国都投资研究周报 2021.1.11-1.15

本周策略：

头部公司泡沫化初期，破裂或待美元趋紧

一、市场焦点：部分头部公司正进入泡沫化初期，未来半年谨防中美货币政策转向

1、部分头部公司正进入估值泡沫化初期阶段。2020 年 12 月 25 日至今 A 股跨年行情如期而至，十个交易日内主要股指普涨 6-12%，其中表征科技成长、消费白马、周期蓝筹头部公司股指集体领涨，创业板 50、深证 100、中证 100、沪深 300 大涨 13-10%，而表征尾部企业的国证 2000、中证 1000 同期各-0.4%、+1.4%，头部、尾部上市公司表现显著分化。

驱动近期头尾部公司表现加剧分化的原因？主要包括：一是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 5500 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 500 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 37 倍，已逼近对估值的合理容忍度上限；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；

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3570.11	2.79
沪深 300	5495.43	5.45
深证成指	15319.29	5.86
中小板综	13298.03	4.48
创业板指	3150.78	6.22
恒生指数	27878.22	2.38
恒生中国企业指数	10955.55	2.02
恒生沪深港通 AH 股溢价	139.84	0.06
标普 500	3824.68	1.83
纳斯达克指数	13201.98	2.43
MSCI 新兴市场	1353.53	4.82

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	52.73	8.90
纽约期金	1849.90	-2.72
伦敦期铜	8084.50	4.27
伦敦期铝	2016.00	1.79

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）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，美国民主党横扫参众两院，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。

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。

三、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。

四、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 20**20 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。

五、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

1）政策回归常态趋势，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。

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 23.3、39.1 倍，已位于近十年历史区间的 64%、74%分位数；从行业估值来看，市场普遍看好的消费、科技板块估值多数已位于近十年的 80%分位数以上，而多数周期板块估值仍位于历史分位数 50%下方。

2）货币政策：稳货币紧信用趋势不变，但边际收缩过程或**平缓。货币政策的预期目标方面，会议提出，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；措辞基本与前两年

一致，但删除了去年的“保持流动性合理充裕”。综合前期中央及央行有关信号，预计 21 年货币政策边际收敛趋势不变，但收缩过程较为平缓，且注重灵活适度，整体保持稳健中性。

按 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。

整体来看，我国金融环境趋势变化，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，直至 21 年上半年的稳**货币紧**信用；预计 21 年下半年随着经济稳增长**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 年的 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。

——宽信用见顶回落。社融存量同比增速，由此前连续八个**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 月社融存量同比增速回落至 13.6%。从社融结构的变化来看，20 年 6 月至今的社融同比增速收窄，主要系信贷、企业债融资所致，月均新增信贷规模来看，从 3-6 月的 2.03 万亿元，收窄至 7-11 月的 1.31 万亿元。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，均表明宽信用见顶回落。

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%。

3、财政政策：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 年受明显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+6.39%；农林牧渔（中信）涨跌幅+8.74%；沪深300涨跌幅+5.45%。

二、价格跟踪：

1. **生猪：**生猪价格**36.40元/公斤，**周环比下行1.3元/公斤。
2. **茅台一**批价：**箱装2900元，上行。**

三、食品饮料：

1. **白酒：**

本周茅台批价上行，箱装上行约100元至2900元；散装也有所上行到2400元左右，主要是旺季终端需求强劲，其次是茅台要求80%散卖，箱装供给更少，导致批价持续向上。

茅台：酱香酒营销公司自有产品提价10-40%；

目前我们对白酒板块持续推荐。本周诸多酒企市值新高，如我们一直强调，茅五批价坚挺，对板块是最大支撑（本周茅台批价又创新高）；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：**

目前我们认为调味品和速冻品21年业绩降速，估值相对仍在高位，可静待估值消化，中长线资金择机可战略逐步建仓中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性的标的，如天味、安井、三全、海天等，同时安琪和榨菜已具备安全边际，给予推荐评级。

其中安琪的YE产品，近期公司提升了出厂价8%，超预期。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

猪价本周36.40元/公斤，周环比下行1.3元/公斤，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；同时上周五生猪期货上市，下跌幅度较大，大周期呈下行趋势。

中长期持续推荐牧原股份：短期价格超预期；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 2.79%，沪深 300 上涨 5.45%。家电板块上涨 4.78%，跑赢大盘指数，主要原因在于：家电板块受相关销售数据亮眼影响，整体表现较好，拉动板块表现。

二、行业动态与展望

（1）奥维数据显示，空调均价机继续提升

据奥维数据，本周空调线下均价 4087 元，线上均价 2969 元，线下均价 YoY+14.76%，线上均价 YoY+12.64%。其中格力线下均价 YoY+7.22%，线上均价 YoY+8.28%；美的线下均价 YoY+20.81%，线上均价 YoY+20.27%；海尔线下均价 YoY+12.04%，线上均价 YoY+16.79%。空调均价继续提升。

（2）2020 年中国空调市场出货降幅 10%以上

据艾肯家电网统计，2020 年国内空调市场的出货量为 8300 万套左右，同比降幅超 10%，下降规模在 1000 万套以上。从冷冻年度的角度出发，2020 年度同样是处于下滑状态。

（3）20 年家电原材料上涨幅度较大

据数据显示，从 20 年 4 月-12 月，铜价上涨了 45%；电工钢上涨了 34%；铝上涨了 52%；稀土材料（钕）价格上涨了 49%。ABS 塑料粒子、物流配送、人工成本、泡沫包装箱等环节的成本都在提高。

11 月份，直接抬高出货价成为了一种行业集体现象。12 月，空调压缩机企业也顶不住这种原材料价格大增的压力不得不上调价格。就各种大宗原材料现有的走势来看，短期内仍然看不到下降的苗头，螺旋型的上升可能会成为一种中期内的常态。

展望：空调外销乐观。2020 年疫情让空调行业产供销发生了巨大的变化，最明显的是全球制造的订单向中国市场纷涌而来，使得中国空调市场出现了“内冷外热”的格局。虽然 2020 年国内市场出现了下降，但出口量却呈现出了良好的增长势头。据统计，2020 年中国空调出口总量首次突破了 6000 万套，创下历史新高。美的是我国第一个将年度出口量实现到 2000 万台以上的企业。

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

2021 年第一周医药生物（SW）板块上涨 2.88%，在 28 个申万一级行业中，表现排名第 13 位，同期沪深 300 指数上涨 5.45%，中小板指数上涨 8.11%，创业板指数上涨 6.22%。细分子板块来看，中药板块上涨 6.37%，医疗器械涨幅 4.35%，医疗服务涨幅 4.30%，生物制品涨幅 4.16%，化学制药下跌 0.48%，医药商业下跌 0.87%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是甘李药业（+27.06%）、万泰生物（+25.74%）、云南白药（+24.09%）、天智航-U(+19.33%)和华兰生物(+10.29%)；而跌幅最大的前五家公司分别是济民制药(-18.12%)、*ST 目药(-14.87%)、光正眼科（-14.28%）、键凯科技（-13.49%）和英特集团（-13.47%）。

估值方面来看，截止 1 月 8 日，医药生物(SW)市盈率 PE(TTM)为 46.66x，相较全部 A 股的估值溢价率为 132.94%，处于 2010 年以来的中位水平（130.73%）；相较于全部 A 股剔除银行的估值溢价率为 66.78%，略高于 2010 年以来的中位水平（60.54%）。

二、本周主要观点

多家公司 2020 年度业绩预喜，关注业绩增速较快的细分赛道。本周多家公司发布 2020 年度业绩预告，长春高新(净利润,下同,+70%-+80%)、健帆生物(+40%-+60%)、以岭药业(+90%-+110%)、东方生物(+1795%)、美迪西(+85%-+100%)、博腾股份（+65%-+85%）等公司业绩表现靓丽，超出市场预期；其他公司如科伦药业（-14.7%--6.17%）业绩也好于市场一致预期。随着披露的多家公司 2020 年度业绩超预期，我们认为医药生物板块 2020 年报行情有望提前启动。建议关注业绩增速较快的细分赛道如 CXO，核酸检测及第三方检测中心，受益疫情的医疗设备等，同时关注 Q4 业绩有望环比提速的创新药及医疗服务等细分赛道。

疫情仍是板块扰动因素，关注疫情受益标的。近期河北聚集性疫情发展较快，1 月 2 日以来，河北全省累计确诊 139 例本土病例，其中重症 7 例。截至 1 月 8 日晚 24 时，石家庄已完成全民核酸检测，共检测 1025 万余人，累计检出 354 例阳性。河北省相关负责人表示，尽管最近两天的新增病例数有所下降，但石家庄疫情未见明显拐点。除河北外，辽宁、北京等地仍现散发病例，防控措施不断升级，多个地区进入战时状态。考虑气温较低利于新冠病毒传播，目前疫情进展仍是医药板块扰动因素，建议关注疫情受益标的：1）新冠疫苗标的：康泰生物、智飞生物、康希诺-U、复星医药、沃森生物等；2）新冠检测试剂及服务标的：华大基因、达安基因、圣湘生物、凯普生物、金域医学等；3）新冠防疫产品标的：英科医疗、蓝帆医疗等。

三、行业动态跟踪

中央全面深化改革委员会第十五次会议审议通过《关于进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见》。近日，国家卫生健康委、国家发展改革委、财政部、人力资源社会保障部、国家市场监管总局、国家医保局、国家中医药管理局、中央军委后勤保障部卫生局等八部门联合印发《关于进一步规范医疗行为促进合理医疗检查的指导意见》。《意见》明确，将开展为期一年的不合理医疗检查专项治理行动，重点整治无依据检查和重复检查，并指出医疗机构要建立以公益性为导向的绩效分配制度。

药监局发布《国家药品监督管理局关于促进中药传承创新发展的实施意见》政策解读。2021 年 1 月 8 日，药监局发布《国家药品监督管理局关于促进中药传承创新发展的实施意见》政策解读，对此前发布的《实施意见》进行系统性的解读，梳理了其起草的背景、总体思路、目标以及主要内容。强调了在鼓励中药创新方面、加强中药监管方面的具体措施。

国务院联防联控机制 1 月 9 新闻发布会介绍近期疫情防控和疫苗接种情况。自 12 月 15 日我国正式开展重点人群新冠疫苗接种工作以来，全国重点人群接种量已近 750 万剂次，加上之前针对高风险人群接种的 160 余万剂次，我国已累计开展新冠病毒疫苗接种 900 多万剂次。新冠病毒疫苗全民免费接种，将由医保基金和财政共同负担，居民个人不负担。根据监测结果，新冠疫苗严重的不良反应大概是百万分之一。目前看来，英国发现的病毒的突变不会影响疫苗的保护力。

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 5.7 点，周跌幅 0.14%。板块本周上涨前五名分别是豫园股份（61.08%）、爱施德（17.29%）、川能动力（16.27%）、百联股份（16.16%）、百大股份（9.51%）。

1 月 4 日至 1 月 8 日，商贸零售板块在中信 30 个一级行业中排名 17，涨跌幅中等。本周豫园股份涨幅较大，主要因为其以 45.3 亿元成交价，拍得舍得酒业的控股股东四川沱牌舍得集团有限公司（简称“舍得集团”）70%的股权。舍得集团持有舍得酒业 29.95%股权，成交后豫园股份间接持有舍得酒业 20.97%的股权。舍得酒本身定位中高端酒，复星集团赋能后将舍得酒将具有较大全国化潜力。对于豫园股份来说，目前餐饮业务的核心在于家庭消费，引入舍得酒后将丰富公司商务应酬和宴席场景，拓宽餐饮产业结构。

二、行业动态

国家邮政局统计信息显示，2020 年，全国快递业务量和业务收入分别完成 830 亿件和 8750 亿元，同比分别增长 30.8%和 16.7%。新增社会就业超 20 万人，支撑网络零售额超 10 万亿元。

展望 2021 年，国家邮政局局长马军胜在工作报告中指出，预计全年邮（快）件业务量完成 1219 亿件，同比增长 12%左右；全行业业务收入完成 1.2 万亿元，同比增长 11%左右。其中，快递业务量完成 955 亿件，同比增长 15%左右；业务收入完成 9800 亿元，同比增长 12%左右。

在快递服务通达性方面，2021 年国家邮政局提出三个工作重点：深入推进“快递进村”；加快推动“快递进厂”；积极促进“快递出海”。在关爱快递小哥方面，2021 年国家邮政局将制定快递员劳动定额标准和末端派费核算指引，督促快递企业及时足额发放工资，积极推广人身意外险等适合快递业的险种。

马军胜还提出，“十四五”时期，将紧紧围绕扩大内需这个战略基点，实施一批强基础、增功能、利长远的重大项目，构建日处理超 10 亿件、服务超 10 亿人的寄递网络，助力培育完整内需体系，形成强大国内市场；同时，要全面深化改革，坚持平等准入、公正监管、开放有序、诚信守法，形成高效规范、公平竞争的统一邮政快递市场，激

发市场主体活力，构筑高质量发展力量支撑。

马军胜还强调，要强化顶层设计，围绕快递员权益保障、末端稳定、安全绿色、质量效益、反垄断和反不正当竞争等关键问题，加强可操作、易见效的法规标准政策建设，拿出切实解决方案，为行业提质量、防风险、调结构、增效益提供制度保障；要强化制度执行刚性，强化企业主体责任、部门监管责任和属地管理责任，鼓励规范寄递平台企业发展，用严格执法带动更好普法，推动各项制度落地生根见效，对严重扰乱市场秩序、不正当竞争、违法违规行为零容忍，坚决依法从严惩治。

三、投资关注

1、丸美股份(603983.SH)：对2020年限制性股票激励计划相关调整事项进行公告，公告显示，激励计划首次授予的激励对象人数调整为65人，激励计划首次授予限制性股票调整为83.18万股，预留部分限制性股票调整为19.08万股。

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2.13%，沪深300上涨5.45%，上综上涨2.79%。板块跑输大盘指数。

本周克尔瑞发布2020年房企销售简报，2020年12月，TOP100房企实现销售操盘金额15350.3亿元，单月业绩同比增长20.6%，环比增长27.7%。截至12月末，TOP100房企的累计销售操盘金额达到114839.4亿元，较2019年增长13.3%。从全年业绩走势来看，一季度行业销售受疫情影响最为显著。二季度市场逐步恢复，百强房企的单月业绩同比在4月转正并稳步提升。下半年，房企供货和销售节奏后移、供应量显著提升。四季度市场竞争压力明显上升、去化率承压，百强房企单月业绩同比增速自8月以来持续回落。

2020年，龙头房企继续保持稳健发展，TOP10房企销售操盘金额集中度达26.3%，同比基本持平。TOP11-30及TOP31-50梯队房企操盘金额集中度去年明显提升，市场份额稳中有升，规模房企竞争优势进一步深化。TOP51-100梯队房企的操盘金额集中度也有一定提升。而随着企业梯队分化及行业竞争的加剧，TOP100之后房企的销售操盘金额集中度未见明显增长。未来，随着市场资源向优势企业集聚，中小规模房企的增长空间也进一步受限，“三道红线”下将对企业的资金实力和运营管控效率提出更高的考验。

截至2020年末，百强房企中有超8成房企累计业绩超去年同期，其中超4成企业的同比业绩增速在20%以上。从企业表现来看，年内房企除了在一季度疫情期间纷纷通过开拓线上销售渠道促进项目认购签约。国庆、中秋双节期间规模房企也从营销端持续发力，积极把握销售窗口期、加大推货力度、加紧去化。

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

上周申万化工指数上涨5.63%，上证指数上涨2.79%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是氨纶、玻纤、涤纶；跌幅较大的板块是粘胶、磷肥、纺织化学用品。

二、行业观点：

龙头公司再次上调钛白粉价格：本周，目前硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为16300-17300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。龙蟒佰利发布公告，根据目前国内国际钛白粉市场情况，经龙蟒佰利联集团股份有限公司价格委员会研究决定，自即日起，公司各型号钛白粉（包括硫酸法钛白粉、氯化法钛白粉）销售价格在原价基础上对国内各类客户上调500元人民币/吨，对国际各类客户上调100美元/吨。当前钛白粉企业调涨的原因几乎全部归结于钛矿价格不断上涨引发的成本上涨，由于企业早前囤购的原料钛矿已经全部消耗完毕，新单采买价格过高，如海外疫情依旧未能得到有效控制，预测需求缺口仍存，一季度价格或将平稳向上。

MDI需求偏弱：华东纯MDI市场现货报盘参考21300-22000元/吨，万华PM200报盘18200-18300元/吨，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。

涤纶长丝继续上涨：本周涤纶长丝市场延续上涨走势，下游加弹、织造阶段性补货，现其POY150D产品市场主流商谈价格6025元/吨，较上周同期价格上涨了150元/吨；FDY150D产品市场主流价格为6050元/吨，较上周同期价格上涨了150元/吨；DTY150D产品市场主流价格为7775元/吨，较上周同期价格上涨了150元/吨。周内欧佩克达成减产协议和美国原油库存连续下降，原油价格全面上涨，石脑油国际价格先涨后降，成本端支撑明显，带动原料市场持续上涨。元旦假期，国内涤纶长丝产销一般，涤纶长丝少部分企业报价上调。期货开盘后原料震荡上扬，提振涤纶长丝市场气氛。

由于需求淡季来临，化工产品价格上涨缺乏动力，本周上涨幅度加大的是煤油、硫磺、PTA；而跌幅较大的产品是正丁醇、辛醇、醋酸和有机硅等。

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2.79%，收于3570点，创业板指同比上涨6.22%，沪深300同比上涨5.45%，机械设备同比上涨2.97%，跑输沪深300指数2.48pct。

细分板块和个股方面，国防装备继续强势，中航高科、航发动力、中航沈飞、光威复材等周涨幅在15%以上；此外工程机械表现较强，中联重科、三一重工、恒立液压等周涨幅在10%以上。本周光伏设备有较大幅度回调。

二、机械行业动态及投资观点

1、【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。

2、2021沈飞数控厂任务量增长一倍，航空制造产业链有望大幅增长

1）沈飞数控厂任务翻倍。航空工业沈飞微信公众号发布文章《2021，沈飞人再出发》。文中称“2021年，数控加工厂承接的生产任务量增长一倍多”

文中称，数控加工厂作为公司零件生产的“桥头堡”和流程化工厂的试点单位，2021年在生产组织上发生了翻天覆地的变化，对厂生产管理者以及一线操作者提出了更高的要求。数控加工厂领导班子迅速决策，快速部署，全面动员，抓重点、补短板、强弱项，全力确保2021年在制品各项指标任务实现。

2）沈飞标准件中心提前投入生产。文中提到，标准件中心在去年年末开始为以后批次的飞机准备标准件，将周期长、周转次数多的项目提前投产、进行工艺准备。

3）沈飞超负荷的生产任务表明航空产业链景气较高，提高产业链增速预期至30%以上，预计相关公司一季报增长强劲，建议重点关注中航沈飞、中直股份、航发动力、光威复材、中航高科等。

3、【通用设备】12月制造业PMI继续位于荣枯线以上，通用设备需求景气上行

1）12月份中国制造业采购经理指数（PMI）为51.9%，较上月回落0.2个百分点，但连续10个月位于临界点以上，表明制造业继续稳步恢复。从分类指标看，生产指数54.2%，较上月回落0.5个百分点；新订单指数53.6%，较上月回落0.3个百分点，新出口订单51.3%，较上月回落0.2个百分点，在手订单47.1%，回升0.4个百分点；从价格指数看，主要原材料购进价格、出厂价格分别为68.0%、58.9%，较上月提升5.4%、2.4%。具体到通用设备行业，其生产及新订单指数均高于56%，且较上月有所提升，表明行业景气度较高。

2）制造业投资增速改善，预计汽车领域将带动明年制造业投资继续反弹。1-11月制造业投资下降3.5%，降幅较1-10月收窄1.8个百分点。具体看，1-11月，3C领域固定资产投资增速14.5%，增速加快2.5个百分点；汽车领域固定资产投资下滑15.1%，降幅收窄0.3个百分点；金属制品投资下滑9.6%，降幅收窄2.2个百分点。向后看，我们认为汽车、光伏、5G等将带动制造业投资继续反弹。

3）从机器人产量数据看，11月机器人产量同比增速31.7%，1-11月机器人产量累计同比增速22.2%。

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 2.79%，申万有色指数上涨 10.66%。价格方面，小金属钴锂价格继续加速上涨，长江钴价格上涨 13.17%至 31.80 万元/吨，电池级碳酸锂价格上涨 9.63%至 5.79 万元/吨，近期锂钴产品价格全面上涨，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 2.39%、COMEX 白银下跌 3.45%；基本金属方面，LME 铜上涨 4.10%、LME 铝上涨 1.84%。

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。

1 月 9 日蔚来发布 ET7，并宣布新 150kWh 电池包将于 2022Q4 交付，电池超高能量密度 360Wh/kg，采用电池技术包括“原位固化固液电解质”、“无机预锂化硅碳负极”、“纳米级包覆超高镍正极”，固态电池负极将从石墨/硅负极、过渡到预锂化负极、富锂复合负极、金属锂负极，增加锂用量。建议重点关注赣锋锂业（公司第一代 2 亿瓦时的固态电池中试线已经顺利投产）、天齐锂业（公司持有固态电池领军企业卫蓝新能源 5%股权）、盛新锂能（公司首期金属锂产线已经投入试生产）等。

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 5.79 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：本周长江钴价格上涨 13.17%至 31.80 万元/吨，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 铜上涨 4.10%、LME 铝上涨 1.84%，本周美民主党赢下佐治亚重掌参议院和美制造业 PMI 超预期提升美国经济复苏预期，价格普涨。短期，国内淡季开始累库，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

上证综指本周上涨 2.79%，沪深 300 上涨 5.45%。电新板块上涨 8.17%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）特斯拉 2020 年产销均在 50 万台左右

特斯拉公布，2020 年产量 509737 辆，同比+40%，交付量 499550 辆，同比+22%。其中四季度产量 179757 辆，同比+71%，环比+24%，交付量 180570 辆，同比+61%，环比+29%。

（2）2020 年预计欧洲新能源车销量 120 万台以上

意大利：据 UNRAE，12 月电动车销量 13629 辆，环比+40%，同比+784%。

西班牙：据 ANFAC，12 月电动车销量 11139 辆，环比+113%，同比+469%。

欧洲市场：预计 12 月欧洲整体销量 20 万辆以上，2020 年销量 120 万辆以上，同增 115%+。

（3）国轩高科：发布 210Wh/Kg 磷酸铁锂软包电芯及 JTM 技术产品

公司宣布推出 210Wh/Kg 的磷酸铁锂软包电芯，循环次数达 3000 周。磷酸铁锂的软包电芯，尺寸为 354*102*11.8，0.33C 电芯容量 55Ah，电压平台 3.2V，电芯重量 830g，理论计算值为 212Wh/Kg，近似于 523 三元电池的能量密度。且磷酸铁锂安全，市场应用前景更加可观。

展望：蔚来近日发布首款轿车 ET7，计划搭载 150kWh 固态电池包，NEDC 续航超 1000 公里，有望完全解决续航焦虑。电芯能量密度达 360wh/kg。在演示中，公司说明了此款固态电池采用固液电解质+预锂化硅碳负极+超高镍正极三种技术。150kwh 固态电池 2022Q4 交付的时间表。三种基本技术的形式如下：（1）固液电解液技术为新型的凝胶聚合物电解质原位界面固化技术。（2）预锂化硅碳负极：硅理论比容量高达 4200mAh/g，是石墨类负极材料的 10 倍以上。不过由于硅碳存在严重的体积效应（膨胀率可达 300%），导致循环性能及库伦效率恶化，需改性方能应用。而预补锂技术可以解决硅碳负极首次效率低的问题。（3）超高镍正极：表明高镍正极仍是正极体系中提升能量密度的主流方案，此次纳米级包覆方案，除工艺上的进化之外，预计会增加 CNT 导电剂的使用比例，同步提高电子电导率。据相关消息，蔚来的固态电池，可能来自于苏州清陶或台湾辉能，还有可能是宁德时代。

针对此款电池，基本结论如下：150kw 电池包仍是固液电池，而不是全固态电池。固液电池已经在实验中，且部分已经用于小型无人机等产品。不过由于生产工艺和价格问题，短期难以用于电动车，到 2022 年末可能才能用。由于工艺、性能和规模限制，难以短期大幅扩张。至于全固态电池，则仍没有量产实力的产品推出，5 年内应该没有希望。

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+3.59%，HS300 指数+5.45%。比亚迪、长城汽车等表现较好；广汽、江淮等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【龙头销量出炉，长安、长城领涨乘用车】

目前核心乘用车企业已公布 2020 年销量，其中三大民营车企吉利、长城、比亚迪 2020 年 1-12 月分别累计销售 132、111、42.7 万台，同比分别-3.0%、+4.84%、-7.5%。三大国资车企长安、上汽、广汽 2020 年 1-12 月分别累计销售 200、560、204 万台，同比分别+14%、-10%、-0.9%。长城、长安领跑国内车企销量；本田、丰田等日系品牌逆势强势，驱动广汽销量表现优异；而传统主力大众，尤其是上汽大众下滑较为明显，拖累上汽集团销量。

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 2.79%，沪深 300 上涨 5.45%；申万通信指数下跌 1.26%，申万电子指数上涨 4.79%。

通信方面，1 月 6 日，纽交所推翻此前决定，重新开始推进国内三大运营商摘牌程序。此前在 1 月 4 日，纽约交易所发布公告称，在“与外国资产控制办公室就有关监管机构进一步磋商之后”，决定不再继续执行对中国电信、中国移动、中国联通的退市工作。2020 年 12 月 31 日，纽交所宣布将对中国移动、中国电信、中国联通美股 ADR 的退市程序，三家公司将在 1 月 7 日至 1 月 11 日期间暂停交易，这也是源自 2020 年 11 月特朗普政府宣布的一项行政命令。三大运营商 2020 年基本面稳中向好改善，季度收入企稳回升，流量增速企稳，ARPU 触底企稳并有望随 5G 渗透率加速而提升。随着 5G 用户数增长、5G 应规模落地、产业互联网业务快速发展，运营商发展有望进一步提升改善。同时由于三大运营商在美业务占比极低，ADR 占总股本比例较小，且交易量较低，我们认为此次摘牌也是在中美博弈下，更多出于政治目的对中国 5G 建设的打压，对三家运营商基本面影响很小。目前，国内提速降费要求放缓，运营商 5G 用户渗透率逐渐提升，带动 ARPU 值企稳回升。

电子方面，日前小米正式发布年度旗舰新机小米 11，比往年小米系列旗舰机型提前一个多月，目前已开启全渠道预售，售价 3999 元起。根据市场调研机构 Strategy Analytics 的数据，2020 年第三季度智能手机出货 3.67 亿部，同比增长 0.1%，三星继续坐稳第一，而小米超越苹果，第三季度全球出货达到 0.47 亿台，同比增长 44.6%，全球市场份额达到 12.7%，升至全球第三。一方面，第三季度苹果新款手机尚未发布，华为受美国制裁收紧；另一方面，2020 年小米持续价格上探，以小米 10 系列逐步在高端市场初步站稳脚跟，而子品牌 Redmi 横向扩充机型顺利。

行业及公司新闻动态：

1、据第一财经报道，联发科方面表示，公司与众多 OEM 厂商都有合作，致力于将领先的技术带给全球客户和消费者。“目前荣耀作为一家新成立的独立公司，我们正在评估现况。”此前业内消息人士称，联发科正在为 2021 年扩大其 5G SoC 解决方案奠定基础，并计划明年开始将其 5G 芯片交付给荣耀。联发科是高通之外，另一家能向智能手机厂商大规模供应 3G、4G 和 5G 处理器的厂商。联发科的芯片虽然此前主攻低端市场，但是最近联发科发展的势头可谓迅猛。市调机构 Counterpoint 的报告显示，2020 年第三季度，随着智能手机销售在三季度的反弹，联发科以 31%的市场份额首度成为最大的智能手机芯片组供应商。

2、2021 年 1 月 7 日，地平线公告完成 C2 轮 4 亿美元融资，由 Baillie Gifford、云锋基金、CPE、宁德时代联合领投。至此，地平线计划中的 7 亿美元 C 轮融资已经完成 5.5 亿美元。参与本轮投资的其他机构还包括（按首字母排序）：Aspex 思柏投资，CloudAlpha Tech Fund，和暄资本，Neumann Advisors，日本 ORIX 集团，山东高速资本，英才元资本，元钛长青基金和中信建投等。地平线计划将资金主要用于加速新一代 L4/L5 级汽车智能芯片的研发和商业化进程，以及建设开放共赢的合作伙伴生态。作为全球首家基于深度学习技术的汽车智能芯片创业公司，地平线成为目前中国唯一实现车规级智能芯片前装量产的科技企业，并已经形成覆盖从 L2 到 L3 级别的“智能驾驶+智能座舱”芯片方案的完整产品布局。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 1.3%，板块成交额 2292 亿元，沪深 300 指数上涨 5.4%。本周成交金额升至 2292 亿，市场对计算机的关注度有所提升。

计算机最近两周行情有所向上，虽未能跑赢沪深 300，但相比此前已有明显复苏，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、服务器需求出现企稳回升迹象，短期虽仍存不确定性，但中长期向上可期

（1）服务器上游芯片龙头信骅收入连续两月同比转正，环比大增

全球 BMC 芯片龙头信骅 8-10 月营收同比增速分别为-11%、-15%、-20%，11 月收入环比增长 21%，同比增长 2%，12 月收入环比增长 23%，同比增长 6%。

从上游芯片厂商的业绩情况来看，服务器行业景气度已开始企稳回升。

（2）纬创英业达指引 Q4 需求并不乐观，我们认为 Q1 趋势向上，Q2 或迎增长

复盘 20Q3，服务器需求明显放缓，主要因客户消化 Q2 库存。

复盘 20Q4，此前台湾服务器 ODM 大厂纬创英业达展望 Q4，预计服务器需求同比略有下滑，主要因英特尔 21Q1 的 10nm 服务器芯片发布延后客户需求。

综上，我们认为

1）服务器厂商销量 20Q4 存不确定性，BMC 芯片龙头信骅收入领先服务器约 2 个月，21Q1 应出现企稳趋势，但考虑到英特尔 10nm 服务器芯片的影响， 21Q2 起或方能迎来较快增长。

2）从中长期来看，中国云计算渗透率仅 10%-15%，叠加 5G 和 AI 将带来增量存储和算力需求，IaaS 行业未来 5 年市场规模复合增速有望达 50%左右，阿里腾讯华为移动等云巨头数千亿资本开支刚开始释放，服务器中长期持续成长确定性高。

推荐：短期处于需求底部区间，已有向上趋势，建议结合催化剂和业绩，择机逢低布局服务器龙头浪潮信息、中科曙光、深信服。

2、蔚来 ET7 发布，超强算力和超强感知继续加速智能网联汽车落地

2021 年 1 月 9 日，蔚来发布首款纯电中大型轿车 ET7，其搭载了全新蔚来自动驾驶系统 NAD，包含超感系统 Aquila 和超算平台 ADAM。

超高感知：

超感系统 Aquila 配备 33 个高性能感知硬件，包括 11 个 800 万像素摄像头+1 个超远距离高精度激光雷达+5 个毫米波雷达+12 个超声波雷达+2 个高精度定位单元+1 个车路协同感知+1 个增强主驾感知。可以检测到 680 米外车辆、220 米外行人、260 米外锥桶，最远探测距离是 Tesla FSD 的 3 倍。而特斯拉 Model 3 的 FSD 方案采用的是 8×120 万像素摄像头（3 个前视+2 个前视侧摄像头+2 个后视镜侧摄像头+1 个后视摄像头）。

超强算力：

蔚来超算平台 ADAM 包含四块英伟达 Drive Orin 芯片（2 块主控，1 块冗余备份，1 块群体智能与个性训练），7nm 工艺，总算力 1016 TOPS，是特斯拉 HW3.0 的 7 倍。

推荐：蔚来 ET7 将超高智能网联配置的降至 44.8 万，我们认为将形成鲶鱼效应，继续刺激国内整车厂加大智能化和网联化投入。继续推荐德赛西威、中科创达、千方科技、道通科技等。

3、重点覆盖

计算机：浪潮信息、中科曙光、易华录、**中国长城**、东华软件、创业慧康、**卫宁健康**、金山办公、广联达、用友网络、**启明星辰**、绿盟科技、**深信服、德赛西威**、中科创达、千方科技、东方国信、恒生电子。

电子：海康威视、大华股份、**信维通信**、**领益智造**、环旭电子、鹏鼎控股、东山精密、**顺络电子**。

三、风险提示

贸易战和疫情全面爆发影响行业下游客户需求的风险；下游行业回暖不及预期的风险；科技创新可能带来短期业绩下降的风险；新业务拓展不达预期的风险；部分公司估值过高的风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国都证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的特定客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。在法律许可的情况下，国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关，投资者据此操作，风险自负。

本报告版权归国都证券所有，未经国都证券研究所书面授权许可，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，国都证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	推荐	行业基本面向好，未来 6 个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来 6 个月内，行业指数跑输综合指数

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
投资评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅在 5%以上