企业的展望乐观。

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 7.79%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 2 位，同期沪深 300 指数上涨 2.05%，中小板指数上涨 3.96%，创业板指数上涨 8.68%。细分子板块来看，所有子版块均上涨，其中医疗服务大涨 16.02%，医疗器械涨幅 11.46%，生物制品涨幅 5.19%，化学制药涨幅 5.13%，医药商业涨幅 3.21%，中药涨幅 2.50%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是亚太药业（+31.99%）、博腾股份（+30.04%）、浩欧博（+30.00%）、昭衍新药（+28.79%）和万泰生物（+28.03%）；而跌幅最大的前五家公司分别是沃华医药（-12.50%）、金达威（-6.25%）、南新制药（-5.79%）、爱朋医疗（-5.10%）和华海药业（-4.69%）。

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 49.54x，相较全部 A 股的估值溢价率为 144.73%，环比上周增加 14.37 个百分点；相较于全部 A 股剔除银行外的估值溢价率为 75.27%，环比上周增加 9.53 个百分点，高于 2010 年以来的中位水平（60.59%）。

二、本周主要观点

基金持续超配医药，Q4 仓位略有下降。2020 公募基金年报基本披露完毕，截至 2020 年底，全部基金中医药股重仓持股市值占全部持仓市值的比例为 12.31%，较 2020Q3 环比下降 1.08 个百分点；截至 2020 年 12 月 31 日，医药板块（SW）市值占全部 A 股市值的比重为 9.38%，基金对医药生物板块继续处于超配状态，仓位有所下降我们认为主要是 Q4 医药板块受政策等因素影响，热度有所下降。从重仓持股情况来看，截至 2020 年底，公募基金持有市值前五的公司分别是迈瑞医疗（486 亿）、恒瑞医药（415 亿）、药明康德（394 亿）、长春高新（326 亿）和爱尔眼科（268 亿）；持仓占流动股比重方面，排名前五的公司分别是迈瑞医疗（22.84%）、药明康德（20.67%）、长春高新（20.41%）、健帆生物（20.03%）和通策医疗（17.64）。而持有基金数排名前五的公司分别是恒瑞医药（756 家）、迈瑞医疗（550 家）、药明康德（466 家）、长春高新（455 家）和爱尔眼科（268 家）。

业绩表现亮眼，持续推荐 CXO 板块。从已披露的 2020 年业绩情况来看，药明康德（净利润增速 50%-60%，经调整 Non-IFRS 口径 45%-50%），美迪西（净利润增速 85%-100%，下同）、博腾股份（65%-85%）、昭衍新药（70%-80%）等多家 CXO 公司 2020 年业绩超预期，目前时点建议重点关注 CXO 相关公司。主要因为：1）2020 全年业绩增长确定性强，且 2021 年仍将持续；2）订单方面来看，新冠疫情影响未对 CRO/CDMO 等公司造成扰动，头部企业新签订单增速基本延续过去正常水平，部分公司订单增长呈明显加速趋势；3）中长期来看，基于我国的人口红利和工程师红利，全球 CXO 产业链向国内转移的趋势仍将延续；4）国内医药创新在仿制药集采背景下，对 CXO 行业的需求仍呈上升趋势。同时，CXO 行业 2020 年受疫情影响导致一定程度的低基数，将在 2021 年业绩增速中有所体现（尤其是 Q1）。综上，我们认为 CXO 行业将维持高景气度，考虑头部公司平台价值愈发凸显，持续推荐相关龙头公司药明康德、泰格医药、凯莱英等，同时建议积极关注昭衍新药、康龙化成、美迪西、博腾股份等公司。

国内疫情反复，新冠检测需求上升。日前卫健委发布《冬春季农村地区新冠肺炎疫情防控工作方案》及重点问题答问，要求返乡人员需持 7 天内有效新冠病毒核酸检测阴性结果返乡，并在返乡后第 7 天和第 14 天分别做一次核酸检测。而根据昨日国务院联防联控机制发布会介绍，预计 2021 年全国春运期间发送旅客 17 亿人次，日均 4000 万人次，较 2020 年增加一成多。考虑春节对国人影响力，即使在鼓励就地过年等政策下，符合“返乡”定义的返乡人群数量仍十分可观，短期核酸检测需求有望大幅提升。目前核酸检测试剂招标价格在 10-20 元，核酸检测服务价格在 75-240 元不等，以 1 亿人次计算，短期核酸检测市场规模最少有望增加超 80 亿元（按照检测试剂及服务合计 85 元计算），将为相关公司带来较大业绩增量。此外，近期北京、上海等地新增零星疫情，部分区域开展全员核酸检测，同样带来大量检测需求。持续推荐新冠检测核心标的：金域医学、凯普生物、华大基因、迪安诊断，建议关注达安基因、圣湘生物等。

三、行业动态跟踪

国务院：所有城市要具备 5 天内完成全员检测的能力。1 月 20 日，国务院发布《关于进一步做好当前新冠肺炎防控工作的通知》。通知要求，提升核酸检测能力，常住人口 500 万以下的城市，需要具备 2 天内完成全员检测的能力。常住人口 500 万以上的城市，通过统筹省内资源和国家支持，需要具备 3-5 天内完成全员检测的能力。国务院同时要求，要提升核酸检测质量，加强对第三方检测机构的管理。

中纪委五中全会：纠治医疗领域腐败。1 月 22 日，中国共产党第十九届中央纪律检查委员会第五次全体会议在北京召开。本次会议明确提出，要持续纠治教育医疗、养老社保、扶贫环保等领域腐败和不正之风，解决好群众的“急难愁盼”问题，让人民群众感受到公平正义。这已经是连续第三年，最高层领导在中纪委全体会议上强调医疗腐败问题。自从 2019 年中纪委十九届三中全会上提出“开展民生领域专项整治”以来，医疗腐败问题就成为每次中纪委全会关注的重点工作之一。

君实生物 PD-1 单抗获 FDA 快速通道资格认定。1 月 22 日，君实生物宣布其研发的 PD-1 单抗“特瑞普利注射液”获得美国 FDA 授予的快速通道资格，用于联合阿昔替尼治疗粘膜黑色素瘤，FDA 也批准了该项疗法的临床试验申请，直接开展临床 III 期研究。截至 2021 年 1 月，君实生物已经开展了 30 多项特瑞普利单抗单用及联合治疗的临床研

究。

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川能动力（32.82%）、爱施德（25.18%）、壹网壹创（21.14%）、丽人丽妆（18.57%）、周大生（15.19%）。

1 月 18 日至 1 月 22 日，商贸零售板块在中信 30 个一级行业中排名 18，涨跌幅居中。12 月社零增速 4.6%，环比回落 0.4 个百分点，全年社零总额下降 3.9%。全年网上销售同比增长 10.9%，其中实物商品同比增长 14.8%，占社零总额比重上升至 24.9%；线下渠道各类业态中，全年超市零售额同比增长 3.1%，百货店/专业店专卖店同比分别下降 9.8%/5.4%/1.4%。分消费类目看，全年必选消费粮油食品/日用品/中西药品增长稳定，可选消费服装纺织/化妆品/金银珠宝/烟酒/通讯器材增速分化较大，12 月通讯器材、烟酒同比增长超过 20%。冬季到来后疫情多点发生，降低居民外出及消费意愿，可选消费增速回落，对消费形成压制。

二、行业动态

业务量：12 月全国快递完成业务量 92.54 亿元，同比增长 37.5%，环比下滑 4.89%，11 月旺季后增速趋缓；顺丰、圆通、韵达、申通分别完成业务量 8.7 亿件、14.9 亿件、15.41 亿件和 9.64 亿件，同比增长 48.97%、45.65%、36.98%和 25.85%。

2020 年 1-12 月份，全国完成快递业务量 833.59 亿件，同比增长 31.25%；顺丰、圆通、韵达、申通分别完成业务量 81.37 亿件、126.48 亿件、144.82 亿件和 88.18 亿件，同比增长 102.77%、38.76%、41.40%和 19.65%。

2020 年市占率，中通、韵达、圆通、申通、顺丰分别为 20.48%、17.01%、15.17%、10.58%和 9.76%，较 2019 年同比增加 1.4 个百分点、1.22 个百分点、0.82 个百分点、-1.02 个百分点和 2.14 个百分点。市场集中度进一步提升，顺丰市占率提升显著，与申通差距不断缩小。

业务收入：12 月全国快递完成业务收入 926.2 亿元，同比增长 19.94%，环比下滑 3.46%；顺丰、圆通、韵达、申通分别完成业务收入 147.38 亿元、32.96 亿元、134.6 亿元和 22.48 亿元，同比增长 30.77%、18.09%、1.29%和-9.46%。

2020 年 1-12 月份，全国完成快递业务收入 9795.4 亿元，同比增长 17.30%；顺丰、圆通、韵达、申通分别完成业务收入 1334.89 亿元、285.68 亿元、319.47 亿元和 207.35 亿元，同比增长 68.68%、6.08%、-1.22%和-8.58%。

单票收入：12 月全国快递单票收入 10.01 元，同比下降 12.77%，环比增长 1.51%；顺丰、圆通、韵达、申通单票收入分别为 16.94 元、2.21 元、2.25 元和 2.33 元，同比下滑 12.23%、18.97%、26.14%和 28.03%。

2020 年 1-12 月份，全国单票收入 10.55 元，同比下降 10.63%；顺丰、圆通、韵达、申通单票收入分别为 16.4 元、2.26 元、2.53 元和 2.35 元，同比下降 16.81%、23.55%、30.14%和 23.59%。

我们认为快递行业增速将保持快速增长，通达系由于产品同质，竞争仍然激励，价格战或将持续，顺丰 21 年时效

件存在超预期可能，同时关注鄂州机场中公司中长期价值和效率提升。

三、投资关注

1、永辉超市（601933）：公司公告聘任李松峰为首席技术官 CTO、副总裁。永辉超市在公告中表示，李松峰经历京东从百亿级电商公司发展为万亿级以供应链为基础的技术与服务公司。深度参与京东移动互联网转型、中台化建设、技术对外赋能。曾入选京东 JD Pilot 未来领军人物计划。京东通过京东邦能、江苏圆周分别持有永辉 7.26%、5.03%，累计持股为 12.29%，是永辉超市第三大股东。

根据前期调研了解，永辉计划组件千人规模的技术团队，2021 年计划将福州、重庆、成都、北京、合肥作为数字化进程中的标杆城市重点打造，逐步向全国复制。我们认为数字化转型是永辉高质量发展的必由之路，20 年永辉完成大科技供应链中台的关键集成工作以及通过云创回归实现线上入口整合，使得当前永辉可以突破对部分区域团队依赖、打破区域信息垄断、打通线上线下供应链，也更有利于大区之间优秀经验的复制，带来经营效率提升和用户规模增长，推动永辉实现以数字化驱动业务增长、业务创新、协同增效的构想。

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。

本周国家统计局发布地产 2020 年数据，投资方面 1-12 月，全国房地产开发投资约 14.1 万亿元，同比增长 7.0%，增速比 1-11 月提高 0.2 个百分点，比上年回落 2.9 个百分点；地产投资韧性十足，疫情期间虽有回落，但销售，土地等方面依旧是支撑地产投资的主要因素。销售方面，商品房销售面积约 17.6 亿平方米，同比增长 2.6%，增速比 1-11 月提高 1.3 个百分点，上年为下降 0.1%；商品房销售额 173613 亿元，增长 8.7%，增速比 1—11 月份提高 1.5 个百分点，比上年提高 2.2 个百分点。全年销售略超预期，尤其是从二季度开始需求积压快速释放，外加政策扰动（三道红线）房企纷纷加速去库存，全年销售稳步上升。

建安方面，房屋新开工面积 224433 万平方米，下降 1.2%，降幅比 1—11 月份收窄 0.8 个百分点，上年为增长 8.5%。房地产开发企业房屋施工面积 926759 万平方米，比上年增长 3.7%，增速比 1—11 月份提高 0.5 个百分点，比上年回落 5.0 个百分点；房屋竣工面积 91218 万平方米，下降 4.9%，降幅比 1—11 月份收窄 2.4 个百分点，上年为增长 2.6%。疫情因素扰动导致建安数据小幅回落，但符合预期。竣工数据略低于预期，但不妨碍 2021 年持续竣工修复逻辑。

土地方面，房地产开发企业土地购置面积 25536 万平方米，比上年下降 1.1%，降幅比 1—11 月份收窄 4.1 个百分点，比上年收窄 10.3 个百分点；土地成交价款 17269 亿元，增长 17.4%，增速比 1—11 月份提高 1.3 个百分点，上年为下降 8.7%。优质土地项目缓慢入市，虽然整体购置面积有所回落，但成交价款涨幅明显，未来供给侧改革将逐步成型。

资金方面，房地产开发企业到位资金 19.3 万亿元，同比增长 8.1%，增速比 1-11 月提高 1.5 个百分点，比上年提高 0.5 个百分点。开发资金增速高于投资增速，表明资金面明显好转，三道红线优化房企负债方面好于预期。预计 2021 年依旧以降杆为主。

进入 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 6.68%，上证指数上涨 1.13%，行业指数跑赢大盘指数。

二、行业观点：

醋酸价格上涨：本周醋酸价格上涨 24%至 4705 元/吨，涨幅明显。目前下游处于节前备货阶段，加之部分厂家装置停车，市场现货资源紧张，推动醋酸价格持续大幅上涨。目前各家对装置运行及其谨慎，装置一旦有小 故障，装置会临时出现短停情况。同时，国内目前大多 醋酸装置属于老装置，故障频率较高，未来不排除仍有 故障频发可能。若未来供需面有突发事件发生，对醋酸 市场是短暂的利好支撑。

氨纶 40D 本周上涨 8%左右：目前浙江地区氨纶 20D 主流报价在 50000-52000 元/吨，氨纶 30D 主流报价在 49000-51000 元/吨，氨纶 40D 主流报价在 40000-44000 元/吨。国内氨纶市场震荡偏上，氨纶厂家出货积极，开工率在 80%-90%，厂家间负荷分化仍明显，大厂装置多高开在 90%至满开，部分工厂负荷在 50%-60%成运行。氨纶行业平均库存 16 天以内；主原料市场高位运行，辅原料坚挺运行，成本端支撑偏强，货源紧俏，2020 年 11 月份，我国氨纶进口数量约 3132 吨，同比上涨 25.85%，环比下降了 5.30%；我国氨纶出口数量约 6442 吨，同比上涨了 34.53%，环比上涨了 9.07%。

MDI 本周上涨：本周聚合 MDI 和纯 MDI 价格分别上调 6%和 5%，虽然受疫情及气温影响，北方下游需求有所减少，但目前国内工厂继续控量发货，加上进口货源有限，场内现货供应较为紧张，以及临近春节，部分下游出口型企业加紧赶制年底订单，因而对原料刚需采购；随着年关临近，终端整体需求量存缩减预期，加上各地区物流将陆续停运，以及节前部分客户已经完成备货，需求仍然疲软，短期价格不会发生太大变动。

粘胶价格本月上涨幅度较大：本周粘胶价格小幅上涨 1.5%，但是本月粘胶短纤价格上涨 23%，中高端货源新单商谈价格在 13200-13500 元/吨；从供应端来看，本周国内装置暂稳，行业负荷相对稳定，目前行业开机率在 81.98%；从成本端来看，近期国内溶解浆市场现货货源偏紧，叠加近期随着国内部分地区的疫情有所反复，国内货运也受到一定的冲击，多重利好因素下溶解浆价格继续推涨；从需求端来看，本周人棉纱市场行情随原料同步上涨，下游纱厂及经销商多对粘胶短纤后市持积极心态，仍有继续补货现象。

本周涤纶长丝价格回调 3%左右：自本月中旬起下游织造、印染企业已陆续停车放假，需求急剧萎缩，目前疫情形势严峻，加重市场观望气氛；目前江浙地区织造开工负荷在 5 成左右，其中盛泽、长兴喷水织机开工率在 6 成左右；海宁经编开工在 8 成左右；萧绍圆机开工率在 4 成偏下。通过对比涤纶长丝及下游加弹、织造装置运行负荷，可以看出，织造开工最早在 12 月底出现下滑趋势，而同期涤纶长丝、加弹企业随着限电、节能减排结束开工出现小幅反弹的情况，而 1 月份以来织造的开工下滑速度加快，尤其中旬以来开工已降至 7 成以下，而同期涤纶长丝及加弹开工多在 85%附近高于 18-21 个百分点。我们认为需求下滑和成本支撑减弱是主要因素，但是在春节之后旺季来临之后，我们认为涤纶整体恢复会超预期。

本周产品价格上涨幅度较大的是双酚 A、醋酸、液氯；价格下降幅度较大的产品是乙烯、聚醚、环氧丙烷。本周 MDI 价格小幅上调，聚合 MDI 和纯 MDI 分别上涨 6.06%和 5.18%；氨纶价格上涨 8%至 4.25 万元/吨，涤纶价格小幅下跌 3%左右，主要成本支撑不足。

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1.13%，收于3607点，创业板指同比上涨8.68%，沪深300同比上涨2.05%，机械设备同比上涨1.97%，跑输沪深300指数0.08pct。

细分板块和个股方面，机械板块多点开花，晶盛机电、埃斯顿、华测检测等涨幅均在15%以上；先导智能、安徽合力、拓斯达等涨幅也较为显著；航空装备板块反弹明显，七一二、航发动力等周涨幅均在13%左右。

二、机械行业动态及投资观点

1、【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。

2、【航空装备】2020年航空工业集团业绩增速16%，航空与防务板块业绩增速预计更高

1）2020年航空工业集团净利润增速16%。1月20日，中国航空工业集团有限公司2021年工作会在北京召开。根据会议信息，2020年营业收入4685亿元，同比增加1.5%；净利润156亿元，同比增加16%，增长较好。集团2021年计划实现净利润163亿元，同比增加5%。集团业务涵盖军用航空与防务、民用航空、工业制造、现在服务业等，我们判断军用航空与防务板块业务增速相对会更高，预计整体增速会在30%左右。

2）2021年将突出装备体系建设主线，并继续深化改革。2021年集团将完成重大装备研制任务，提升批量交付和保障能力。聚焦“深化改革年”主题，分类深化混合所有制改革，加快建立以管资本为主的国有资本管理体制，打好国企改革三年行动攻坚战。我们认为集团在保障装备供给的同时，将进一步提质增效，提高盈利能力。

3）投资建议：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

新材料（王双、时应超）

一、行业表现

本周上证综指上涨 1.13%，申万有色指数上涨 5.32%。价格方面，长江钴价格下降 1.59%至 31 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 6.60%至 6.7 万元/吨，近期锂产品价格全面上涨，呈现加速态势，看好需求进一步推动价格上行；贵金属方面，COMEX 黄金上涨 1.40%、COMEX 白银上涨 2.81%；基本金属方面，LME 铜上涨 0.47%、LME 铝上涨 0.18%。

二、行业动态与投资观点

1、新能源金属

近期终端需求持续向好，上游原材料需求高增长可期，头部企业库存低，涨价意愿强烈，锂钴价格呈现加速上涨态势。中长期新能源汽车及 3C 需求共振，钴锂价底部持续回升可期。

20 年终端市场表现超预期，21 年需求有望持续创新高。2020 年我国新能源汽车产销分别为 136.6 万辆和 136.7 万辆，均创历史新高。受益于欧洲市场电动车的快速放量，全球动力电池装机达到 137GWh，同比增长 17%。

锂：碳酸锂价格加速上涨。本周电池级碳酸锂价格继续上涨至 6.7 万元/吨，优质锂盐供应紧张，目前国内碳酸锂供应紧张局面仍未得到缓解，下游订单增多，成交价格上行，市场报价有望持续走高。下游需求持续向好，有效供给难以满足需求的增长，动力电池需求快速上升提振锂盐需求，同时澳洲锂精矿的出清和整合预计将带来上游环节集中度的提升和话语权增强，锂精矿价格将向上修复。锂价在需求拉动和成本支撑共同作用下，重回上行周期。

钴：近期钴下游需求大幅好转，国内外新能源汽车销量持续高增长，对下游三元材料需求拉动明显，钴下游需求强势。截至 1 月初，南非新增确诊新人数已创新高，每日新增确诊人数达 21606 人，钴原料运输出现延期现象，预计供给端的扰动仍将继续，钴原料将持续偏紧，供需共振，钴价有望继续上行。

2、稀土

本周稀土板块大涨，稀土和永磁进入量价齐升阶段。供给端，国内实行总量指标控制，海外矿山新增较为有限，供给整体较为刚性；而需求端，以新能源汽车、变频家电、风电等为主的绿色经济领域持续高增长，带动氧化镨钕供不应求，价格持续上行，本周国内氧化镨钕较上周上涨 5.0%，钕铁硼 N35 毛坯报价上涨 3.0%。钕铁硼磁材作为稀土的加工产品，或也将因为原料短缺而进入涨价周期。

3、军工电子材料

基于国防现代化建设面临的迫切需求，军工领域需求相对独立，军费保持稳定增长，新一代主战装备列装也有望加速，诸如高温合金、高品质复合材料、各类高强度金属及其合金等材料需求出现较快增长。推荐宝钛股份（钛合金）、西部超导（钛合金）、菲利华（半导体石英材料+军工石英纤维）、钢研高纳（高温合金）、火炬电子（MLCC+陶瓷基材料）、楚江新材（碳纤维预制件）等公司。

三、重点个股

赣锋锂业、天齐锂业、华友钴业、火炬电子、宝钛股份、菲利华

四、风险提示

宏观经济形势不及预期；下游需求低于预期；产品价格波动风险

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 1.13%，沪深 300 上涨 2.05%。电新板块上涨 9.27%，大幅跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）天际股份预计 2020Q4 归母净利润 0.5 亿左右

公司发布业绩预告，2020 年全年归母利润 400-600 万；结合公司 1-3 季度业绩情况来看，Q4 单季度公司归母净利润 0.48 到 0.50 亿元；同环比均实现扭亏。一方面，产能利用率提升。公司 11 月份产能由 6000 吨提升至 8000 吨，预计 Q4 六氟出货量在 1700 吨左右，实现满产满销。另一方面，则是价格回升。六氟价格自 9 月自 7 万元/吨触底回升，预计 Q4 均价在 10.5 万元/吨，因产能利用率提升单吨成本降至 6 万以内，预期对应单吨利润在 3 万左右。两方面因素带来了业绩高增。

（2）宁德时代加码新能源，投资 10 亿元成立子公司

网通社从宁德时代相关人士获悉，宁德时代成立 100%全资子公司，注册资本 10 亿元人民币。新公司为宁德时代新能源科技股份有限公司 100%全资控股，经营范围包含：新兴能源技术研发、电池制造、电池销售、能量回收系统研发等。

（3）星源材质发布 10 亿可转债，投资建设湿法隔膜和涂敷工厂

1 月 18 日，星源材质发布可转换公司债券募集说明书，拟募集不超过 10 亿元资金用于超级涂覆工厂、锂离子电池湿法隔膜项目以及补充流动资金。星源材质本次拟投入 3 亿元募集资金用于超级涂覆工厂项目，拟使用 4 亿元募集资金用于湿法隔膜项目。项目达产后，预计将实现年营业收入 26.25 亿元，年新增净利润 5.35 亿元。

展望：亿纬锂能是我们看好的二线电池龙头，但公司不仅在动力电池方面做的很好，在其他业务方面也有很好的表现。以持股 37%的子公司思摩尔为例。2020 年思摩尔调整后净利 38.5-39.6 亿元，同比增长 70%-75%；若扣除可转换优先股/可转债公允价值变动 10.58 亿、上市费用 0.72 亿、股权激励费用 3.35 亿，合计扣除 14.65 亿，实际报表业绩预计 24-25 亿元，同比增长 10-15%，符合预期。其中 Q4 报表业绩 12.7-13.7 亿元，同比增长近 200%，环比增 21%-31%，单季度为亿纬贡献投资收益 4.1-4.5 亿，全年贡献 8 亿左右，基本持平。2021 年预计思摩尔有望维持近 50%的增长，对亿纬锂能的业绩贡献较大。另一方面，亿纬圆柱电池扩产加速，荆门圆柱电池产线扩建投产，年产能规模从 2.5GWh 提升至 5GWh。21 年预计翻倍增长，收入有望接近 40 亿。而动力电池则是和 SKI 合作，绑定了戴姆勒和现代两大汽车集团，未来需求非常可观。综合看，公司多个业务发展潜力都很大，而且在每个领域内竞争力都很强。

三、行业的投资逻辑

新能源汽车行业：

1.特斯拉近日发布 2019 年四季度财报并举办电话会议，公司释放了多重利好。公司在 2019 年 Q4 实现盈利，自由现金流继续改善，经营拐点趋势已现。同时，公司确认宁德时代成为其合作伙伴。公司的 Model Y 车型已于 1 月投产，预计 Q1 末交付，进度超预期。对于新能源车产业链来说，特斯拉的利好消息是板块的情绪的提振因素。虽然股票市值短期受疫情影响较为严重，基本面及情绪面均较为悲观，但新能源车行业作为渗透率低，成长前景大。且近期特斯拉的多种利好也在驱动行业向好发展，在行业内其他板块利空消息较多情况下，新能源车板块是值得重点关注的板块，短期可能有所回调、波动，是介入的好时机。在市场整体机会不大的情况下，有较好预期的板块将得到更多的关注。

2.短期催化因素多。中长期看，市场空间大，确定性高，且国内市场明年下半年新能源车销量有望同比好转。海外市场依靠美欧两地，未来几年都可能保持较快的增速。

3.现阶段，新能源车相关企业呈现结构性分化。从中国、美国、欧洲市场看，特斯拉等好车型卖的不错，而质量较差的众泰新能源车等卖的较差。因此，整个板块的逻辑从“市场总需求”逻辑转向优秀的“供应链”逻辑 ，重点关注为优秀车企提供电池的企业（如 LG、宁德时代、三星 SDI 等），及行业内优质动力电池 LG 和宁德时代的供应链（如恩捷股份、璞泰来等）。

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+3.53%，HS300 指数+2.05%。比亚迪、星宇股份、拓普集团等表现较；长城汽车、上汽集团等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【假期、基数、疫情、零部件等多因素导致前两周零售增速放缓】

据乘联会统计，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%；前两周累计同比-16%。

预计零售放缓的主要原因是：（1）今年 1 月元旦休假 3 天，加之 9-10 日的休假，一共休假 5 天；相对去年的 1-10 日总共休假 3 天，今年的休假时间较长，产销的节奏相对慢一些。（2）去年同期基数相对较高，同时叠加北方地

区防疫措施的进一步强化，消费者进店购车等节奏放缓。（3）之前暴露出的汽车芯片紧缺问题制约了一些厂商的生产。

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 1.13%，沪深 300 上涨 2.05%；申万通信指数下跌 1.44%，申万电子指数上涨 3.11%。

通信方面，三大运营商公布 12 月份运营情况，中国移动 2020 年 12 月份净增 5G 套餐客户数 1762.1 万户，2020 年全年 5G 套餐客户数累计达 1.65 亿户。中国电信 2020 年 12 月移动用户数净增 19 万户,5G 套餐用户净增 702 万户，全年移动用户数净增 1545 万户，累计 3.5102 亿户。全年 5G 套餐用户累计净增 8189 万户，5G 套餐用户累计 8650 万户。

电子方面，根据近期 TrendForce 集邦咨询旗下光电研究处表示，2021 年苹果、三星等品牌大厂计划推出全面搭载 Mini LED 背光显示的笔电、平板计算机、电视等产品，供应链已提前于 2020 年第四季开始拉货，使 Mini LED 芯片需求量暴增，进而排挤到常规芯片的产能供给。目前部分 LED 芯片厂商已陆续调涨非核心客户和低毛利产品的芯片价格，预估涨幅大约 5~10%2020 年在全球疫情的影响下，由于国内疫情控制情况好，工厂开工恢复较快，而国外供应受到影响，导致订单逐步向国内转移，带动国内 LED 产业链持续回暖。根据中国照明电器协会的数据，2020 年 10 月份，中国照明行业出口额为 49.53 亿美元，同比增长达 38.38%，自 6 月份起连续五个单月实现两位数增长。其中，LED 照明产品出口额为 34.99 亿美元，同比增长达 41.55%，自 5 月份起已连续六个单月实现正增长。中国照明电器协会发布的《2020 年前三季度中国照明行业出口情况》显示，2020 年 1-9 月，中国照明全行业累计出口额为 354.23 亿美元，同比增长 5.70%。其中 LED 照明产品 1-9 月累计出口额为 234.6 亿美元，同比增长 5.45%。回升态势十分明显。

个股推荐方面，通信板块我们继续推荐光模块龙头中际旭创、新易盛以及数据中心板块的数据港、奥飞数据和光环新网，电子板块我们建议持续关注立讯精密、歌尔股份、蓝思科技以及兆易创新等。

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、ASML 发布了第四季度和 2020 全年财报，第四季度净销售额金额为 43 亿欧元，毛利率达到 52%，净利润金额为 14 亿欧元；第四季度的新增订单金额为 42 亿欧元。2020 年净销售额金额为 140 亿欧元，毛利率达到 48.6%，

净利润金额为 36 亿欧元。ASML 预期 2021 年第一季度的净销售额在 39 亿欧元~41 亿欧元之间，毛利率在 50%~51%之间。研发投入约 6.2 亿欧元。

2、本周欧菲光出现大跌，主要系有媒体报道，根据数位知情人士透露，欧菲光华南厂（欧菲光广州）即将出售给立讯精密，该标的隶属欧菲光手机摄像头模组事业部（CCM 事业部），为苹果供应链组成部分。目前立讯精密方回应称："情况不属实"。欧菲光方面则回应称，在核实情况，不清楚消息源。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数上涨 3.15%，板块成交额 2297 亿元，沪深 300 指数上涨 2.05%。

计算机最近两周行情有所向上，且小幅跑赢沪深 300。相比此前已有企稳回升态势，我们参考通信板块个股表现情况，认为应视为超跌反弹，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，即使 2021 年流动性收紧，亦可能有相对收益。

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。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、AI 景气度持续提高，视觉与语音进展更快

（1）人工智能 3 大环节成熟度持续提升

人工智能 3 大关键环节：算力、算法、数据。

算力—性能指数级提升：英伟达黄氏定律预测 GPU 将推动 AI 性能逐年翻倍，过去八年 NVIDIA 将单芯片推理性能提高了 317 倍。叠加摩尔定律下制程提升对性能的优化，比如基于 16nm 工艺节点的每 TOPS 的成本为 0.67 美元，基于 5nm 工艺节点的每 TOPS 的成本就只有 0.08 美元了。

算法—效率指数级提升+新型算法开始产业化落地：OpenAI 提出类摩尔定律，自 2012 年以来，在 ImageNet 分类上训练具有相同性能的神经网络，所需要的计算量，每 16 个月降低一倍。2017 年，在公共云上训练像 ResNet-50 这样的图像分类器的成本约为 1000 美元，到了 2019 年只需大约 10 美元。更重要的是，半监督学习和机器自学习等新技术（如 AutoML、Gan 网络等）已经开始落地去解决深度学习算法最大的问题—鲁棒性问题（深度学习需通过大量数据训练，未训练的场景和环境算法无法识别），可以更好的适应和匹配不同应用场景。

数据—优质公司积累了海量不同场景的数据。

（2）人工智能产业化全面落地且持续加速

人工智能应用技术主要包括视觉、语音、自然语言处理、知识图谱等，应用技术与行业 know-how 结合，赋能汽车、安防、医疗、教育、客服等各行各业，实现智慧化行业应用解决方案。

视觉—智能汽车和 AI 安防已规模化落地，AI 医疗辅助诊断、AI 制造智慧视觉等已开始落地：视觉识别技术已成熟，如人脸识别技术在 15 年突破了人脸水平之后的 4 年内精度提升了 10 万倍。灼識报告预计，2018-2023 年 AI 安防市场复合增速将达 56.1%。《智能网联汽车技术路线图 2.0》计划，PA（部分自动驾驶）、CA（有条件自动驾驶）级智能网联汽车渗透率持续增加，2025 年达 50%，2030 年超过 70%。

语言—语音识别已完全成熟，自然语言处理尚需时日：2018 年科大讯飞语音识别率已超 98%，支持 23 种方言。自然语言处理在多轮对话等进展顺利，但完全开放的 Siri 类产品成熟度仍需提高。

（3）优质公司竞争力强，业绩将持续加速

人工智能场景规模落地阶段，需要大量的技术研发投入+对行业深刻的理解+数据获取和标注能力，产业龙头占据明显优势。中长期来看，人工智能落地需解决广泛的应用场景，龙头在的客户、数据、技术规模优势将助力快速迭代产品，适配更多场景，进而获取更多的客户和数据。长期来看，AutoML 等将是未来趋势，龙头企业的 AI 平台将成为广大客户和合作伙伴实现业务赋能、提升场景应用能力的最主要选项，客户规模也会优化和迭代龙头企业 AI 平台的效力。

投资观点：首推海康威视，重点推荐大华股份、德赛西威、中科创达、科大讯飞。建议关注地平线、禾赛科技等科创板潜在标的。当前部分个股估值较高，建议匹配市场风格和风险偏好。

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