国都投资研究周报 2021.1.18-1.22

本周策略：

金融政策回归常态下的影响

一、市场焦点：金融政策回归常态下的影响

1）宽货币宽信用已转为稳货币紧信用。近日发布的 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。

——货币政策由松趋稳。结合 20 年初至今的月度 M2 增速变化可知，疫情防控与冲击期的 3-6 月货币政策偏向宽松，而 7 月至今国内后疫情期货币政策逐步收敛，但对比 17-19 年来看，仍位于较高水平，整体判断当前货币政策由前期的宽货币转向稳货币，但尚未至紧货币阶段。

——信用政策趋势收敛。社融存量同比增速，由 20 年 3 月前连续八个月稳定运行在 10.6-10.9%区间，20 年 3-10 月逐月上升，至 10 月的阶段顶点 13.7%（为 18 年 1 月以来最高），11、12 月社融存量同比增速连续回落至 13.6%、13.3%。

从社融存量增速见顶回落，月度新增社融规模的同比增幅显著收窄来看，均表明信用政策已见顶回落且趋势收敛。

（1）12 月社融同比减少 3830 亿元，信贷同比增量环比显著缩量至 679 亿元，双双结束此前连续九个月同比显著增加态势；

（2）12 月新增社融减少原因：一融资类信托整改新政压力，当月信托贷款压缩-4600 亿元为主，使得表外融资压降-5920 亿元；二 20 年 10 月发生的高等级国企债违约的冲击未尽，企业债融资额同比连续两月锐减 2200-2500 亿元；

（3）20 年新增社融、人民币贷款各同比多增 9.3、3.1 万亿元至 34.9、20.0 万亿元；

（4）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。

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3566.38	-0.10
沪深 300	5458.08	-0.68
深证成指	15031.70	-1.88
中小板综	13066.27	-1.74
创业板指	3089.94	-1.93
恒生指数	28573.86	2.50
恒生中国企业指数	11320.53	3.33
恒生沪深港通 AH 股溢价	136.00	-2.75
标普 500	3768.25	-1.48
纳斯达克指数	12998.50	-1.54
MSCI 新兴市场	1358.03	0.33

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	52.04	-1.31
纽约期金	1827.70	-1.20
伦敦期铜	7934.00	-1.86
伦敦期铝	1982.00	-1.69
波罗的海干散货	1754.00	9.22

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。

2）**金融政策回归常态下的影响一：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。

3）**金融政策回归常态下的影响二：金融政策回归常态，权益资产难以再提估值。**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。

我们认为，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。

以上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。

二、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）经济正进入恢复上行小周期。我国经济自 20Q2 起的一年半内，处于后疫情的恢复上行期，目前市场普遍预计 20 年第四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 6%，明年一、二季度有望进一步回升至 19%、8%附近，21 全年大幅反弹至 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 1/12 日 794 家上市公司发布 20 全年业绩预告，对比截至财报截止日下个月 15 日前后相同预告进度及数量 20 年四个季度累计业绩预告类型：(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%、50.8%；（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%、35.0%；（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%提升至 Q4 的 10.6%，而首亏比例由 Q1 的 28%逐季显著收窄至全年的 9.7%。

同时，目前已发布 20 年业绩预告公司中，满足三个条件“净利润>1 亿元、业绩正向预期差>5% 、业绩预喜"的公司共 68 家，占比 8%，其中医药生物（9）、化工（8）、机械（7）、电子（6）、建材（5）、电气设备（4）；可见行业分布主要集中于中游制造业，或主要系 20 年疫情冲击下国内需求恢复较慢、而国外生产恢复缓慢下，我国优势制造业重点受益。

三、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。

驱动近期头尾部公司表现加剧分化的原因？主要包括：一是去年底流动性投放好于预期，央行超额续作 MLF、公开市场连续三个月各净投放 5300、6300、6700 亿元，以舒缓前期高等级地方国企债违约产生的融资趋紧压力，短端货币市场资金利率重回近半年低位水平；二是近期明星公募基金发行火热，20 年 10 月至今的三个半月股票、混合型基金共发行了近 7000 亿份，岁末年初入市建仓，从而强化原有持仓股票的上涨行情；三拜登确认当选下届美国总统、且民主党掌控参众两院，从而使得拜登政府的宽货币、扩财政的政策主张有望顺利实施，刺激美股创历史新高，提升全球风险偏好，近半个月陆股通北上资金累计净流入近 700 亿元，推升 A 股头部公司上涨行情。

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。

四、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。

五、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。

六、宏观逻辑：基本面恢复常态，政策面稳中缓退，制度红利持续释放

1、逻辑基础一：经济基本面恢复常态

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 的单季度实际/名义 GDP 各同比-6.8%/-5.3%、+3.2%/+3.1%、+4.9%/+5.5%，前三季度实际/名义 GDP 累计同比+0.7%/+1.4%；从第三季度实际、名义 GDP 增速+4.9%、+5.5%来看，已逐步修复至疫情前 19Q4 的+6.0%、+7.4%增速，差值收窄至 1-2 个百分点;预计 20Q4 单季度实际、名义 GDP 同比增速+6.0%、+5.0%附近,20 全年国内实际、名义 GDP 同比增长+2.1%、3.0%附近。

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。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。

3）**通胀年中有压但整体温和**。通胀方面，综合猪价趋势缓降、国际原油等大宗商品价格震荡缓升、核心 CPI 温和低位等因素，及 20 年的基数效应，预计 21 年的国内 CPI、PPI 均呈现倒 U 走势，即年初低位震荡、年中明显上行、年末温和回落；预计 21 年 CPI、PPI 累计同比均在+1.5%附近，年中 5、6 月为峰值+3.0%附近上方；20 年 CPI、PPI 累计同比预计各为+2.5%、-2.0%。考虑到 21 年通胀整体温和，即使年中存在上行压力，但该幅度仍难以促发宏观政策的转向收紧。

2、逻辑基础二：政策面稳中缓退，财政支出总规模略有收窄，支出结构调整优化为亮点

1）突出更可持续，支出总量略有收窄。21 年财政赤字率、赤字规模、地方专项债规模或适度下调；预计目标赤字率由 20 年的 3.6%以上下调至 21 年 3.0%上方附近，财政赤字规模由 20 年的 3.76 万亿元收窄至 3.4 万亿元附近，地方专项债发行规模预计由 20 年的预算外、预算内的 3.75、2.15 万亿元（合计 5.9 万亿元）收窄至 3.5 万亿元附近。

虽然 21 年财政赤字率与规模较 20 年疫情冲击年有所下调，但考虑到 21 年财政收入增速有望随经济恢复从 20 年的-5%附近大幅提升至 9%附近，即从 20 年的 18.1 万亿元提升至 19.7 万亿元附近；根据财政支出=财政收入+赤字规模，推算 21 年预算财政支出规模在 23 万亿元附近，较 20 年的财政支出规模 24 万亿元附近，略收窄 3-4%。

2）财政支出结构与方向，重点为战略科技、经济结构调整与收入分配调节。中央提出，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；而 20 年在疫情冲击特殊年份，财政支出结构重点为“六稳六保”。

3、逻辑基础三：制度红利持续释放

1、产业政策：以强科创扩内需为首

1）强化国家战略科技力量：确定科技创新方向和重点，着力解决制约国家发展和安全的重大难题，发挥新型举国体制优势，发挥好重要院所高校国家队作用，推动科研力量优化配置和资源共享，重点布局一批基础学科研究中心，支持有条件的地方建设国际和区域科技创新中心；

2）增强产业链供应链自主可控能力：统筹推进补齐短板和锻造长板，针对产业薄弱环节，实施好关键核心技术攻关工程，尽快解决一批“卡脖子”问题；

3）坚持扩大内需战略基点：在合理引导消费、储蓄、投资等方面进行有效制度安排；并指出了扩大消费最根本途径是，促进就业，完善社保，优化收入分配结构，扩大中等收入群体，扎实推进共同富裕。

主要举措包括：一扩大消费方面，包括有序取消一些行政性限制消费购买的规定（如汽车限购）；完善职业技术教育体系，实现更加充分更高质量就业（职教提升劳动者技能与收入）；合理增加公共消费，提高教育、医疗、养老、育幼等公共服务支出效率。

二发挥投资关键作用方面，发挥中央预算内投资在外溢性强、社会效益高领域的引导和撬动作用，激发全社会投资活力；大力发展数字经济，加大新型基础设施投资力度；扩大制造业设备更新和技术改造投资。要实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系；同时指出，要加强统一规划和宏观指导，统筹好产业布局，避免新兴产业重复建设（针对前期个别地方电动汽车、半导体芯片项目烂尾现象）。

4）强化反垄断和防止资本无序扩张。会议提出，国家支持平台企业创新发展、增强国际竞争力，支持公有制经济和非公有制经济共同发展；但同时，要依法规范发展，健全数字规则。要完善平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等方面的法律规范；要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为；金融创新必须在审慎监管的前提下进行。

我们认为，针对互联网平台头部企业无边界扩张，该举措利于维护市场良性竞争秩序与生态环境，利于创新型中小企业发展成长，也利于防范金融风险甚至社会风险的积累暴发。

5）做好碳达峰、碳中和工作。力争 2030 年前达到峰值、2060 年前实现碳中和；抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。以上中长期工作目标下，电动汽车、光伏、风电等新能源产业有望进入大规模商业应用新机遇。

2、资本市场：深化改革扩大开放，制度红利持续释放。

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。

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-4.83%；农林牧渔（中信）涨跌幅-8.32%；沪深 300 涨跌幅-0.68%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **36.15 元/公斤，**周环比下行 0.3 元/**公斤**。

2. 茅台一批价：**箱装 3100 元，上行约 200 元**。

三、食品饮料：

1. 白酒：

1）基本面：本周茅台批价上行，**箱装上行约 200 元至 3100 元，超越期**；同时散装也有所上行 100 元到 2500 元左右，主要是旺季终端需求强劲；其次是茅台要求专卖店将 80%份额提升到 100%来散卖，箱装供给更少，导致批价持续向上。

酒鬼酒：披露了公司预计 2020 年归母净利润 4.55~4.95 亿元、同增 52%~65%，扣非归母净利 4.02~4.42 亿元、同增 40%~54%；2020Q4 归母净利润 1.24~1.64 亿元、同增 9%~44%。符合预期。

2）市场：本周白酒板块回调较大，我们认为原因较多，包括前期短期拉涨后有正常的回调需求，国内部分地方点状疫情导致市场对需求端有所担忧，以及市场对高估值白马抱团的松动。但我们认为**这些因素均为短期扰动**，其中疫情就目前情况而言，确实会对消费有一定影响，但会好于 20 年春节是大概率事情，而且白酒消费韧性较强，当然仍需跟踪疫情情况。

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（本周茅台批价又创新高，并且幅度较大）；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，同时短期虽有波动，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：

目前我们认为调味品和速冻品 21 年业绩降速，估值目前相对仍在高位，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，如天味、安井、三全（本周三全发布业绩预告，超预期）、海天等，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 36.15 元/公斤，高位略有波动，前期价格反弹大超预期，高位波动也属正常。我们预判春节前考虑旺季消费，对价格提升有拉动；

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

上证综指本周下跌 0.10%，沪深 300 下跌 0.68%。家电板块下跌 1.79%，跑输大盘指数，主要原因在于：银行等板块上涨较多，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）莱克电气拟成立新能源科技子公司

根据公司整体经营发展战略规划，拟以现金出资 4 亿元人民币在苏州高新区设立一家全资子公司江苏莱克新能源科技有限公司。项目总投资：约 13.5 亿元，主要包括建设投资 5.7 亿元、设备投资 6.59 亿元、预备费投资 6100.00 万元和铺底流动资金 6000.00 万元。用于建造新能源汽车、5G 通信、工业自动化产业配套的关键零部件生产的标准化厂房及配套设施，项目达产后，每年生产 8000 万件产业核心零部件，其中，新能源汽车零部件预计年产 4000 万件，5G 通信零部件预计年产 2000 万件，工业自动化关键零部件预计年产 2000 万件。

（2）北上资金 1 月加仓家电企业中，海尔排名第一

元旦后，北上资金加码部分家电龙头。按照 1 月以来成交均价计算，北上资金增持超 1000 万的有 10 股，其中海尔智家、美的集团、三花智控、老板电器 4 股获增持超亿元。增持金额最高的是海尔智家，增持约 8.2 亿元。

（3）海尔厨电在俄罗斯增速 80%以上

海尔智家的厨电品类已成为中国的世界级厨电品牌。海尔厨电继年销量超千万台成为中国唯一跨过“千万台门槛”的厨电品牌后，又继续整合全球六大品牌的力量，在海外市场实现量额双增长。具体在俄罗斯市场，2020 年海尔厨电收入增幅 83%跑赢行业，创场景和生态的差异化领先优势。这个成绩也是海尔厨电以场景优势满足用户需求的结果。

展望：近期科沃斯涨幅较大，一个主要因素是其添可新品牌销量非常好。而添可品牌的主要产品是智能洗地机。对于洗地机这个产品，可以说是一个大的品类创新，而且是非常适合中国家庭情况的一个产品。之前吸尘器等清洁产品在吃用体验中，感觉还是差一小截。添可的洗地机也是看中了它拖、洗、扫一体，一遍搞定。而且具有自清洁功能，不用再洗抹布或者拆下滚刷之类的零部件。这些特点找准了用户痛点，让添可迅速走红。2020 年“双十一”中，添可全渠道成交额突破 4.1 亿元，比 2019 年同期取得了超 40 倍的增长。

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 2.41%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 21 位，同期沪深 300 指数下跌 0.68%，中小板指数下跌 2.03%，创业板指数下跌 1.93%。细分子板块来看，除医疗商业、医疗器械板块分别上涨 2.60%、0.70%之外，其余子版块均下跌，其中化学制药跌幅 2.32%，医疗服务跌幅 2.38%，中药跌幅 3.81%，生物制品跌幅 5.66%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是美迪西（+30.65%）、金城医药（+18.08%）、英科医疗（+17.77%）、明德生物（+17.19%）和佐力药业（+16.99%）；而跌幅最大的前五家公司分别是未名医药（-19.53%）、四环生物（-19.34%）、宜华健康（-16.43%）、振东制药（-16.42%）和鲁抗医药（-13.65%）。

估值方面来看，截止 1 月 15 日，医药生物（SW）市盈率 PE（TTM）为 45.69x，相较全部 A 股的估值溢价率为 130.36%，环比上周下滑 2.58 个百分点，处于 2010 年以来的中位水平（130.72%）；相较于全部 A 股剔除银行的估值溢价率为 65.74%，环比上周下滑 1.03 个百分点，略高于 2010 年以来的中位水平（60.57%）。

二、本周主要观点

第四批带量采购正式启动，将于 2 月 3 日开标。2021 年 1 月 15 日，上海市阳光采购网发布《全国药品集中采购文件（GY-YD2021-1）》文件，标志着第四批全国药品带量采购正式开始。第四批带量采购将于 2021 年 2 月 3 日正式开标，申报企业提交申报材料，并于当天完成申报信息公开和供应地区确认。本次带量采购共有 45 个品种、80 个品规被纳入，其中注射剂品种 8 个，滴眼剂 3 个，其余均为口服制剂。米内网数据显示，45 个通用名药品 2019 年中国公立医疗机构终端合计销售额 550 亿元，涉及最高采购规模超过 250 亿元，高于第三批集采 55 个品种最高采购额 226 亿元的体量。45 个药品中，有 21 个药品的销售额超过 10 亿元。值得注意的是，注射剂临床大品种首次纳入带量采购。本轮带量采购共有 8 个注射剂品种入选，分别为氨溴索注射剂、丙泊酚中长链脂肪乳、布洛芬注射液、多索茶碱注射剂、帕瑞昔布注射剂、泮托拉唑注射剂、硼替佐米注射剂和注射用比伐芦定，均为临床大品种。涉及的药企方面，预计超过 120 家企业将参与竞争。米内网数据显示，过评品种达 3 个及以上的企业有 12 家，齐鲁制药、扬子江药业均以 7 个过评品种领跑，中国生物制药、石药集团分别涉及 6 个、5 个品种，豪森药业、科伦药业、东阳光药及复星医药均有 4 个品种，恒瑞医药有 3 个品种涉及。在规则方面，第四批带量采购规则和第二、第三批规则并无太大区别，仅有部分微小变动，主要是最多允许入围的企业数增加到 10 家（申报企业数≥13），第三批带量采购为 8 家（申报企业数≥11）；而在拟中标企业确定准则等方面均和第三批带量采购规则相同，整体来看，中标规则趋于稳定。参考前三批带量采购，中标药品平均降价 54%，我们预计本次带量采购平均降幅也将超过 50%。对市场影响方面，在经历过三次全国带量采购之后，药品集采对二级市场的影响在边际减弱，但此次新纳入注射剂或带来新的扰动。对于药企来说，随着带量采购持续推进，推动医保资金腾笼换鸟，以及政策方面对创新加大支持力度，倒逼药企向创新转型。我们长期看好创新药及创新药产业链的投资机会，持续推荐国内创新药及创新药产业链龙头公司。

《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》发布，大型连锁药店有望率先受益。1 月 11 日，国家医保局正式对外发布《零售药店医疗保障定点管理暂行办法》，将于 2021 年 2 月 1 日起施行。《办法》表示符合规定条件的定点零售药店可以申请纳入门诊慢性病、特殊病购药定点机构，相关规定由统筹地区医疗保障部门另行制定。统筹资质申请标准高、条件严格，大型连锁药店有望率先受益，行业集中度有望加速提升。此外，相较于此前征求意见稿中“互联网药店、有药品网络销售业务或通过药品网络交易第三方平台开展药品网络销售的零售药店，依托其实体药店申请定点”的表述被删除，同时国家医保局在答记者问中明确，处方流转与网售处方药并不能等同，目前办法中规范的是符合规定的处方可以流转到实体药店取药或由实体药店配送的模式，而网售处方药的有关政策则需要有关主管部门研究明确。我们认为《办法》的出台，在政策方面对医药电商有一定程度的收紧。网上药店医保定点申请未放开，有利于实体统筹药店承接处方外流，带来客流量与销售额增长，龙头公司有望率先受益。

三、行业动态跟踪

国家医保局公布 2021 年十项重点工作。一是做好医保脱贫攻坚与乡村振兴战略的有效衔接，巩固拓展医保脱贫攻坚成果。二是健全重特大疾病医疗保险和救助制度，补齐重特大疾病保障短板。三是建立健全职工基本医疗保险门诊共济保障机制，让更多职工从中受益。四是建立健全基金监管长效机制，不断织密扎牢医保基金监管制度笼子。五是制度化常态化实施药品耗材集中招标采购，不断减轻群众看病就医负担，引导医药行业形成风清气正、海晏河清的新局面。六是深化医药服务价格改革，逐步理顺医疗服务比价关系，挤出药品价格水分，引导医疗机构合理诊疗。七是持续深化医保支付方式改革，实施更有效率的医保支付，更好保障参保人员权益。八是持续做好医保目录管理，把更多临床价值高、经济性评价优良的药品、项目、耗材纳入支付范围，切实提高人民群众就医用药质量。九是提高医保公共管理服务效能，完善异地就医直接结算，加强两定机构协议管理，推动经办服务提质增效。十是加强医保法治化、信息化、标准化建设，推进医保精细化管理，提高医保治理能力和水平。

《药品上市后变更管理办法（试行）》发布。1 月 13 日，国家药监局发布《药品上市后变更管理办法(试行)》，规范药品上市许可持有人药品上市后变更行为。这是我国首部专门针对药品上市后变更设置的规范性文件。《办法》紧扣《药品管理法》《疫苗管理法》《药品注册管理办法》《药品生产监督管理办法》的立法宗旨和有关规定，进行制度衔接，明确了药品上市后变更的管理要求，规定由持有人承担药品上市后变更的主体责任，为药品上市后变更开辟新路径。

国务院常务会议要求推进药品集采常态化制度化。1 月 15 日，国务院总理主持召开国务院常务会议，部署进一步推进药品集中带量采购改革，以常态化制度化措施减轻群众就医负担。会议要求推进药品集采常态化制度化：一是坚持保基本，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，逐步覆盖临床必需、质量可靠的各类药品和耗材。研究对治疗罕见病的“孤儿药”采购作出特殊安排；二是通过质量和价格公平竞争产生中选企业和药品、耗材。医疗机构要确保优先使用中选药品。中选企业要确保降价不降质量，保证供应。加强对中选药品和耗材全链条监管；三是集采要在为患者减负同时，兼顾企业合理利润，促进产品创新升级，对节约的医保费用按规定给予医疗机构激励。

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 54.34 点，周跌幅 1.36%。板块本周上涨前五名分别是爱施德（27.09%）、川能动力（20.31%）、*ST 友谊（12.78%）、壹网壹创（11.57%）、ST 华鼎（11.40%）。

1 月 11 日至 1 月 15 日，商贸零售板块在中信 30 个一级行业中排名 19，涨跌幅中等。本周薇诺娜母公司贝泰妮提交招股说明书，同时更新了 2020 年前三季度财务数据及年报业绩预告：2020 年公司收入预计同比增长 27.59%-39.42%，归母净利润同比增长 16.03%-35.45%。敏感肌修复赛道空间较大，国产品牌通过社交口碑传播、医学机构背书、成分列举说明等宣传方式，以及产品效果不错，获得消费者较多认可，构建国货差异化竞争壁垒。

二、行业动态

2020 年 12 月，阿里系护肤/彩妆类市场规模分别为 152/74 亿元，分别同增 8.9%/11.7%。2020 年 11-12 月，阿里

系护肤/彩妆类市场规模分别同增 31.8%/25.9%，“双 11”期间整体增速较快。

从跟踪上市公司品牌天猫旗舰店数据看，华熙生物旗下各品牌持续高速增长，润百颜/夸迪/米蓓尔分别同增 163%/14023%/231%；珀莱雅旗下主品牌珀莱雅和国风彩妆品牌彩棠分别同增 35%/155%；上海家化旗下玉泽/六神分别同增 41%/57%，佰草集受品牌调整影响，同减 15%；薇诺娜/御泥坊/丸美分别同比变化+22%/+80%/-40%。

我们认为 12 月化妆品线上数据相对平淡，11 月大促期间增速可观，线上仍是拉动化妆品销售的重要引擎。国货化妆品间增速分化，华熙生物主打医美级护肤、成分护肤概念，旗下多品牌增速显著，主打抗敏舒缓的薇诺娜、玉泽等表现优异，主攻敏感肌、医学背书、医美级赛道脱颖而出，具有低渗透、高需求、强粘性的特征；国货彩妆表现优于国货护肤品，主打“国潮风+快迭代”深入人心，珀莱雅旗下彩棠、花西子、完美日记等表现优异。中长期看，行业监管趋严有助于龙头市占提升，品牌力获得更多认可，国货品牌在品牌、渠道、产品等方面口碑持续提升，成长潜力突出。

三、投资关注

1、 重庆百货（600729）：根据中国证监会《监管规则适用指引——会计类第 1 号》关于零售企业联营模式使用净额法确认收入的相关规定，经公司对 2020 年中期财务报告（第一季度报告、半年度报告、第三季度报告）自查：公司 2020 年中期财务报告合并及母公司利润表中相关数据需作更正。

公司按上述规定对公司 2020 年中期财务报告合并及母公司利润表中相关数据进行更正。本次差错更正调减公司 1-9 月累计营业收入及营业成本 71.03 亿元；但不涉及利润总额、归属于上市公司股东的净利润等经营成果调整。

20 年 11 月证监会的指引文件涉及 26 类、53 个具体问题，在关于按总额或是净额确认收入方面，指引要求判断企业向客户销售商品或提供劳务时，判断其身份是责任人还是代理人，主要责任人应当按照已收或应收的对价总额确认收入，代理人应当按照预期有权收取的佣金或手续费（即净额）确认收入。百货联营模式下，专柜、品牌是租用商场地方，以往的收入会将专柜收入完全合并商场收入，此次指引要求对此进行调整，调整后财务数据更为准确。

公司披露的财报（修订稿）显示，2020 年一季度、半年度、三季度，重庆百货的营收增幅分别-48.11%、-42.07%、-39.57%；同期净利润增幅分别为-63.32%、11.62%、5.90%。我们认为疫情导致公司业绩压力较大，公司混改后也加快数字化转型序幕，与物美、多点 Dmall 强强联合，开启数字化转型变革之路，围绕“人货场”“人事物”，全面推进商品、会员、运营、管理等数字化建设。

2、重庆百货（600729）：银保监会办公厅发布《消费金融公司监管评级办法（试行）》，《办法》中明确， 消费金融公司监管评级得分满分为 100 分，根据具体评级得分，分为 1 级、2 级（A、B）、3 级（A、B）、4 级和 5 级，数值越大表示机构风险或问题越大，需要监管关注的程度越高。

我们认为消费金融是我国银行个人业务的重要补充，对于促进消费有重要的支持作用，评级办法的出台有助于行业的规范发展。市场对于重庆百货零售业务经营效率提升没有分歧，前期市场受到蚂蚁金服上市延期是否会对消费金融监管趋严存在担忧，此次实行办法明确消费金融公司分级管理，马上金融作为龙头或将受益。

3、天虹股份（002419）：公司公告，拟以不高于 9 元/股价格回购不超过 3600 万股，回购金额不低于 2 亿元且不超过 3 亿元，资金来源自公司自有资金，回购实施完毕后将全部依法予以注销。

天虹股份表示，近年来，为适应市场需求与竞争变化，公司积极进行业务转型，一方面打造数字化消费价值链，发展线上销售和服务；另一方面调整经营内容结构，发展线下体验消费，拓展综合消费门店；并将两方面融合起来，整合成新型商业模式和业务系统，正成为一家线上线下一体化的本地化消费服务平台。同时公司控股子公司深圳市灵智数字科技有限公司将领先的零售数字化技术研发与运营能力，积极为上游和同行提供 SaaS 化和定制化服务，致力于务实推进国内外零售行业数字化进程。

此次回购彰显公司信心，公司 20 年前三季度收入 88.51 亿元，同比下滑 37.11%，归母净利润 1.27 亿元，同比下滑 80.46%，营收和毛利降幅进一步收窄，Q3 开始客流改善后业态持续恢复。同时公司作为百货数字化先锋，前三季度累计线上同比增长 249%，数字化转型推动公司超市和百货到家业务发展，有望助推公司在线上线下融合趋势中取得先机。

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 1.29%，沪深 300 下跌 0.68%，上综下跌 0.1%。板块跑赢大盘指数。

本周国家统计局发布 2020 年 12 月 70 个大中城市房价变动情况，在保持了一贯的稳定走势的同时，70 城房价涨幅出现年末“翘尾”行情。同时也反映出房地产市场的韧性较高。

纵观 2020 年全年，多项因素的影响，使房价涨幅曲线颇为波折，大致可总结为：一季度低迷，二季度反弹，三季度后转入调整，12 月翘尾。其中，进入四季度后，一线城市重新领涨，成为去年最显着的特征之一。在区域分布上，“南热北冷”的局面几乎贯穿全年，南方城市长期占据领涨的主流，北方城市则位居跌幅榜前列。

展望 2021 年的房价走势，政策仍被认为是决定性因素。随着“三条红线”逐步落地，以及银行业房地产贷款集中管理制度出台，房地产业将继续在供需两端去杠杆，这对于市场的平稳发展大有帮助。在货币政策回归中性、购房信贷环境宽松触底以及“一城一策”持续深化背景下，全国城市房价涨幅将逐步收窄。同时，2021 年市场将继续向核心城市聚焦，因此，部分城市房价仍然面临较大的上涨压力。

展望 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 0.81%，上证指数下跌 0.10%，行业指数跑输大盘指数。其中涨幅居前的板块是轮胎、维纶、改性塑料；跌幅较大的板块是氟化工及制冷剂、无机盐、民爆用品。

二、行业观点：

钛白粉价格保持景气上行：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。2020 年钛白粉价格实现 U 型反转，三、四季度国内需求叠加出口增加，7 鱼粉钛白粉终结滞涨，随后半年市场均价累计涨幅近 5000 元/吨，涨幅高达 38.28%，单月最大涨幅达 1500 元/吨。1 月份以来钛白市场续涨行情延续表现了当前市场淡季不淡的形势。海外需求良好是影响本轮涨价的重要因素之一，其次原辅料钛精矿和硫酸价格的大幅上涨。

MDI 需求偏弱，价格继续小幅下调：本周纯 MDI 和聚合 MDI 分别下调 2.31%和 1.70%，临近年底，需求偏弱，MDI 价格本周小幅下滑;近期进口货源较少,部分商家暂无库存压力,我们认为目前 MDI 价格在需求淡季表现相对偏弱，但是较 2020 年 4 月份仍然有很大的价差，企业盈利仍然较好。

粘胶价格：上周粘胶价格大幅上涨，目前市场主流报价在 13000-13200 元/吨，因受原料溶解浆供应紧张影响，山东地区粘胶厂家装置进行降负调整，行业开机率下降至 79.42%；从成本端来看，原料溶解浆市场供应紧俏局面尚未得到缓解，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。

本周产品价格上涨幅度较大的是煤化工产品 DMF、尿素等，WTI 原油价格近期也是持续上涨；MDI 产品由于需求淡季，供给增加，产品价格仍然是小幅下降；涤纶长丝价格继续小幅上涨；烧碱、醋酸、硫酸等价格下降。

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跌0.10%，收于3566点，创业板指同比下跌1.93%，沪深300同比下跌0.68%，机械设备同比上涨1.12%，跑赢沪深300指数1.80pct。

细分板块和个股方面，半导体设备、以及部分低估值板块走势较强，至纯科技、精测电子、北方华创、长川科技等周涨幅10%以上，中国中车涨幅21%。前期涨幅较大的国防装备板块大幅回调，中航沈飞、光威复材、中航飞机等周跌幅在10%以上。

二、机械行业动态及投资观点

1、【航空装备】本周权重股回调幅度较大，展望未来三年基本面仍景气向上

1）本周军工大幅调整，但继续下跌空间不大。复盘本轮军工行情，从11月中旬启动，申万军工指数涨幅30%，随后经历剧烈回调，回调幅度约10%。目前板块滚动市盈率处于过去十年62%分位水平，我们认为处于合理篇高位置，继续向下空间不大。

2）航空装备需求向好，拉长时间仍会有较高收益期望。航发控制公告称2021年预计向关联方销售同比增速32%，航发动力2021年预计向关联方销售商品、提供劳务金额为163.28亿元，较2020公告的预计金额增加21.91% ，较2020年预计实际发生金额增加41.26%。中航沈飞微信公众号发文称"2021年，数控加工厂承接的生产任务量增长一倍多"。我们认为未来三年板块基本面确定性向上，未来三年板块期望收益率仍较高。

3）投资建议：我们持续看好板块投资机会，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、航天电器；上游原材料建议关注中航高科、光威复材、振华科技等。

2、个股【伊之密】2020年归母净利润增幅58.17% - 65.95%，略超市场预期

1）业绩略超预期。根据业绩预告，2020年，公司预计实现营业收入约27.40亿元，同比增长约30%。预计第四季度单季度的营业收入约为8.6亿元，同比增长约74%，创下公司单季度营业收入的新高。2020年归属于上市公司股东的净利润为3.05-3.20亿元，同比上升58.17% -65.95%。

2）分业务看，注塑机大幅增长。预计2020年注塑机收入约为20.25亿元，同比增加约41%；压铸机收入约为4.30亿元，同比增加约为1%；其他产品收入约为2.85亿元；按照区域划分，国内收入约为22.15亿元，同比增加51%；海外收入约为5.25亿元，同比下滑7%。2020年3月以来，注塑机市场特别是注塑机的国内市场一直维持着较高的景气度；

从2020年8月份遗爱，压铸机市场得益于汽车行业环比回暖、家电和手机市场表现良好等因素有所恢复。目前，公司在手订单充足，生产紧张有序。

3）投资建议：随着制造业企业盈利持续改善，固定资产投资有望走强，公司注塑机、压铸机业务将有望持续增长，对应2021年净利润估值约为18倍，估值较低，给予推荐评级。

3、【工程机械】12月挖机销售增速56%，2020年全年实现挖机销售32.76万台

1）12月挖机销售继续强劲。2020年12月，共计销售各类挖掘机械产品31530台，同比涨幅56.4%。国内市场销量27319台，同比涨幅58.5%。出口销量4211台，同比涨幅44.4%。2020年1—12月纳入统计的25家主机制造企业，共计销售各类挖掘机械产品327605台，同比涨幅39.0%。

2）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。2020年1-11月份，全国房地产开发投资129492亿元，同比增长6.8%，基础设施投资同比增长1.0%。我们认为明年基建及房地产投资有望继续正增，对挖机销售形成支撑。

3）工程机械协会挖机分会对明年挖机销售展望乐观。预计2021年挖机销售增速7%左右，2022、2023年市场将逐步转入平稳发展阶段，且不排除出现回调的可能性。

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。

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

本周上证综指下跌0.10%，申万有色指数下跌5.30%。价格方面，长江钴价格下降0.94%至31.50万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨8.46%至6.28万元/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黄金下跌0.42%、COMEX白银上涨0.78%；基本金属方面，LME铜下跌2.42%、LME铝下跌1.95%。

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6.28万元/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：近期钴价快速修复，主要系下游需求大幅好转，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、基本金属

本周 LME 铜下跌 2.42%、LME 铝下跌 1.95%，宏观美联储维持宽松表态和拜登推出 1.9 万亿美元刺激计划偏利好。但疫情反复、美元指数反弹和国内社融及 M2 不及预期等偏利空。短期国内需求淡季导致累库，难为价格提供上涨动力，但汽车空调等行业持续高景气度，预计累库低于往年。同时春节后进入旺季会开始降库，价格企稳后将再次上涨。中期疫情终将解决，需求总体趋势向上，叠加当前金属库存仍处于历史低位，工业金属建议继续关注铜铝板块。

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

上证综指本周下跌 0.10%，沪深 300 下跌 0.68%。电新板块下跌 5.50%，跑输大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）2020 年中国新能源车市场产销情况

2020 年，我国新能源车总体销量 137 万台左右，同比增长 6%左右。我国动力电池装车量累计 63.6GWh，同比上升 2.3%；动力电池出货量 80GWh，同比增长 13%。电解液出货 25 万吨，同比增长 38%；三元正极材料出货 23.6 万吨，同比增长 23%。

（2）蔚蓝锂芯：2020 年业绩同比增长 121-146%

公司发布预告，预计今年归母净利同比增长 121.07%-146.57%，盈利 2.6-2.9 亿元。

（3）比亚迪董事长王传福：电动车产业加速迈入新发展阶段

王传福在论坛上表示：新能源车行业新旧动能加速转化，迸发出巨大的机遇和能量，有理由相信，2021 年将是我国电动车快速发展的元年，行业格局加速调整，电动车产业在“十四五”加速迈入新发展阶段。2021 年比亚迪将加快关键零部件向行业开放供应。

展望：在电动车百人会论坛中，宁德时代董事长表示，公司正在开发的 BEV 电池包，可以实现超过 1000km 续航、16 年 200 万公里的使用寿命，基本解决消费者里程焦虑、寿命焦虑。而对于未来的展望，他表示材料体系创新非

常重要。未来一定周期，磷酸铁锂、三元材料还有提升空间，还是应用的绝对主流。之后可能会出现一些新的体系，需要从原子尺度入手，深入地理解材料及其界面性质，在材料体系上实现根本突破，避开很多贵金属，走出一条性价比更高的路子来，应对长远的、巨大规模的市场需求。

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-0.46%，HS300 指数-0.68%。广汽、长城汽车等表现较；华域、长安、星宇股份等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【2020 年中国汽车销量 2531 万台，同比-1.9%】

① 汽车整体：2020 年 12 月销量 283.1 万辆，增长 6.4%；2020 年全年累计销量 2531.1 万辆，下降 1.9%；

② 乘用车：2020 年 12 月销量 237.5 万辆，增长 7.2%；2020 年全年累计销量 2017.8 万辆，下降 6.0%；

③ 商用车：2020 年 12 月销量 45.6 万辆，增长 2.4%；2020 年全年累计销量 513.3 万辆，增长 18.7%；

④ 新能源汽车：2020 年 12 月销量 24.8 万辆，增长 49.5%；2020 年全年累计销量 136.7 万辆，增长 10.9%；

⑤ 中国品牌乘用车：2020 年 12 月销量 103.7 万辆，增长 12.0%；2020 年全年累计销量 774.9 万辆，下降 8.1%；

⑥ 汽车出口：2020 年 12 月出口量 14.5 万辆，增长 35.5%；2020 年全年累计出口量 99.5 万辆，下降 2.9%。

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 0.1%，沪深 300 下跌 0.68%；申万通信指数上涨 1.65%，申万电子指数上涨 2.26%。

本周，工信部印发《工业互联网创新发展行动计划（2021-2023 年）》，旨在深入实施工业互联网创新发展战略，推动工业化和信息化融合发展。新行动计划承接此前《互联网+先进制造业指导意见》，顶层政策一贯性推动，5G 商用加持下工业互联网有望进入快速成长期。2017 年 11 月国务院印发深化“互联网+先进制造业”指导意见，发展至今在网络基础、平台中枢、数据要素、安全保障等基础设施与生态方面效果显著。此次新行动计划判断 2021-2023 年为工业互联网的快速成长期。随着 5G 在 2019 年开启商用，运营商 2020 年进行大规模网络建设，工业互联网深入发展已具备更为有利条件。新行动计划明确到 2023 年，（1）初步建成覆盖各地区、各行业的工业互联网网络基础设施，目标在 10 个重点行业打造 30 个 5G 全连接工厂；（2）完善标识解析体系创新赋能，目标二级节点达到 120 个以上。打造 3～5 个具有国际影响力的综合型工业互联网平台；（3）打造国家工业互联网大数据中心体系，目标建设 20 个区域级分中心和 10 个行业级分中心。在前期网络建设阶段，运营商 5G 网络将更加注重重点区域深度覆盖，各类终端将成规模涌现，5G 广连接低时延等特性得到充分利用。在后期应用展开阶段，各类工业平台系统与控制技术等加速渗透，相关数据服务需求大幅增长，运营商中 ToB 网络服务业务也将有望显著增长。

电子方面，本周台积电公布，2021 年资本开支预计为 250 亿美元至 280 亿美元，不仅创下历史新高，更远超之前市场预计的 200 亿美元。资料显示，台积电在 2016 年资本开支首度突破 100 亿美元，达到 102 亿美元。2018 年以来，在 7nm 等高端制程加持下，台积电资本开支连续创下新高。2020 年，台积电资本开支达到 170 亿美元。台积电总裁魏哲家表示，资本开支高速增长，主要是 5G 和 HPC（高性能计算群）带来对先进制程的强劲需求。

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、中国电信集团有限公司董事长柯瑞文在中国电信 2021 年工作会议上介绍，2021 年，中国电信 5G 终端发展目标为 1 亿部，智家终端为 600 万台，行业终端为 3000 万台。此外，中国电信还将普及 5G 终端，占比超过 80%，价格下探到千元以下，规模打造 5G 千元机。而在中高端 5G 手机中，中国电信将进一步强化用户体验感知，包括 CA 200MHz 和超级上行，使得用户上下行速率进一步提升，同时增强网络覆盖能力。

2、Digitimes Research 数据显示，受疫情影响，预测 2020 年全球智能手机出货量下降 8.8%，至 12.4 亿部。但 5G 手机发展迅速，预计 2020 年全球 5G 手机出货量将达到 2.8-3 亿部，高于去年的 2000 万部。2020 年全球排名前六位的智能手机品牌分别为三星、苹果、华为、小米、OPPO 和 vivo，其中只有苹果和小米的出货量实现同比增长 10%以上，而三星和华为的出货量则均出现了两位数的下降。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 0.14%，板块成交额 2375 亿元，沪深 300 指数下跌 0.68%。

计算机最近两周行情有所向上，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、智能汽车高景气，领军企业 20 年业绩预告高增长

（1）德赛西威 20 年业绩预告高增符合预期，预计后续继续高增长

德赛西威发布 2020 年业绩预告：公司 2020 年实现归母净利润 5.0~5.2 亿元，+71.15%- 77.99%。

1）单 Q4 业绩符合预期，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%。

21Q4 单季度增速相比前 3 季度有所放缓，主要因 20 年单 Q4 景气度开始反转，业绩基数较高。

2）展望未来，业绩高成长可期。

未来 2 年：20 年业绩高增速主要受益于下游整车景气度上行，公司抢占国际 TIER1 订单，智能座舱和 L2 自动驾驶渗透率提高，公司产能利用率提升，前期投入的研发和管理费用兑现业绩，带来营收和利润率的双升。未来 2 年这一趋势仍将延续，业绩持续较高增长确定性高。

未来 2-5 年：自动驾驶域控制器单车价值量大幅提升，公司作为全球自动驾驶芯片龙头英伟达的国内唯一 TIER1 合作伙伴，有望受益 L3 自动驾驶大规模应用。

（2）中科创达 20 年预计营收增速 40%+，扣非归母净利润增速 100%+

中科创达发布 2020 年业绩预告：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%。

因并购产生的无形资产评估增值摊销费用约 5200 万元,股权激励费用约 7200 万元,较上年同期增加约 6337 万元，公司汇率损失较上年同期增加约 1040 万元，非经常性损益对净利润的影响金额约 7200 万元。

1）单 Q4 延续高增长，扣非归母净利润增速 78%+

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）公司业绩高增长主要受益于智能座舱快速放量

智能手机业务：受益于 5G 新机型推出、提升市场份额实现较快增长，预计后续将维持稳健增长。

智能汽车业务：当前主要受益于智能座舱渗透率快速提高，公司卡位智能座舱操作系统环节，绑定高通等芯片厂商和安卓等操作系统厂商，积累了丰富的落地经验，充分受益。展望后续，智能座舱将从汽车娱乐系统、智能仪表盘向 HUD、视频音频识别、集成驾驶舱、网联 OTA 等持续扩张，带动公司单车价值量提升。长期来看，公司布局智能驾驶底层操作系统和上层应用，有望打开更大的空间。

智能物联业务：主要应用场景包括扫地机器人等机器人，VRAR、无人机等，保证了公司长远的业务布局。

我们预计智能汽车和智能物联业务将助力公司继续维持较高增长。

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