国都投资研究周报 2020.12.14-12.18

本周策略：

“稳货币紧信用”阶段，周期价值股占优

一、市场焦点一：紧信用担忧升温

5 月起随着我国疫情防控成效稳定巩固、经济逐步恢复并趋于正常化，一季度疫情暴发及冲击期出台的非常规宽松的货币政策已逐步收缩甚至退出，宽货币转向稳货币、宽信用趋向紧信用；以上金融环境的“宽松—中性—收缩”逐渐变化，成为今年资本市场走势的核心变量之一。

七月中旬至今市场指数反复震荡盘整，结构驱动力由上半年的提估值转为看业绩，市场特征总体体现为高估值板块回调、兼具估值与业绩优势的顺周期板块上涨。

1、**宽货币转向稳货币。**广义货币 M2 同比增速，由此前已连续二十七个月稳定运行在 8.0-8.8%区间，3、4 月显著上升至 10.1%、11.1%，并在 5、6 月稳定在 17 年 1 月以来的最高水平 11.1%，但 7 月起至今自近四年高点回落至 11%下方，M2 同比增速连续五个月保持在 10.4-10.9%区间；对比 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。

2、**宽信用见顶回落。**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。一社融存量同比增速，由此前连续八个月稳定运行在 10.6-10.9%区间，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%；虽见顶回落，但当前社融增速仍位于 18 年的较高水平。二从月度新增社融同比变化规模来看，疫情防控期的 3-5 月各同比增加 2.22、1.43、1.47 万亿元，6-9 月的月均同比增加规模收窄至 0.9 万亿元，而 10、11 月同比增加规模进一步收窄至 0.55、0.14 万亿元。

具体从社融结构的变化来看，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。其中，信贷月度同比增加额度，3、4 月为显著加大信贷投放，同比增加额度高达 1.10、0.75 万亿元，5 月随着复工复产逐步正常化而迅速收窄至 0.36 万亿元，6 月至今进一步趋势收窄，8-11 月四个月月均同比增幅已收窄至 0.14 万亿元；从月均新增信贷规模来看，也从 3-6 月的 2.03 万亿元，收窄至 7-11 月的 1.31 万亿元。

此外，随着下半年货币政策边际收敛、宽货币转向稳货币后，月度企业债融资规模也趋于收窄，月均同比增幅已从 3-6 月的 0.40 万亿元，大幅回落至-681 亿元；月均企业债融资规模，相应从 3-6 月的 0.64 万

上周市场

指数名称	收盘	涨跌%
上证综指	3347.19	-2.83
沪深 300	4889.63	-3.48
深证成指	13555.14	-3.36
中小板综	12232.19	-3.87
创业板指	2687.78	-1.58
恒生指数	26505.87	-1.23
恒生中国企业指数	10452.50	-1.62
恒生沪深港通 AH 股溢价	143.43	0.30
标普 500	3663.46	-0.96
纳斯达克指数	12377.87	-0.69
MSCI 新兴市场	1257.66	0.53

全球大宗商品市场

商品	收盘	涨跌%
纽约原油	46.56	1.02
纽约期金	1843.50	0.08
伦敦期铜	7768.50	0.14
伦敦期铝	2032.00	-0.44
波罗的海干散货	1211.00	1.17

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。

亿元显著收窄至7-11月的0.21万亿元，尤其是前期个别高等级地方国企信用债违约事件，导致11月企业债融资规模锐降至18年10月以来的最低至862亿元。

3、**年内货币政策逻辑及其变化。**前期在金融街论坛上，央行行长对今年以来我国货币政策逻辑及其具体操作做了总结：**根据疫情防控和经济社会恢复发展的阶段性特征，分层次、有梯度地出台，有内在的逻辑**；依次在**疫情暴发初期、疫情蔓延势头得到初步控制并进入有序复工复产阶段、疫情防控取得重大阶段性成果且生产生活秩序加快恢复阶段等三个阶段，分别采取了3000亿元专项再贷款（支持银行向医疗和生活物资重点企业提供优惠利率贷款）、5000亿元再贷款再贴现额度支持企业复工复产、1万亿元普惠性再贷款再贴现额度以支持银行加大对涉农、小微和民营企业的信贷投放力度。同时注重货币政策实施的直达性、精准性，推动银行积极办理企业贷款延期还本付息和普惠小微企业信用贷款。**

4、**货币政策边际收敛。**央行行长指出，随着疫情对我国经济冲击高峰过去，经济活动逐步恢复正常，有的政策已经顺利完成阶段性任务；**展望下阶段货币政策思路，央行行长提了五点：一坚持稳健的货币政策，坚持和完善应对疫情中一些行之有效的结构性金融政策；二稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向；三要把握好稳增长和防风险的平衡，既不让市场缺钱，也不让市场的钱溢出来，保持货币供应与反映潜在产出的名义国内生产总值增速基本匹配；四尽可能长时间实施正常货币政策，保持正常的、向上倾斜的收益率曲线，为经济主体提供正向激励；五需把好货币供应总闸门，适当平滑宏观杠杆率波动，使之在长期维持在一个合理的轨道上，并预计明年随GDP增速回升后宏观杠杆率将趋稳。**

5、中期流动性趋于紧平衡，但货币政策方向性调整概率较低。前期易行长结合最新宏观形势阐述了年内货币政策逻辑及其变化，基本反应了下半年以来我国货币政策及流动性的边际收敛这一变化。**而在稳健、灵活适度、精准导向原则下，保持货币供应、社融增速与同反映潜在产出的名义GDP增速基本匹配，预计未来两个季度随着我国名义GDP增速的逐季上行，货币供应M2仍有望稳定在10%以上附近水平。同时，结合近期高层反复强调要保持政策连续性、有效性和可持续性，**预计在当前国内外形势依然复杂严峻、存在很大不确定性的背景下，国内货币政策方向性调整、显著收紧的概率较低。

展望未来，预计稳健货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，并将搞好跨周期政策设计，创新和完善结构性货币政策工具体系，精准设计激励相容机制。

值得注意的是，近期数次重提“把好货币供应总闸门”、平平滑宏观杠杆率继续上行等（今年上半年我国实体经济部门杠杆率环比显著上升21.0个百分点至20H1的266.4%,其中非金融企业、政府、居民部门的杠杆率各上升13.1、4.0、3.9个百分点**），或预示今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。**

6、市场影响：高估值板块承压。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，七月中旬以来指数步入震荡期，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、估值普遍偏高的部分必需消费品、科技成长股普遍调整较为明显。

二、市场焦点二：需求侧改革在即

1、**部署明年经济工作思路。**近日中央政治局召开会议，分析研究2021年经济工作；提出的21年经济工作思路主要包括：**一坚持稳中求进工作总基调**，立足新发展阶段，坚持新发展理念，构建新发展格局，以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，以满足人民日益增长的美好生活需要为根本目的；

二坚持系统观念，巩固拓展疫情防控和经济社会发展成果，更好统筹发展和安全，继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，科学精准实施宏观政策，**努力保持经济运行在合理区间**；

三坚持**扩大内需战略，强化科技战略支撑**，扩大高水平对外开放，确保“十四五”开好局；强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场。

同时会议提出，促进房地产市场平稳健康发展，抓好各种存量风险化解和增量风险防范。

2、需求侧改革在即

此次会议简要通报内容，有两点提法值得高度重视：

一是需求侧改革在即。会议要求，要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，打通堵点，补齐短板，贯通生产、分配、流通、消费各环节，形成需求牵引供给、供给创造需求的更高水平动态平衡，提升国民经济体系整体效能。

15 年末中央提出的供给侧结构性改革，过去五年的“三去一降一补”已取得预期目标；而结合外部环境的变化及国内经济、产业发展新特征，尤其是制约我国高质量发展的瓶颈、堵点、难点等，中央提出“扭住供给侧结构性改革、同时注重需求侧改革”，有望继续提升供给质量、释放需求潜能，从供需两端提升高质量发展。

继十三五期间供给侧改革成为经济工作主线后，预计十四五期间在双循环战略部署落实下，需求侧改革有望成为未来五年经济工作主线之一。如何落实需求侧改革？预计在分配、社会保障、金融税收、消费环境等方面或有改革举措，以提升居民消费潜能与意愿，重点看好下沉市场的消费升级、现代服务消费（教育文化、养老健康、医美、旅游等）。

二强化反垄断和防止资本无序扩张；预计主要针对互联网平台头部企业，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。

三、近期市场展望：顺周期板块仍占优

顺周期板块，指与宏观经济周期相关性、同步性强的行业，即在经济复苏阶段行业景气上行，反之亦然，一般为能源、工业、原材料、金融等大类行业，具体包括有色、钢铁、化工、建筑建材、机械、汽车、家电、银行、地产等。

一般而言，**在宏观经济企稳回暖阶段，顺周期行业景气度同步转入上行期，因而相应板块往往迎来上涨机会。但板块上涨趋势往往需要宏观经济、中观行业量价等数据的基本面确认，以及资金配置、市场风格、估值分化极致后的回归收敛动力的催化释放。**

1、顺周期板块启动原因：经济复苏预期

受新冠疫情的持续蔓延与反复冲击，今年全球经济陷入深度衰退，主要经济体仅我国有望实现正增长；今年全球宏观经济衰退期，大宗商品普遍弱势震荡下跌，即使考虑近期的反弹涨幅，年初迄今国际原油跌幅仍高达 20-30%，国内南华商品、工业指数涨幅在 5%以内。

然而，近期新冠疫苗进展超预期，叠加基本确认当选美国下任总统的民主党建制派拜登上台后利于全球经贸关系缓和，共同推升市场对于 21 年全球经济复苏预期。IMF 十月中预测全球 GDP 增速有望从今年的-4.4%恢复至 21 年的+5.2%，其中美国、欧盟、中国的 20/21 年 GDP 同比增速各为-4.3%/+3.1%、-7.6%/+5.0%、+1.9%/+8.2%。

季度来看，由于我国疫情防控策略得当与落实有力，本轮我国经济恢复领先欧美 1 个季度以上，季度 GDP 同比增速于 20Q2 率先转正，且有望逐季加速至 21Q1 的 15-20%本轮复苏顶点；美国经济季度 GDP 环比折年率一、二季度加速下跌后，三季度大幅转正，四季度受疫情再度恶化或再度放缓，但 21Q1 起有望进入连续正增长。

全球经济恢复预期强化需求复苏，而疫情制约供给能力的恢复程度、工业库存低位下的补库存动力释放，共同促使近期国际原油、工业金属等大宗商品期价连续显著反弹。以上宏观经济预期、中观量价共振下，强化以有色金属、化工、采掘、钢铁等上游资源品为主的顺周期板块领涨行情。

2、本轮顺周期持续性如何？取决于经济恢复强度与持续性

自 7 月中指数阶段见顶后震荡以来，科技成长与医药、必需生活品为代表的消费股，在估值溢价率提升至高分位数后，进入轮番调整期，而汽车、家电、上游资源品、大金融等顺周期板块行业先后陆续启动。

本轮顺周期板块行业持续性如何？追根溯源其驱动力来看，主要取决于中期全球新冠疫苗接种进度及疫情防控效果、全球经济恢复强度及其持续性。从长周期来看，以 2008 年金融危机为分界点，全球经济由 1996-2007 共同繁荣期，转入 2008 至今的趋势衰退期，前后两轮正好均为 12 年。展望未来，全球经济除了低基数下的 21 年显著恢复外，能否摆脱趋势下行，保持平稳上行态势？

综合来看，一当前全球劳动人口占比下降、贫富分化扩大、新一轮革新技术尚待暴发等要素驱动力疲弱；二主要发达经济体宏观杠杆率已高企、财政货币政策空间逼仄等制约因素；三全球多边主义关系有待修复，经贸、投资自由化便利化条件仍待恢复，利于全球共同繁荣的政治地缘与经贸合作环境尚待缓和。以上驱动力、制约因素及合作环境改观前，预计中期全球经济仍难以摆脱压力转入稳定上行周期。

基于以上判断，预计本轮顺周期板块行情的力度与持续性或有限，结合本轮全球经济修复周期大概率见顶于 21Q2，预计板块行情或提前至 21Q1 阶段触顶。具体节奏需视疫苗接种进展、拜登正式上台后的内部宏观、对外经贸政策等。

3、**近期重点配置方向：低估顺周期板块及服务消费板块。**当前流动性边际收敛，大多数行业估值较历史均值溢价两成附近，成为制约指数趋势上行的主要压制因素之一；而中期内上市公司业绩增速的快速上升，将为消化估值溢价的积极因素，有望为市场岁末年初的估值切换窗口期提供上行动力。

结合行业的估值分位数—业绩预期差二维筛选，低估值+业绩正向预期差或业绩景气同步于经济复苏的顺周期板块，或是年底进可攻退可守的首选配置，**主**要包括银行、非银金融、房地产、交运、化工、建材、采掘、家电、汽车等，及**疫苗接种在即下的服务消费板块**，包括影视、教育、机场、旅游酒店等。**结合当前估值分位数、经济加速复苏预期，近期银行、保险、地产、券商等大金融板块，或为近期配置顺周期板块的首选。**

四、**中期市场展望：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 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 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，今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；近四个半月内外扰动压力下，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、钢铁等顺周期板块普遍逆势上涨 15-20%，低估值的大金融板块近期也接力领涨 10%附近，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，目前市场普遍预计年内第三、四季度 GDP 实际增速有望继续回升至 5-6%，明年一、二季度有望进一步回升至 10%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。

五、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。年底市场风格的再次切换持续性如何？

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 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：第三波分化大致于 20 年中结束，目前或进入同步震荡上行阶段。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，与目前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，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，或预示今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，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。

六、配置建议：近期顺周期板块仍占优，中期布局科技冠军与消费白马。

1、近期顺周期板块仍占优。近中期经济恢复趋势明确，同比增速呈现加速上升阶段，货币政策边际收敛趋势确立，估值扩张动能大概率衰竭，上涨动力回归至基本面上行逻辑，顺周期板块阶段占优。

1）低估值滞涨的银行、保险、地产、券商等大金融板块有望接力领涨，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；（2）前期已有一定涨幅的**化工、机械、电气设备、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，板块短期适度回调后有望重拾上涨动力。

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、**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**半导体芯片、5G+应用、工业互联网、人工智能、数字经济、新能源汽车与智能驾驶、军工装备、创新医药为首的科技龙头，**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。

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+1.21%；农林牧渔（中信）涨跌幅-3.72%；沪深 300 涨跌幅-3.48%。

二、价格跟踪：

1. 生猪：生猪价格 **33.13 元/公斤，**周环比下降 0.27 元/公斤。

2. 茅台一批价：2850 元，基本持平。

三、食品饮料：

1. 白酒：

近期白酒行业信息较密集：

茅台：近期持续加大直营渠道投放量。

五粮液：根据新闻，五粮液集团 1-10 月销售收入过千亿，同比增长 12.4%，利润总额同比增长 12.5%。

次高端：习酒近期经销商大会公布 2020 年销售情况，2020 年销售破百亿、同比+31%。

低端酒顺鑫：拟对三牛系列产品提价，其中 400ml、500ml、1.5L 规格上调 10 元/瓶，255ml 规格上调 6 元/瓶。

大豪科技交易预案发布，红星：2019 年营收 26 亿、同比+7%，净利 4.9 亿、同比+49%，净利率 18.6%。

目前我们对白酒板块持续推荐。茅五批价坚挺并有望持续提升，对板块是最大支撑；年底企业经销商大会对今年完成目标，以及对来年计划有望逐步出台或可催化，如本周的五粮液集团，古井，习酒等；顺鑫等提价开启也有望催化板块。

估值切换行情：12 月布局来年行情下，白酒或有望受资金青睐。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 年在 40x 左右，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，中长期：重点看好高端酒的茅五泸汾。关注：洋河、顺鑫、水井坊、伊力特、舍得等。

2. 调味品和速冻品：

我们认为资金开始布局来年，而调味品和速冻食品，三季报后有一定回调已经释放了部分估值风险，同时这两个子版块中长期赛道优，成长性足，业绩具有确定性，中长线资金更为青睐。

基本面角度看：近期调味品板块由于原材料上涨，以及疫情下龙头企业优势凸显，从而带来了涨价预期，催化板块。

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，中长线资金，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。

四、农业：中长期继续推荐养殖龙头企业

猪价本周高位震荡，春节前考虑旺季消费，对价格提升有拉动，对养殖情绪面有提振；

生猪期货将 2021 年 1 月 8 日在大连商品交易所正式挂牌交易，预计对养殖板块盈利确定性有所提升。

持续推荐牧原股份：公司股价已基本反应关于猪价及周期的利空，若价格提升超预期则在低预期上有催化；同时也

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，2020-2021 年出栏规模预计分别达 1800 和 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，持续看好业绩释放+成长性+市占率快速提升的中长期逻辑，业绩确定性较强，中长线持续推荐。

五、推荐个股

重点推荐：茅台、泸州老窖、涪陵榨菜、牧原；

其他：**五粮液、汾酒、顺鑫、今世缘、水井坊、海天、天味、安井等。**

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 2.83%，沪深 300 下跌 3.48%。家电板块下跌 5.17%，跑输大盘指数，主要原因在于：家电板块中美的集团近期略微下调明年业绩预期，对板块影响较大。

二、行业动态与展望

（1）格力今年直播销售 476.2 亿元

12 月 12 日晚，格力电器全国巡回直播第八站在珠海完成年度收官之战。董明珠通过直播带货完成销售 25.1 亿元。全年董明珠共进行 13 场直播带货，完成销售 476.2 亿元。其中，更有两场直播超过 100 亿元，成为单次销量最高的直播带货人物。“格力 3 万家门店，背后是上百万员工的生计。我就想做一件事，让格力 3 万家专卖店真正融入到互联网时代，把线上和线下结合起来，让消费者得到更进一步的、零距离的享受和体验。”直播现场，董明珠对格力探索“新零售”的初衷和目标进行了分享。

（2）美的集团与菱王电梯合作 战略性进军电梯业务

12 月 11 日，美的集团旗下的暖通与楼宇事业部与中国电梯民族品牌菱王电梯在广东省佛山市菱王电梯总部举行并购交割暨战略合作启动仪式。随着此次双方正式合作达成，美的集团将战略性进入电梯产业，并推动电梯与暖通空调、楼宇自控等业务之间融合、协同发展，开创美的智慧楼宇整体解决方案新格局。

（3）海尔智家换股私有化海尔电器取得重大进展

根据公司 12 月 10 日公告披露的预期时间表，私有化方案预计于 2020 年 12 月 21 日生效，海尔电器股票预计于 2020 年 12 月 23 日上午于香港联交所退市，同时海尔智家 H 股股票上市交易。如交易顺利完成，海尔智家将成为全球第一家实现“A+H+D”三地上市的家电企业。

展望：根据 2020 年 8 月 1 日发布的私有化方案内容，海尔智家拟以 1：1.6 的换股比例私有化海尔电器。并向计划股东支付 1.95 港元/股的现金；另公司作价 40.6 亿元拟转让持有的卡奥斯 54.5%股权。此次卡奥斯整体估值近 74.5 亿元，相较 2020 年 5 月底的净资产溢价约 79.7%。如私有化完成，将推动公司业绩继续向好发展。私有化海尔电器将为公司治理改善拉开序幕，带来少数股东损益、财务费用使用效率以及管理协同的改善；同时海尔较为前瞻的高端化、全球化布局有望迎来收获期，运营效率将持续提升，共同驱动公司盈利能力的上行。

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2.14%，在28个申万一级行业中，表现排名第7位，同期沪深300指数下跌3.48%，中小板指数下跌3.57%，创业板指数下跌1.58%。细分子板块来看，除医疗服务单周上涨0.65%之外，其余细分板块均下跌，其中医疗器械跌幅0.24%，中药跌幅1.54%，医药商业跌幅2.62%，化学制药跌幅2.95%，生物制品跌幅5.04%。

个股表现来看，涨幅前五名的公司分别是东方生物（+23.57%）、国药股份（+22.50%）、广生堂（+18.60%）、英科医疗(+14.07%)和览海医疗(+21.89%)；而跌幅最大的前五家公司分别是泽璟制药-U(-27.57%)、沃森生物(-23.63%)、贵州三力（-22.89%）、龙津药业（-21.80%）和通化金马（-20.97%）。

二、本周主要观点

第四批国家药品集采报量正式启动。根据山西省和四川省药械集采网12月11日发布的关于报送第四批国家组织药品集中采购品种范围相关采购数据的通知，12月12日开始，第四批国家药品集采报量正式启动。根据通知要求，要在12月21日要完成报量，12月30日完成报量审核工作。公布的药品集中采购范围显示，第四批国家药品集采共涉及44个产品、90个品规，以片剂、注射剂为主，涉及治疗糖尿病治疗药物、抗肿瘤用药以及大品种注射剂，不包括生物制品和中成药，涉及的上市公司包括恒瑞医药、科伦药业、恩华药业、京新药业等。如我们之前判断，在经历了“4+7”带量采购试点和三批国家药品集采之后，带量采购常态化已成定局，且随着通过一致性评价药品企业家数的增加，更多的药品纳入集采范围。在此背景下，国内药品转型压力持续，创新药及高壁垒仿制药将是药企转型方向，建议持续关注国内创新药龙头公司、具有原料药优势的仿制药企，以及新药研发产业链相关公司。

三、行业动态跟踪

国内首部医保基金监管法规出炉。12月9日召开的国务院常务会议通过《医疗保障基金使用监督管理条例(草案)》（简称“草案”），这是我国首部医保基金监管方面的专门法规。该《草案》确定了医保部门、定点医药机构、参保人员等的权责，规定按照便民原则，强化医疗保障服务，及时结算和拨付医保基金，提高服务质量。《草案》要求加强监管和社会监督，严禁通过伪造、涂改医学文书或虚构医药服务等骗取医保基金，对违法违规行为通过责令退回资金、暂停医保结算、罚款、吊销定点医药机构执业资格等加大惩戒，管好用好医保资金，维护群众医疗保障合法权益。作为我国医疗保障领域的第一部条例。《管理条例(草案)》在医保法治化道路上具有里程碑的意义，将改变我国医疗保障工作缺乏专门法律法规的局面，有力推动医保领域依法行政并提升医保治理水平。

国家医保局发布区域点数法总额预算和按病种分值付费（DIP）专家库。12月9日，国家医疗保障局按照区域点数法总额预算和按病种分值付费（DIP）试点工作安排，经自愿申报和按程序遴选，现建立区域点数法总额预算和按病种分值付费（DIP）专家库（2021年度）。下一步将按照有关工作机制组织专家对试点城市开展培训、技术指导、监测评估等工作。

辉瑞疫苗获 FDA 批准。12 月 11 日，根据美国食品药品监督管理局官网（简称“FDA”）消息称，紧急使用授权使辉瑞-BioNTech COVID-19 疫苗在美国销售。该疫苗用于 16 岁以上的成人预防由严重急性呼吸系统综合症冠状病毒所引起的冠状病毒病。另据法新社华盛顿消息，美国负责分配新冠肺炎疫苗的官员当地时间 12 月 13 日表示，民众将从当地时间 14 日起接种辉瑞公司和 BioNTech 公司研发的新冠肺炎疫苗。美国政府将于 14 日在全国设立 145 个供应点，15 日再增加 425 个，16 日还将增设 66 个。接种首批疫苗的民众人数将达 300 万人。

CDE 发布《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》。12 月 11 日，根据《国家药监局关于实施有关事宜的公告》，为推进相关配套规范性文件、技术指导原则起草制定工作，在国家药品监督管理局的部署下，药审中心组织修订了《药物研发与技术审评沟通交流管理办法》。根据《国家药监局综合司关于印发药品技术指导原则发布程序的通知》要求，经国家药品监督管理局审核同意，现予发布。

四、投资策略

建议关注以下投资主线相关标的：

1）创新药产业链标的：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、鱼跃医疗、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 203.93 点，周跌幅 4.69%。板块本周上涨前五名分别是远大控股（18.90%）、南京新百（11.11%）、*ST 商城（10.25%）、海印股份（8.96%）、东方银星（7.47%）。

本周指数权重股苏宁易购、永辉超市、王府井、家家悦等均有不同程度的下跌，11 月 CPI 同比超预期，较 10 月大幅下降 1 个百分点至 0.5%，是十一年以来首次转负。CPI 分项看，食品环比降幅至-2.4%，猪肉价格由于供需矛盾环节持续下降 6.5%；服务类环比降低-0.4%；核心 CPI 同比持续持平为 0.5%，环比本月转负为-0.1%，居民消费需求仍旧相对乏力。市场预期 CPI 后续或将持续探底，居民消费端回暖不及预期，猪价处于下行周期，消费板块整体关注不高，同时上蔬永辉破产、苏宁易购资金链紧张等新闻传闻对个股也有一定的负面影响，拉低板块及个股表现。目前永辉超市、家家悦回购有序进行，市场情绪缓解修复，建议可以积极关注永辉超市和家家悦。

二、行业动态

京东集团发布公告称，将以 7 亿美元战略投资湖南兴盛优选电子商务有限公司（以下简称“兴盛优选”），这也意味着京东入局社区团购。

京东表示，通过投资兴盛优选，双方将在数据、技术、仓储和短链物流等领域开展紧密合作。京东集团首席战略官廖建文表示：“京东集团投资兴盛优选主要基于双方在商业价值观层面的高度一致，我们共同的目的就是用技术和供应链能力赋能线下门店，尤其是不发达地区的线下门店，帮助低线市场的门店主消除信息不对称、降低流通成本、提升经营效率，实现更好的选品和经营，通过他们来触达和服务消费者，而不是替代他们。”

近半年来，社区团购赛道火热。滴滴在 6 月上线橙心优选，程维表示对社区团购“投入不设上线”；美团也成立美团优选，并且表示将社区团购作为“一级战略”，阿里腾讯也纷纷入场投资。

此前，有消息称刘强东表示会亲自带领京东打好社区团购一仗，对此京东并未回应。如今京东宣布投资兴盛优选，

也表明了对于这一赛道的关注。

投资兴盛优选、进入社区团购行业，是京东探入下沉市场的一个战略。廖建文表示，借助投资兴盛优选和打造京喜品牌，京东将以供应链体系探入下沉市场。

其他平台也是如此考虑。在美团第三季度财报会议上，被问及美团优选相关问题时，美团创始人王兴表示过去三年，美团已经试用了不同的业务模型，最后选择了美团优选。“我们认为这是一个最高效的模型，能够帮助我们渗透到尤其是四五六线比较低级别的城市以及市场。”

随着越来越多互联网公司涌入社区团购赛道，使得已经发展几年的社区团购平台也受到资本关注。本次京东 7 亿美元的投资，是兴盛优选今年以来第二次融资。根据天眼查，今年 7 月 22，兴盛优选完成了 8 亿美元的 C+轮融资，本轮领投方为 KKR，红杉中国、腾讯、今日资本等跟投。

另一家社区团购平台十荟团在今年更是完成了 4 轮融资。今年 1 月、5 月、7 月和 11 月，十荟团共获得了 4.457 亿美元融资。其中 11 月 30 日十荟团宣布完成 1.96 亿美元 C3 轮融资，由阿里巴巴与 Jeneration Capital 时代资本联合领投。

三、投资关注

1、重庆百货(600729)：发布董事会会议决议，加快对旗下资源的整合步伐，具体措施包括：1）投资 1000 万成立“颐之时绿色供应链管理有限公司”进行生鲜加工，增强线上生鲜销售能力；2）决定以不高于 2200 万元价格购买重庆重百商业保理有限公司 30%股权，该股权由重庆农畜产品交易所挂牌，以提升金融领域投资力度，完善零售供应链；3）以实物出资方式增资重庆商社物业管理有限公司；4）注销香港子公司、重百世纪秀（重庆）商贸有限公司，并免除二者未偿还剩余债务 6991.31 万元；5）向强力咨询出售重庆商社强力汽车销售有限公司，作价 820.5 万元。

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 4.75%，沪深 300 下跌 3.48%，上综下跌 2.83%。板块跑输大盘指数。

本周中央政治局会议于 12 月 11 日召开，会议要求方面提出要扭住供给侧结构性改革，同时注重需求侧改革，强化反垄断和防止资本无序扩张，促进房地产市场平稳健康发展。我们认为相比于 2019 年中央政治局会议并未提及房地产行业，本次同级别会议再次纳入，并放回至供给侧改革框架当中，意味着当前仍然处于行业整合期，结合三条红线对于负债率的监管，预计行业格局还将发生较大变化。与此相对应的，本次额外提及需求侧改革描述，以目前城市间人口流动的加剧来看，预计还将有相关配套措施出台。因此可以判断 2021 年房地产市场趋势，整体会在今年良好基础上有稳步提高，还是以稳定为主，但是对于一些市场过热的城市或区域还会强调控。

进入 12 月，今年受疫情影响上半年开工进度滞后，四季度作为房企抢收业绩的关键期、供应量可能进一步加大。同时，受惠于相对宽松的货币政策环境，预计下半年房地产市场仍具韧性，成交有望保持在较高水平。房企有望积极把握当下难得的销售窗口期，加紧推货去化、加大营销力度、抢收业绩，以最大程度弥补上半年由疫情带来的负面影响。

房地产作为国家经济支柱之一，在本身经济下行压力较大及 2020 年经济开年受制的前提下，国家对房地产调控相关政策主基调不变，但是在维持稳定的基调下，部分城市有望进一步适度放宽，同时流动性保持宽松给房企带来喘息机会。

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 2020 年业绩确定性强，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 2020 年的估值修复行情，建议积极关注**万科 A，招商积余。**

化工（王双）

一、行业走势

上周申万化工指数下跌2.63%，上证指数下跌2.83%，行业指数跑赢大盘指数。其中涨幅居前的板块是民爆用品、其他橡胶制品和磷肥；跌幅较大的板块是维纶、纯碱和炭黑。

二、行业观点：

醋酸价格继续大幅上涨：醋酸价格本周上涨24%达到4990元/吨，2020年12月之前，醋酸月均价在2500左右，12月份开始大幅上涨。醋酸出口1-9月份都在1-2万吨的量，2020年10月醋酸总出口量为3.87万吨，较9月出口上涨192%，其中出口印度数量为2.7万吨，占比69%。据了解11-12月份，醋酸月均出口数量估算在4-6万吨左右，出口利好支撑明显，对本轮涨价利好支撑相当明显。2020年醋酸下游新增合计产能达到896万吨，其中PTA仍旧成为增产大户，增产870万。整体醋酸下游合计新增醋酸消耗量为20.15万吨，较比醋酸新增10万吨产能来讲，国内需求增量对本年度的需求面也是较为强劲的有利支撑。主要受益公司：江苏苏普（140万吨醋酸产能）、华谊集团（120万吨）、华鲁恒升（60万吨）、恒力石化（35万吨）。

MDI价格继续回落：本周纯MDI和聚合MDI价格下滑4%和6.87%，纯MDI市场现货报盘参考23500-24500元/吨，万华PM200报盘18000元/吨。终端需求难有放量，以及低价进口货源的冲击，供给端承受较大压力。淡季行情影响以及临近年底，大单客户仍处于观望状态。

制冷剂受成本推动价格上涨：本周制冷剂R125价格上涨20%至1.95万元/吨。主要是原材料价格上涨，其中前期四氯乙烯价格涨势迅猛且高位盘整，氢氟酸呈上涨趋势，氢氟酸价格上涨主要是因为一，瓮福、郴州氟化学等企业检修，低价市场货源陆续减少支撑国内企业挺价心态； 二，福建某厂因故停车以及浙江等部分企业因硫酸问题停车检修，支撑福建、浙江市场价格；三，11月份硫酸成本上涨的综合成本上涨500元/吨，硫酸价格居高不下且萤石目前有抬头趋势。目前四氯乙烯市场逐渐回归理性，但液氯市场上行趋势不减，且氢氟酸受装置停车影响，价格补涨，原料面整体利好较多，但需求拖累下，预计难以增厚供给端利润。

三、投资建议：

由于疫苗进展初见成效，原油价格大幅上涨，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。**

中上游大宗品进入周期下行通道后，对下游精细化工企业的利润改善也是有益的。未来化工行业的看点主要在于供需格局相对良好的精细化工，特别是供给壁垒较高子行业的一体化龙头，景气度依然能够持续。**推荐利安隆、苏博特、新宙邦。**

电子化学品是未来化工行业上需要补充最急迫的新材料产品。在推荐公司上，我们认为公司具备持续的技术创新能力应放在首位，其次是客户认可度，最后考虑估值。综合考虑，重点推荐**雅克科技、濮阳惠成。**

风险提示：需求不及预期，产品价格下滑。

机械（朱天辉）

一、市场表现

本周上证综指同比大跌2.83%，收于3347点，创业板指下跌1.58%，沪深300同比下跌3.48%，机械设备同比下跌2.98%，跑赢沪深300指数0.50pct。

细分板块和个股方面，光伏设备板块表现强势，迈为股份、捷佳伟创周涨幅分别为21.90%、10.97%；通用设备板块部分优质个股也实现正增长，其中拓斯达、埃斯顿周涨幅分别为4.57%、2.16%。本周其余板块鲜有亮点。

二、机械行业动态及投资观点

1、【光伏设备】十四五光伏光机或将大幅增长，技术迭代利好设备环节

1）行业需求向好。根据CPIA，预计国内十四五期间光伏年均装机规模70-90GW，约2020年装机规模2倍，十四五期间全球年均光伏装机规模222-287GW。预计到2025年，可再生能源在新增发电装机占比达到95%，光伏占可再生能源新增装机占比达到60%。

2）异质结产业化进程加速，光伏设备企业率先受益。HJT作为下一代电池片技术，已具备产业化条件，预计2021年产能投建10GW以上，到2022年异质结或将迎来爆发性增长，设备环节景气度将持续向上。

3）设备环节已实现国产化，主推捷佳伟创、迈为股份。目前部分国产厂商已经具备HJT整线设备能力，下一步将配合客户进一步降本增效。继续龙头标的捷佳伟创、迈为股份。

2、【工程机械】2021年挖机销售预期仍有较好增长，龙头标的仍具配置价值

1）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。

2)产业链企业对明年预期增速存在差异,对均认为将实现正增长。其中艾迪精密预测2021年挖机销售增速超过15%；柳工、三一预计增速在10%-15%；徐工预计个位数增长；沃尔沃预计增速在5%左右；山河智能认为具体数字很难说，但应该会保持正增长；利星行认为增速7%-8%左右。

3）11月挖机销售同比增速66.9%，继续保持高增长。龙头公司市场份额持续提升，同时积极推进国际化、智能化，有望平抑行业周期，并提升盈利能力。推荐龙头中联、三一、恒立等。

3、【通用设备】11月制造业PMI指数继续走高，通用设备板块景气持续向好

1）制造业恢复性增长有所加快。11月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为52.1%，比上月上升0.7个百分点，连续9个月位于临界点以上。

2）新订单、生产走强，价格提升。11月新订单指数为53.9%，比上月上升1.1个百分点；新出口订单指数51.5%，提升0.5个百分点。生产指数为54.7%，上升0.8个百分点。主要原材料购进价格、出厂价格分别提升3.8个百分点、3.3个百分点。制造业量价齐升，景气向好。

3）通用设备板块景气度与制造业PMI指数强相关，我们认为包括机器人、叉车、注塑机等通用设备板块景气度有望持续向好，推荐伊之密、拓斯达、埃斯顿、安徽合力、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

本周上证综指下跌 2.83%，申万有色指数下跌 4.46%。价格方面，小金属钴持平锂价格继续上涨，长江钴价格维持 26.70 万元/吨,电池级碳酸锂价格上涨至 4.7 万元/吨;贵金属方面,COMEX 黄金上涨 0.19%、COMEX 白银下跌 0.73%;基本金属方面，LME 铜上涨 0.10%、LME 铝下跌 0.59%。

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，锂盐头部企业库存低，涨价意愿强烈，碳酸锂价格延续 8 月份以来的上涨趋势。钴原料端仍然偏紧，价格坚挺。中长期，2021 年新能源汽车及 3C 需求共振，钴锂价底部持续回升可期。

锂：碳酸锂价格继续上涨。本周电池级碳酸锂价格继续上涨至 4.7 万元/吨，优质锂盐供应紧张，碳酸锂价格明显上涨。据 SMM，临近年末，国内逐渐进入备货阶段，工碳方面，部分下游为锁定年前货源，出现高价锁量成交；电碳方面，部分锂盐大厂对明年报价已提升至 5 万元/吨，碳酸锂价格或持续走高。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。

2、贵金属

本周 COMEX 黄金上涨 0.19%，经济复苏是短期全球主基调，黄金短期缺乏系统性上行机会。贵金属中期基本面仍有支撑，经济复苏或仍需要更多的财政支持，货币政策恢复正常化短期内仍不可期，全球宽松货币政策短期不会改变叠加通胀预期趋势性修复的大逻辑并未被破坏，黄金价格将维持高位运行。

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）、火炬电子（MLCC+陶瓷基材料）、钢研高纳（高温合金）、楚江新材（碳纤维）等公司。

CR929 需求超千架，国内大飞机项目稳步推进。12 月 9 日，在杭州举行的 2020 浙江省“万亩千亿”航空航天产业国际峰会上，中国商飞科技委常委、CR929 中俄远程宽体客机中方总设计师陈迎春表示，ARJ21 支线客机订单超过 600 架，C919 正在试飞取证阶段，累计订单已达 815 架；正在研制中的 300 座以上双通道宽体客机 CR929 也在稳步推进。陈迎春表示 2023 到 2045 年 CR929 交付量可达 1000 架。国产大飞机项目持续推进，C919 即将进入批产交付阶段，中俄联合研制的 CR929 未来销量可观，建议关注大飞机制造产业链投资机遇，材料端建议重点关注钛合金板块的投资机会，军机代际升级+民用机型量产驱动钛合金长期成长，推荐宝钛股份、西部超导。

三、重点个股

赣锋锂业、华友钴业、宝钛股份、火炬电子、菲利华、楚江新材

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 2.83%，沪深 300 下跌 3.48%。电新板块下跌 0.75%，跑赢大盘指数。

二、行业动态与展望

（1）动力电池产业链价格

本周部分锂电材料产业链价格趋势呈环比持平态势。方形铁锂动力电芯 0.53-0.55 元/wh 左右，方形三元动力电芯 0.65-0.70 元/wh 左右。方形铁锂电池 PACK 0.68 元/wh 左右，方形三元 PACK 0.83 元/Wh 左右。金属钴价格环比持平，报价 27.50 万/吨。碳酸锂价格环比持平，报价 4.10 万元/吨。氢氧化锂价格环比持平，报价 4.20 万元/吨。三元正极 523 价格环比持平，报价 11.85 元/吨；622 价格环比持平，报价 12.95 万元/吨；811 价格环比持平，报价 17.45 万元/吨。磷酸铁锂价格环比持平，报价 3.50 万元/吨。钴酸锂价格环比持平，报价 21.75 万/吨。负极（中端）价格环比持平，报价 3.75 万元/吨。电解液（三元）价格环比+8.57%，报价 3.80 万元/吨。湿法隔膜（中端）价格环比持平，报价 1.20 元/平方米。

（2）中国 11 月份新能源车销量 20 万辆，同比增长 104.9%

中汽协 11 日公布，中国 11 月份汽车销量 277 万辆，同比增长 12.6%。11 月份新能源汽车销量 20 万辆，同比增长 104.9%。

（3）大众将在 2023 年推出续航达 700 公里的电动车

大众集团纯电轿车 ID.6 预计在 2023 年上市，续航里程将达到 700 公里；

展望：11 月份数据出来后，国内新能源车销量中，自主消费略超预期，低于预期的需求部分是国内运营类车辆需求。主要原因是和疫情密切相关，在 2021 年全球新车型进一步加速推出以及运营类车辆需求恢复的情况下，中国的新能源车销量增速将同比增速较高。

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-4.47%，HS300 指数-3.48%。江淮汽车、拓普集团等表现较好；上汽集团、长安汽车等表现较差。

二、行业动态及趋势展望：

【中汽协：11 月汽车销量同比+12.6%、环比+7.6%】

中汽协统计，2020 年 11 月国内汽车销量 277 万辆，同比+12.6%，环比+7.6%；1-11 月累计销量 2247 万辆，累计同比-2.9%，降幅较 1-10 月收窄 1.8 个百分点。

（1）乘用车：11 月销量 229.7 万辆，增长 11.6%；1-11 月累计销量 1779.3 万辆，下降 7.6%；

（2）商用车：11 月销量 47.2 万辆，增长 18.0%；1-11 月累计销量 467.6 万辆，增长 20.5%；

（3）新能源汽车：11 月销量 20.0 万辆，增长 104.9%；1-11 月累计销量 110.9 万辆，增长 3.9%；其中纯电动车销量 16.7 万辆，同比+100.5%；

（4）中国品牌乘用车：11 月销量 95.0 万辆，增长 17.7%；1-11 月累计销量 670.3 万辆，下降 10.7%。

1-11 月销量增速居前的自主品牌乘用车企业主要有：一汽（+22.9%）、长安（+24%）、奇瑞（-3.3%）、吉利（-5.5%）、长城（-7.7%）。

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 2.83%，中小板指数下跌 3.48%；申万通信指数大跌 5.3%，申万电子指数下跌 3.42%。

本周市场指数出现明显下跌，通信和电子板块在本周更是跑输大盘，其中通信板块大跌了 5.3%，在本周的 12 月 7 日，3GPP 决定 5G 最新演进版本 R17 冻结时间进一步推迟半年，即 2022 年 6 月完成版本协议代码冻结。应该说此次 R17 冻结时间的推迟是在意料之中，此前，中国电信研究院 3GPP 标准团队负责人陈鹏博士曾公开表示，5G Rel-17 标准化工作已于今年第二季度正式启动，暂定于 2021 年 9 月完成标准冻结，但延期的可能性很大。据悉，受新冠疫情影响，3GPP 取消了今年所有的线下会议，标准化会议从原先的面对面会议，改为以电子邮件讨论为主、电话会议为辅的会议方式，同时会议议题内容上也有所缩减，整体工作节奏和推进效率都受到了影响。因而 R17 标准冻结时间推迟的主要原因与 R16 类似，主要受新冠疫情的持续影响。关于此次 R17 冻结时间推迟半年对 5G 的发展的影响，我们认为有负面影响，但是在实际层面影响不大。此前 R16 版本侧重于 URLLC、V2X、移动性增强、垂直网络等方面的增强，并在 Rel15 基础上进一步优化各种性能指标并提升现有功能的效率。而相比 R16 标准，R17 标准将更全面的覆盖垂直行业能力，对边缘计算、网络切片等基础能力做进一步的增强，同时将用户体验保障、商业模式等问题纳入考虑。近期广受关注的“天地一体化”通信，包括运用卫星、无人机等手段提供 5G 连接，都有可能会在 5G R17 标准中出现。所以在 R16 标准冻结之后，5G 能力已经较为全面，无论是通信厂商、电信运营商还是终端厂商、应用开发商，都可以基于 R16 版本实现产品的落地。此次 R17 冻结时间推迟半年更多的影响是对市场的预期以及对 5G 建设进度的信心，当前来看可能会加一部压制通信板块估值和股价的表现。

电子方面，本周有媒体报道，一位接近高通的消息人士表示，高通与荣耀的谈判进展非常乐观，双方已接近达成供应合作，而在此前高通举行的“2020 骁龙技术峰会”上，就荣耀从华为剥离一事，高通总裁安蒙曾表示，期待未来同荣耀开展合作。同时在 12 月 10 日第一财经报道，从联发科方面独家获悉，目前联发科也正在通过法务和美国商务部对恢复荣耀供货进行沟通。我们认为，未来荣耀获得高通和联发科的恢复供货将比较乐观，这也将有利于国内安卓手机产业链的进一步发展。

半导体方面，产能紧张在需求提升的映衬下仍有加剧的迹象，当前芯片工艺不断往更高制程进发，下游来自于 5G、物联网等需求持续旺盛，供不应求的局面或将持续到 2021 年，整个半导体产业链从设计到制造再到封测的各个环节都将维持在较高的景气周期，我们继续推荐兆易创新、中芯国际和长电科技。

风险提示：市场系统风险，5G 建设低于预期，iphone 12 销售低于预期，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、12 月 10 日，中芯国际全球销售及市场资深副总裁彭进在 ICCAD 2020 高峰论坛上发表主题演讲《IC 制造需要长期艰苦奋斗》时提到：“如果说 IC 设计业要再埋头苦干 10 年，我觉得制造业起码还要二三十年，三五十年也很正常。”彭进表示，去年曾预计 2020 年中芯国际将显著扩产，以满足客户的需求，包括 8 英寸增加 2.5 万片，12 英寸增加 3 万片。但实际则在过去一年里完成了 8 英寸 3 万片，12 英寸 2 万多片的扩产，但产能依然十分紧张，这主要与两个原因有关。彭进进一步指出，第一个原因就是市场的需求增长远超预期。包括 5G 的到来推动手机和基站对芯片的需求增长，据高通预测，今年全球 5G 手机出货量将达到 2 亿部，明年将达到 5.5 亿部，2023 年则将超过 10 亿部。而手机从 4G 升级到 5G 时，旗舰手机套片的价格从 60-75 美元增长到了 100-150 美元，每部手机的 PMIC 芯片数量也从平均 4-5 颗增加到了 7-8 颗。除了 5G，汽车网联化、IoT/智能家居需求持续上行以及新冠疫情宅经济效应带动服务器、PC 大幅增长，也导致了市场对芯片的需求急剧增加。关于产能紧张的另一个原因，彭进表示是因为扩产的速度很难以追上需求的增长，这也与多个方面有关，一方面是今年在疫情影响下，全球主要供应商暂停出货，即便设备进厂了也没有团队来安装，这直接导致产能的扩充进度延期。另一方面，市场化的价格不断增长，晶圆代工厂扩产需要更加谨慎。彭进强调，要根据市场和客户需求来进行判断和投资扩产，因为在一年以后产能开出时，必须还能保证有足够的市场来填充产能。而扩产除了需要足够的资金，还需要人才、时间的累积、IP 的累积以及客户的信任。

计算机（黄翱）

一、行情研判：

本周申万计算机指数下跌 4.2%，板块成交额 1736 亿元，沪深 300 指数下跌 3.48%。自我们认为进入可配置区间以来，计算机行业累计共下跌约 6%。本周成交金额依然很低，市场情绪仍处于低点区间。

复盘全年，计算机行业自 7 月初大涨以后，持续下行，低于我们预期。我们认为主要影响因素是：

（1）计算机公司订单快速复苏，我们此前预计市场更关注订单，但实际更关注业绩。

（2）计算机行业受疫情影响利空大于预期，Q3 业绩复苏不明显。

（3）疫苗进展快，预示疫情有望结束，计算机尽管是顺周期板块，但受流动性和风险偏好影响大，疫情结束带来顺周期行情，但流动性收紧却利空计算机板。

考虑到 2021 年板块复苏确定性强，叠加新技术有望成为新动力，我们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。

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 订单和业绩应低基数效应，同比大幅确定性高，春季躁动值得期待。

二、投资观点：

1、科技创新获中央高度强调，是 21 年计算机行业主旋律

（1）中共中央政治局会议强调自主可控

中央 12 月 11 日召开会议分析研究 2021 年经济工作，会议中专门强调“强化国家战略科技力量，增强产业链供应链自主可控能力，形成强大国内市场”。我们认为信创领域的基础软硬件是我国自主可控能力的不可或缺的一环。

（2）人民日报评论社区团购时强调突出原始创新能力

12 月 11 日，人民日报针对社区团购发表锐评，提到“习近平总书记反复强调，要把原始创新能力提升摆在更加突出的位置，努力实现更多“从 0 到 1”的突破

（3）科技创新关注信创、云和 5G+AI

信息技术发展积累了海量数据，受益于数据精确分析处理和智能化应用的技术工具成熟，当前已站在数据智能景气大周期的起点。数据和算法除了流量变现，更重要的是实现科技创新，进而形成经济增长新引擎，强化国家竞争力。

数据智能时代，云计算、5G、AI、IOT 是必不可少的工具，IOT 实现全面精准采集数据，5G 实现及时可靠传输数据，云技术实现低价灵活存储计算数据，AI 实现智能化理解和应用数据。此外，信创网安是数据智能应用的必要保障。

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