

机构投资者一周观点精粹-2021.09.25

(荟萃行业近 50 余位机构投资者观点，纵览一周市场大事小情，如有遗漏欢迎补充)

阅读指南：大家可以根据自己感兴趣方向选择研究。另：本文内容均不涉及荐股，仅作为研究参考，望知悉。

目录

- 1、宏观方面包括：8 月经济数据点评、8 月财政数据点评、美联储 9 月议息会议点评、十年美债收益率破 1.4%点评、孟晚舟回国点评
- 2、行业与板块方面，本文给出了八个板块点评分析内容：
 - 1) 电力板块：行业最新观点梳理，汇总行业 11 家机构点评观点
 - 2) 医药板块：行业最新观点梳理，以及康复医疗、医美、口腔等行业点评
 - 3) 食品饮料板块：行业最新观点梳理，包括白酒、调味品、大众品等
 - 4) 半导体板块：行业最新观点梳理，半导体设备月度数据点评等
 - 5) 周期板块：行业最新观点梳理，包括煤炭、化工、水泥等细分
 - 6) 汽车板块：行业最新观点梳理，9 月新能源汽车销量展望等
 - 7) 华为鸿蒙、欧拉：概念最新观点梳理等
 - 8) 稀土板块：行业最新观点梳理，五矿稀土战略重组事件点评等

注：最近 5 个交易日内，**一级行业角度**，公用事业、食品饮料、医药生物、休闲服务、农林牧渔涨幅排名靠前，有色金属、钢铁、采掘、化工、建筑材料等跌幅靠前。**概念板块角度**，除连板指数外，电力、火电、医疗服务、水电、风力发电等板块涨幅靠前，盐湖提锂、纯碱、锂矿、磷化工、工业金属等板块跌幅靠前。

正文

一、宏观

(一) 8月经济数据点评

主要数据：

①生产：8月规模以上工业增加值同比 5.3%，前值 6.4%。8月当月两年平均增速 5.4%，前值 5.6%。

②消费：8月社会消费品零售总额同比 2.5%，前值 8.5%。8月当月两年平均增速 1.5%，前值 3.6%。

③投资：1-8月城镇固定资产投资同比 8.9%，前值 10.3%，两年平均增速 4.0%，前值 4.3%。

(1) 制造业投资同比 15.7%，前值 17.3%，两年平均增速 3.3%，前值 3.1%；

(2) 房地产投资同比 10.9%，前值 12.7%，两年平均增速 7.7%，前值 8.0%；

(3) 狭义基建投资同比 2.9%，前值 4.6%，两年平均增速 0.2%，前值 0.9%；广义基建投资同比 2.6%，前值 4.2%，两年平均增速 2.3%，前值 2.7%。

④就业：8月城镇调查失业率 5.1%，前值 5.1%。

2 券商：1. **生产：生产走弱，采矿业、医药制造业表现突出。**8月工业增加值同比增长 5.3%，两年平均增长 5.4%（前值 5.6%），服务业生产指数同比增长 4.8%，两年平均增长 4.4%（前值 5.6%），俩大产业均进一步放缓。从主要行业增加值复合增速看，采矿业复合增速由 7 月的 -1.0% 回升至 8 月的 2.0%，主要是煤炭供需偏紧，稳价保供诉求下产量开始逐步释放。制造业当中，汽车制造业回落幅度较大，缺芯问题仍未缓解，黑色金属冶炼及压延加工增速回落，主要是受钢铁限产要求的影响，医药制造增速提升，主要是受防疫需求提升拉动。2. **投资：基建仍负增长但降幅收窄，制造业边际转弱，地产延续回落。**8月基础设施投资累计同比增长 2.9%，复合增长 0.2%（前值 0.9%），累计复合增速回落明显，但单月复合增速降幅收窄，不过仍为负值。8月新增专项债发行 4884 亿元，比 7 月的 3403 亿元已有提速，但落实到项目还需时间，此外地方隐性债务监管趋严导致地方平台融资仍受影响。基建投资当月增速仍为负值，说明强降水天气对工程开展仍有影响。当前经济下行压力加大，稳增长诉求提升，但跨周期调节为主的基调下，基建投资等逆周期调节手段预计发力有限，对经济托而不举。8月制造业投资累计同比增长 15.7%，复合增长 3.3%（前值 3.1%），累计复合增速改善，单月复合增速有所回落。8月投资回落的行业主要是化工、有色、金属制品，钢铁行业投资暂未公布，预计也有回落，主要是严控高耗能、高排放项目盲目上马力度加强，此外 8 月疫情反弹、管控增多，对制造业企业投资的开展和信心也有负面影响。展望后期，由于制造业企业利润率和产能利用率均在较高水平，金融对制造业支持力度不断加大，推动企业设备更新和技术改造，制造业投资仍有向好基础，但经济下行压力或逐步影响投资信心，使得制造业投资增速可能进入平台期。8月房地产开发投资累计同比增长 10.9%，复合增长 7.7%（前值 8.0%），累计和单月的复合增速均继续回落。去年以来政策对房地产企业融资端逐步收紧，但地产销售依然景气，房地产销售回款表现良好，随热点城市房价大幅上涨，今年二季度

以来政策对居民端购房开始陆续收紧，7月、8月房地产销售明显下滑，地产企业资金压力进一步加大，不断加快竣工、减少拿地和新开工。当前房住不炒政策基调不变，年内预计难有放松，地产投资延续回落走势。**3. 消费：疫情反弹拖累消费，就业形势稳定，未来消费仍取决于疫情变化。**8月社会消费品零售总额同比增长2.5%，复合增长1.5%（前值3.6%）。其中，商品零售同比复合增长2.4%（前值3.9%），餐饮收入同比复合增长-5.8%（前值0.9%），均明显回落，主要还是疫情冲击、活动管制的影响，尤其餐饮消费受到明显限制。表现好的品类包括化妆品、文化办公用品、药品（疫情拉动）、建筑装潢材料（竣工回升）。展望后期消费走势，仍取决于疫情变化，因为在就业优先政策支持下，今年以来就业形势总体较好，当前的失业率为5.1%，低于2019、2020年同期水平，居民的就业和收入有能力支撑消费的回暖。

（二）8月财政数据点评

主要数据：

- ①全国一般公共预算收入当月同比增速2.7%，前值11.1%，两年平均同比增速4.0%，前值7.6%；财政支出当月同比增速6.2%，前值-4.9%，两年平均同比增速7.5%，前值6.1%。
- ②全国税收收入当月同比增速8.1%，前值12.9%，两年平均同比增速7.6%，前值9.3%；非税收入当月同比增速-19.8%，前值-4.0%，两年平均同比增速-11.1%，前值-4.9%。
- ③政府性基金收入当月同比增速-14.4%，前值2.5%，两年平均同比增速-4.0%，前值6.8%；政府性基金支出当月同比增速-9.7%，前值-1.4%，两年平均同比增速8.9%，前值2.5%。

X 券商：2021年8月财政收入增速放缓，两年平均同比增速4.0%，下降3.6个百分点。在税种结构方面，个税两年平均增速仍维持较快增长，录得16.3%；增值税两年平均增速上涨，录得6.0%，恢复情况较稳定；消费税两年平均增速为11.1%。企业所得税增速有所回落，对税收有一定拖累。未来企业利润增长放缓、研发相关税收优惠力度加大，或使企业所得税增长总体继续放缓。**8月财政支出增速由负转正，当月同比录得6.2%，两年平均增速7.5%，民生类支出稳定，科技支出助力科技研发领域，基建类支出总量在支出中占比较历史同期有小幅上升。**但从支出进度上看，仍为偏低水平，预计全年支出将不及预算。总体来看，财政收支体现出财政政策整体的跨周期调节思路。**8月政府性基金预算收入增速显著下滑，两年平均增速录得-4.0%，支出提速，两年平均增速录得8.9%。**受多地集中供地暂缓、部分集中供地城市土地出现流拍等因素的影响，土地出让收入大幅下降。后续仍需密切关注房地产销售降温、集中供地对土地出让收入，乃至基建投资的影响。**8月新增地方债券发行有所上升，但整体发行进度仍偏低，未来发行或将明显提速。**根据发改委9月16日的新闻发布会，指出“要进一步提升财政政策效能，加快全年3.65万亿元地方政府专项债券发行和使用进度”。因此，年内专项债发行将提速，不过在土地市场入冬、部分专项债支出预留到2022年初的背景下，年内基建投资的回升力度有限。

（三）美联储9月议息会议点评

会议内容：9月议息会议，美联储维持基准利率和购债规模不变，声明中提及“如果进展大致如预期，则资产购买步伐可能很快就会放缓”。**利率工具方面**，在本次议息会议上，美联储继续将基准利率维持在0-0.25%不变；**资产购买方面**，美联储称“如果进展大致如预期，则资产购买步伐可能很快就会放缓”，并重申将“在实现委员会的最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展之前”，继续以每个月不低于800亿美元的速度购买国债、以每个月不低于400亿美元的速度购买MBS。**经济预期方面**，美联储增加了“近几个月，受大流行影响最严重的行业情况有所改善但病例增加延缓了复苏进展”，通胀的描述由“上升(has risen)”改为“位于高位(is elevated)”，但仍是暂时的。

G 券商：1、Taper 时点预测：最新公布的9月经济预测显著调低了2021年预期GDP增长率，调高了失业率与通胀预期；但鲍威尔讲话略微偏鹰，他认为并不需要“很强”的就业数据支持，仅需按照一定节奏恢复即可。只要Delta病毒没有对经济复苏形成意外冲击，年底开始Taper、明年中结束Taper为大概率事件。**2、加息预期：**虽然美联储坚持指出Taper并不是加息的“直接信号”(Direct Signal)，加息的前提是就业和通胀要满足“更为严格的测试”。但最新公布的经济预测显示，18位代表中有9位预测明年将加息1次，17位认为2023将至少加息1次，预计到2024年底将加息6-7次，加息预期较6月预测结果明显增强。**3、资本市场影响：**关于年内Taper，此前市场已有充分预期，本次议息会议基本确认了11月发布Taper计划表，较前期官方表述并未提前，美三大股指反应较为积极，但对鲍威尔偏鹰的表述反应较为负面。后续经济数据走向将决定联储力度，四季度非农就业数据仍需密切关注。

(四) 十年美债收益率破1.4%点评

事件：美国时间9月23日，美国参议院多数党领袖舒默表示，白宫和国会就支出法案的框架计划达成一致。截止北京时间9月24日14点，十年美债收益率升至1.43%。

G 券商：1、本次美债收益率上升，主因是英国央行超预期鹰派、交易因素导致的利率联动效应。英国央行9月会议暗示收紧步伐可能提前，随后英国国债收益率大幅飙升，而由于利差交易等因素，英美国债收益率有很强的联动性，导致美债收益率被动跟随上行。**2、本次美债收益率上升，与美联储货币政策收紧预期的关系不大。**昨夜联邦基金利率期货隐含的2022年加息次数仅由0.9次升至1.0次，幅度可以忽略不计。此外，英国央行决议公布后，英国股市持续下跌，美股却持续上涨，也从侧面印证了这一点。**3、维持此前观点：年底前美债收益率上行压力有限，短期更应关注财政问题。**美联储货币政策前景已经十分明朗，不论Taper还是加息均已很大程度上被市场price-in，我们继续预计年底前美债收益率更可能偏震荡，难持续大幅上行。此外，美国财政预算和债务上限截至日期临近，政府关门风险可能会对短期美债走势产生一定扰动，并可能导致美股波动被显著放大。

(五) 孟晚舟获释回国，中美关系再现边际缓和信号

事件：孟晚舟与美国检方达成协议，孟晚舟获释回国，结束了 1000 多天在加拿大的拘留。

G 券商：孟晚舟获释回国，中美关系再现边际缓和信号，符合我们此前对中美关系边际缓和的预判，但该事件后续对华为的具体影响仍有待观察：1. 中方此前在中美天津会谈中提出的“纠错清单”之一就是撤销对孟晚舟的引渡要求，孟晚舟获释回国是中美关系边际缓和的又一重要信号。事实上，除了孟晚舟案之外，中方此前向美方提出的“纠错清单”和“重点个案清单”的部分其他个案也有一些边际改善，都共同反映出中美关系正在出现边际缓和的迹象。2. 该事件后续对华为的具体影响仍有待观察。对孟晚舟本人的指控虽然能够全部撤销，其本人也不必认罪，但在协议中孟晚舟承认了华为对 Skycom 的实际控制权以及对其关系的“不实陈述”，为后续美国司法部门起诉华为提供了证据，并且美国司法部门也表示正在为起诉华为做准备。华为在 2019 年时被美国加入贸易黑名单，并被指控经营犯罪企业、窃取商业机密和欺诈金融机构，但华为一直都予以否认。在中美双方诉求方面，我们认为美方依旧将在中国继续采购美国产品，提高市场开放度、透明度和包容性，取消对美关税做文章，同时在科技方面继续遏制中国高科技企业发展，继续限制对高精尖技术和设备的对华出口。中方诉求包括调降对华关税和两个“清单”（纠错清单和重点个案清单，其中部分内容已有改善）。依旧维持 6 月以来对中美经贸关系四季度边际缓和的判断。下一步是部分行业关税减免可能的落地。

X 券商：假若削减关税，金属制品、塑料制品及电气设备等有望受益。从美国自中国进口商品份额来看，中国对美出口仍以轻工消费品、纺织品和电气设备为主。美国对华上调关税也覆盖了上述商品类别。美国个人消费结构中耐用品已经回落，中国对美 To C 端出口将放缓，即便调降此部分商品关税也难以刺激消费。但 Q4 美国基建政策有望落地，未来 5 年美国地产投资高景气，对固定资产投资方向有提振。新能源政策又将直接推动能源、新能源汽车等制造业领域发展。换言之，往后看，中国对美 To B 端出口领域景气上升，一旦美国调降相关进口商品关税，将进一步提振相关企业出口利润。结合来看，金属制品、塑料制品、电气设备等领域或最为受益。

二、重点行业与板块

（一）电力板块

板块最新逻辑梳理：

H 券商：如果不重视电力股，意味着什么？如果不重视电力股，就会像 Q1 不重视中证 500、Q2 不重视煤炭股一样，因为从中证 500 到煤炭股到电力股，逻辑在一个链条上——都是电力更新周期在 A 股上的映射结果。如果不重视电力股，就会像 2017 年赚完“地产链”的原材料+可选消费的钱之后、2017 年底不去赚金融地产的钱一样，因为今年赚完“电力链”的资源品+电新制造的钱之后，该去赚电力股的钱。如果不重视电力股，就会像今年不重视海运股的机会一样，因为电力、运力、资源品都稀缺。

G 券商：中国将大力支持发展中国家能源绿色低碳发展，当前时点持续看好新能源运营商和风电板块。【新能源运营商】相关：太阳能、节能风电、三峡能源、林洋能源。(1) 以新能源消纳换能耗指标，利好绿色电力需求。绿色电力交易试点开启，将有效缓解存量补贴压力，并为增量项目提供额外收入来源。(2) 在加快建设以新能源为主体的新型电力系统过程中，运营商的作用重大。八大电力央企均提出积极的“十四五”新能源规划，总规模达到 468GW。(3) 为了更好的满足新能源建设需求，金融机构或将对新能源运营商加以支持：a. 对于拖欠的存量补贴，通过 ABS、ABN、REITS 对确权部分进行低息再贷款；b. 提供更多绿色贷款支持进行新平价项目建设。【风电】零部件板块相关：大金重工、金雷股份、泰胜风能、振江股份、日月股份、天顺风能；整机板块相关：三一重能（将上市）、运达股份、金风科技、明阳智能。(1) 当前时点，风电板块上涨的逻辑在于需求：“十四五”期间单年装机量维持 50GW 以上可能性较大。风电和光伏的估值剪刀差有望收窄。(2) 风电行业最大的股价弹性应来自于成本端下降，对经济数据及钢价的趋势判断则是核心：“金九银十”后，虽然供给端因冬奥限产政策有一定支撑，但钢价继续上涨或存在压力；若钢价下跌，风电零部件厂商盈利将迎来反转，并在 2022 年的业绩中兑现，且弹性最大；整机商 2021 年订单相对饱满，但毛利率或因今年低价订单稍受影响，应优选增速快或毛利率高的龙头厂商。

C 券商：电网深度：新型电力系统“新”在哪里？市场近期对新型电力系统关注度较高，但国网尚未出台纲领性解析文件，从今年以来的零散文件、表态、投资等信息中筛选归纳新型电力系统的建设情况和思路，并从中探寻投资机会。1、为什么是新型电力系统？双碳目标下，风光清洁能源装机和发电占比提升趋势确定，将对电网系统产生深远影响。目前国家明确提出以清洁能源为主体的新型电力系统建设方向，国网也积极表态，确定性成为十四五电网发展主线。2、新型电力系统包括什么？具体看，我们认为新型电力系统主要承担两大任务：对于发电端，提升清洁能源消纳能力；对于用电端，提升电能占终端能源消费比重以及节能减排。其中，清洁能源消纳能力提升是核心矛盾和国网重点任务，梳理发现其中五大方向投资建设确定性较强且投资景气较高，分别为抽水蓄能、调度系统、电网数字化、特高压、电力交易；此外，一些新型技术如柔直、交直流混联等也能有效解决清洁能源对电网的冲击，但目前尚处试点示范阶段，未来投资确定性

仍需跟踪。**3、什么环节受益？**我们认为未来电网投资呈现结构性景气，其中新型电力系统建设提升了电网数字化、电网智能化、特高压等环节的景气确定性，继续看好相应细分领域的投资景气。

G 券商：能耗双控政策发布，利好绿电交易及新能源装机需求。9月11日，国家发改委印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，方案提出完善能耗指标分配及分解落实机制，鼓励地方增加可再生能源消费、推行用能指标市场化交易等多项举措。**以绿电换能耗，刺激新能源装机需求。**方案提出，对超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重的地区，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核。推行用能指标市场化交易，加快建设全国用能权交易市场，可向能耗强度降低进展顺利、总量指标富余的省有偿购买总量指标。我们认为，通过以可再生能源电力消纳换取能耗指标的新制度，将鼓励政府超额完成可再生能源消纳目标，刺激企业加大使用绿电来满足能耗总量考核要求，从而推动绿电溢价及可再生能源装机需求增长。**重大项目能耗统筹规划，有望缓解光伏上游供给压力。**方案提出，国家层面将预留一定总量指标，统筹支持国家重大项目用能需求、可再生能源发展等。当前光伏行业上游工业硅、硅料等环节受限能耗指标压力，供给受到影响，新政策有望带动下绿电需求的同时，综合统筹可再生能源供给端能耗要求，可再生能源行业供需不平衡矛盾有望得到缓解。**能耗双控新政利好绿电及可再生能源装机需求增长，相关：**可再生能源运营商银星能源、太阳能、晶科科技、林洋能源、京运通、节能风电、三峡能源、龙源电力、金风科技等；受益可再生能源装机增长的通威股份、大全能源、天合光能、隆基股份、阳光电源、锦浪科技、固德威、德业股份、福斯特等，相关晶澳科技、晶科能源、信义光能、福莱特、运达股份、日月股份、新强联、明阳智能、东方电缆、天顺风能、泰胜风能、中材科技等。

Z 券商：双碳目标下，叠加消纳权重、特高压、一体化政策，大基地项目落地等催化，风光储装机有望超预期。据我们测算，“十四五”期间风电和光伏以及储能将分别实现年均新增装机 59GW、79GW 以及 22.6GWh；运营商层面，据我们统计，“五大四小”十四五期间装机规划 300GW+。此前市场一直认为运营类资产重资产，低周转，现金流差。但平价背景下，我们认为，运营类资产现金流将有明显改善，收益率也有保障（央企国企有最低 IRR 要求）；叠加“绿电交易”、CCER 等碳减排政策和工具的催化，新能源运营商迎来加速发展期，估值和盈利有较大上修空间。相关：行业高增+现金流、盈利能力改善，叠加“绿电”相关政策催化，运营商龙头迎来加速发展良机。**【华润电力】【三峡能源】【龙源电力】【中广核新能源】【大唐新能源】【福能股份】【节能风电】等。**

Z 券商：多重利好释放，新能源运营加快发展，关注优质风电运营商。完善能耗双控制度出台，鼓励增加可再生能源消费，对超额完成激励性可再生能源电力消纳责任权重的地区，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核，促进可再生能源消纳水平提升。绿电交易试点启动，以市场化方式引导绿色电力消费，实现有绿色电力需求的用户与可再生能源发电企业直接交易，促进绿色电力消纳的同时产生绿电溢价，推动新能源运营企业现金流改善及收入增长。老旧风电场“以大代小”更新试点开启，改造的风电场多位于风能资源较好的地区，改造后利用小时数有望提升，且老旧

风机被更大新的更大容量的机组替代，装机容量亦有望显著增长。随着老旧风电场“以大代小”更新推进，风能利用效率有望增长，未来风电运营商收入及盈利水平持续提升可期。相关：“双碳”目标下，新能源运营行业步入发展机遇期，当前政策利好不断释放，推动新能源运营加快发展。政策催化下，新能源运营商收入和现金流水平平均有望改善提升，相关：三峡能源、福能股份、中闽能源、节能风电、中广核新能源以及新能源转型的华能国际、华润电力、龙源电力。

G 券商：双控+绿电交易，电终于有了差异化，看好清洁能源运营商及风光产业链企业。以前我们常说，电力是无差异的产品，不存在水电的电适合煲耳机，火电的电适合打游戏这种差异。但由于能耗双控和绿电的引入，电力终于有了差异化，这对于电力行业是有重大意义的。**1、绿电：**日前组织的绿电交易，交易价格在风电、光伏现价基础上平均提高了 2.7 分/千瓦时，买方购买绿电的主要诉求是企业自身的双碳追求、出口导向满足欧美碳足迹要求等，交易溢价体现了绿电的差异化。注意，目前绿电主要指光伏风电，后续有望拓展至水电。**2、双控：**能耗双控目前是市场上最为关注的领域之一，也是当前市场的核心主线，受能耗双控限制，地方用能压力较大，导致供给端无法匹配需求的扩张，产品价格大幅上涨。部分地区甚至出现拉闸限电电压减产。而能耗双控最新文件说明，鼓励地方增加可再生能源消费，超出最低可再生能源电力消纳责任权重的消纳量不纳入该地区年度和五年规划当期能源消费总量考核，也就是说，企业如果想超额用能，用可再生能源就可以，自己建 or 外购都可以。注意，这里的可再生能源也包含水电。**电终于有了差异化，这是电力史上的一件大事，可再生能源可以用来满足双碳追求、碳足迹要求以及在双控框架内为企业提供增量的电力赚取超额利润。**这将促进可再生能源电力交易、继续扩大绿电溢价、增加企业及地方自建清洁能源电站的诉求！清洁能源的电力价值将重估！相关：1) 新能源运营商、水电运营商及业务占比较大企业：三峡能源、中闽能源、节能风电、明阳智能、金风科技、林洋能源、国投电力、长江电力等；2) 智能电网企业：国电南瑞、林洋能源、宏力达；3) 新能源光伏、风电产业链领军公司。

X 券商：新能源运营商及产业链价值亟待重估。最近有几个信息值得重点关注，指向了一个问题——电以后也分“酱香型”和“浓香型”了，在全球碳中和，中国 2030 碳排放达峰迫在眉睫的大背景下，加速了新能源电力的价值发现。①发改委上周发布的《完善能源消费强度和总量双控制度方案》后续也发布了官方解读，其核心内容总结为一句话——能耗双控是地方政府主官长期 KPI 核心指标，要多用能(电)就必须大力发展新能源——若使用新能源比例达到激励目标，则在最低比例消纳以上的新能源用电量不计入能耗指标，即#想要多用电就必须用新能源努力去完成激励目标并且尽可能多用电。②上上周北京和广州电力交易中心进行了绿电交易，首期交易 90 亿度电，溢价 2-5 分/度，主要采购方是对绿电有需求的企业（比如出口欧洲追踪碳足迹的），未来看需求。影响评估：根据①事件的影响，我们大致测算了一下，按照 2021 年规则会驱使地方政府增发 1200-1300 亿度新能源，未来这个电量会更大，势必激发地方政府大幅度投入新能源建设以完成激励目标，进而实现及格线以上新能源发电量均不计入能耗指标多用电。根据②事件的情况，我们预计明年绿电交易的规模和频次，明年可能继续扩大，在①事件影响下，绿电的交易的热情和价格信号会更加明确。简而言之：这些信号表明，地方政府必然大幅度投资新能源同时风光发出来的电（酱香型）

会有明显溢价。方向：目前还是炒逻辑阶段，后续业绩兑现需要节奏和时间，会持续出现上传的机会。①直接利好风光运营商：风光运营商我们主要看两个——资产质量+扩张能力，扩张能力好理解，资产质量主要指的是——存量资产限电情况（一般一二类区域限电比较严重），应收账款占收入的比重。相关：三峡能源、龙源电力、金开新能、晶科科技、正泰电器、林洋能源、大唐新能源、中闽能源、福能股份、太阳能、节能风电、金风科技、天顺风能。②风光产业链：比较好理解，当前风电和运营商类似于 19 年 Q4，基本面还在底部但逻辑已经启动，价值重估正当时，后续随着业绩波动，持续有上车机会。光伏：晶澳、通威、隆基、天合光能、东方盛虹、阳光电源、联泓新科。风电：运达股份、金雷股份、新强联、天顺风能、恒润股份等。

Z 券商：电力板块整体上涨主要由于近期电价政策松动和新能源利好催化因素频发，给相关赛道佳、低估值的火电转型电力运营商带来重估机遇。**多省接连宣布允许煤电价格标杆上浮，且放开趋势有望扩大，年初至今市场电持续走高，利好火电企业。**当前蒙西、宁夏、上海等地已经宣布允许煤电市场交易价格在基准价格上浮 10%。我们认为在当前电力供需形势较为紧张，发电侧火电市场电价上行甚至在标杆水平上浮已成为必然趋势，并有望在全国范围扩大在新型电力系统构建过程中，火电虽然逐步转型为调峰电源，但对电网稳定性依然起着至关重要的作用。火电企业有望迎来估值修复。**从煤价角度来看，**近期国家发改委、能源局联合派出督导组、赴相关重点省份和企业、港口开展能源保供稳价工作督导；21 年上半年煤价持续处于高位，下半年对于煤价成本稳定的预期走强有望带来对火电板块的情绪利好及估值修复。**从新能源转型来看，**当前我国新能源运营商后平价时代成长依然稳健，是实现碳中和的主要力量。在 2060 年碳中和大目标下，我们测算 2060 年风光发电量有望达到目前 20 倍，风光发电量年均增速有望达到 7.5%，新能源增长确定性较高，将持续迎来较大规模投资。另一方面，大容量风机等新能源设备技术发展带来的成本下降也将为新能源运营商带来更高的投资回报。对传统电力转型新能源龙头标的全面看好，相关：具备项目可持续开发能力、资金雄厚的新能源运营商标的；以及低估值、高分红、加速转型的传统电力个股机会（华润电力、中国电力、华能国际）。

T 券商：近期绿色电力方面的政策持续催化，一方面是绿电交易试点的执行，明确了绿色电力在交易中的溢价（首批溢价 3-5 分/度），另外能耗双控政策在能耗指标上对绿色电力的倾斜提高了主体对绿电的需求，量价提升打开运营商的估值空间。**行业成长性已被认可，**碳中和打开了风电光伏的装机规模的空间，运营商未来 30 年具备确定性的成长属性，上游扩产后有望使未来项目盈利超预期，参考今年风机价格下跌后风电项目盈利上行。**电价政策正在逐步理顺，**局部地区的供需偏紧叠加煤炭成本提升，部分地区电价已实现上涨，火电盈利随电价上行明年有望盈利反转，且未来新能源的大量接入对电网调峰能力需求提升，灵活且经济的火电越发不可或缺，重要性将被逐步认可。相关：火电转型新能源标的【华能国际（A+H）】【华润电力】【华电国际（A+H）】；新能源运营商【龙源电力】【福能股份】【三峡能源】【吉电股份】等；水电【川投能源】【华能水电】【国投电力】【长江电力】。

Z 券商：电力装备更新。1、近期电网装备、核电装备等环节关注度都比较高，一

方面可能与目前电力比较紧张的背景有关，另外新型电力系统可能确实会带来一些变化和机会。2、电网投资在过去5年都基本没有增长，2015年之后中国电力系统大反思，投资行为都还比较节制。向未来展望，国内的电力投资应中枢确实可能有所回升（用电量恢复、电网资产利用率比较高了），终端能源消费中电力继续提升是长期态势，大部分用电方式还是在线用电，这个主要就需要靠电网体系来支撑，不过目前综合来判断，国内电网投资的回升可能是温和和渐进的（可能不是短期就激增）。这里面既有解决1000公里输送的特高压有需求，解决10公里的配网扩容需求，解决最后10米的用电设施有确定性需求，解决最后1cm的电力电子可能比较超预期。3、电网是最大的人造控制系统，其智能化程度一直都很高，市面所讲的智能化，可能大多数都不能算大进步，向未来看，靠谱的结构性的机会可能存在于：a、新能源并网与消纳，b、大规模储能，c、城市配用电系统扩容与升级，d、电力电子的更广泛使用以及电能质量治理需要。4、电力设备行业格局比较有序，主流公司经营质量都比较高，并且海外市场都开始产生贡献。相关：思源电气、国电南瑞、四方股份、特变电工；其余：正泰电器、良信电器、林洋能源、中国电建（建筑覆盖）、中国西电、许继电气、长缆科技、安靠智电等。5、关于核电，投资确实可能会有所加强，壁垒也比较高，相关公司：东方电气静默期无建议、上海电气、江苏神通（机械覆盖）、久立特材（军工覆盖）。

（二）医药板块

板块最新逻辑梳理：

G 券商：为什么我们提前上调了医疗行业评级？医疗板块大涨之后怎么看？板块的盈利能力和成长预期没出现问题，而短期市场对政策极端化的担忧导致了极端定价，向后看，只要以时间换空间，医药板块的估值肯定要修复回来。关节集采落地（政策忧虑的钝化）、估值切换行情（性价比进一步突出）、Q4 是传统意义上医疗需求旺季等因素是催化这一行情的重要因素。我们认为医疗板块的这种向上行情是具有持续性的，而 Q3 和 Q4 的季度业绩将会是行情的最好催化剂。对于下半年医疗板块的投资策略，我们主张稍向左侧移动，头部成长品种与性价比品种（GARP, Growth at a Reasonable Price）并重，重点关注头部医疗器械、器械出口、血液制品、生长激素、化学发光、常规疫苗、头部医美和医疗服务等领域。周五的医疗板块正是沿着这两个战略方向展开。一方面头部成长标的（如医疗服务、消费医疗、医美等）仍然是板块内长期成长确定性最强，长期空间最明确的标的，但前期相对估值较高。估值水平经过大幅度的回调后，一旦板块迎来资金关注，仍然是反弹的最优先方向之一。另一方面，随着市场对控费政策的过度恐慌逐渐平复，以及市场对医疗板块的重新关注，许多优质性价比成长（比如优质医疗器械、生长激素、化学发光、血液制品）性价比优势强，GARP 策略的价值重放光芒。相关：头部成长：迈瑞医疗、时代天使、爱尔眼科、通策医疗、爱美客、天坛生物、华熙生物、智飞生物、康泰生物、欧普康视等；GARP：迈瑞医疗、长春高新、华兰生物、新产业、安图生物、锦欣生殖、海吉亚医疗、博雅生物、安科生物、南微医学、金迪克、心脉医疗等。

T 券商：《深化医疗服务价格改革试点方案》落地，由点及面，渐入佳境。政策背

景：医疗服务价格调整体系框架基本形成。2021 年 8 月 31 日国家医保局、国家卫健委、国家发改委等八部委发布《深化医疗服务价格改革试点方案》，目标通过 3 至 5 年的试点，探索形成可复制可推广的医疗服务价格改革经验。到 2025 年，深化医疗服务价格改革试点经验向全国推广。**改革思路**：有升有降，但预计以升为主。主要提价项目包括：诊疗、手术、护理、康复、儿科、精神、中医等，优先考虑技术劳务占比高、成本和价格严重偏离的医疗服务项目，重点提高体现技术劳务价值的医疗服务价格。整体而言，我们认为目前医疗服务价格大多制定时间较为久远，预计未来调整将以升为主。**各省进展**：①2021 年 5 月根据云南省公示的《云南省 2021 年省级公立医疗机构医疗服务价格调整方案》，云南省共调增项目 1113 项，平均增幅 36.4%；调减项目 187 项，平均降幅 20.1%。②2021 年 9 月贵州省医保局等四部门关于做好医疗服务价格动态调整工作的通知指出，调价空间主要按照“历史基数”+“合理增长”的方式确定，满足相应条件可上调医疗服务价格。**观点**：1) 公立突出公益性，全面利好民营医疗。方案指出，坚持公立医院的公益属性，严格控制公立医疗机构实行市场调节价的收费项目和费用占比，不超过全部医疗服务的 10%。避免冲击基本医疗服务的主体地位。非公立医疗机构提供的医疗服务，落实市场调节价政策，合理定价，纳入医保支付的按医保协议管理。民营医疗服务将带来两个受益：1) 整体服务价格提升将在收入端带来增量，2) 获得更好的相对性价比，优质民营医疗机构在新的价格体系下，相比于公立医疗机构将更具有性价比。2) 相关：国际医学，三星医疗，通策医疗，爱尔眼科，康宁医院(H)，锦欣生殖(H)，信邦制药，盈康生命，海吉亚医疗(H)

K 券商：康复医疗行业深度：政策+需求双轮驱动下的优质赛道。1) 康复医疗服务供不应求，转诊机制下民营增长空间大：康复医疗终端受益者众多，各细分市场的需求覆盖度较低，在人口老龄化、政策推动、康复理念等因素推动下，康复医疗服务具备较大发展潜力。从供需来看，早期康复介入较为缺乏，二级及以下康复医疗机构人才、设备资源较少，导致各级康复医疗机构间转诊渠道不通畅。在供需严重不均情况下，民营康复医院能够对康复服务供给起到重要补充，且转诊机制下拥有自然获客来源，凭借差异化优势发展空间大。2) 政策、医保、医院、医生等促进康复医疗服务持续扩大：从政策来看，我国政策持续推动康复医疗服务供给扩大，《关于加快推进康复医疗工作发展的意见》对康复医疗及相关产业链构成重大利好，《深化医疗服务价格改革试点方案》为康复类以技术劳务为主的医疗医技学科提供发展新机遇。从医保来看，康复医疗纳入医保范围项目逐步增加，支付方式从服务付费发展至按床日付费，目前探索 DRGs 支付，逐步提高支付合理性。从医院端来看，在降低药占比，改善医疗服务的趋势下，医院端对医疗服务更加重视，且在转诊机制下，民营康复医疗机构运营压力减少，专注提升医疗服务能力。从医生端来看，通过促进原有医疗人才转型，以及加大康复医学生培养力度扩大康复人才储备。3) 康复医疗适合民营医院发展：康复医院对高价值设备、高级康复治疗师的依赖性较低，降低运营门槛。康复医院一般筹建期为 1-1.5 年，公立医院在加快床位周转的动力下，有意愿将需康复患者向康复医院转诊，由此民营康复医院获客成本低，在拥有一定品牌力及充足医生资源下，盈亏平衡周期偏短，且盈利能力稳步提升，有望达到 20% 左右净利率。从竞争格局来看，优质康复医院集中于北京、长三角及珠三角地区，民营康复医院尚未形成大连锁龙头，行业集中度分散，随着三级医疗康复体系逐步完善，转诊机制逐

步健全，预计民营康复医院能够迎来快速发展，而具备区位优势、特色专科、强大管理能力、更多人才储备的民营康复医院拥有更大竞争优势。相关：我们认为以下标的已经具备一定康复医疗服务规模，旗下康复医院凭借差异化优势经营良好，未来具备较大发展潜力，相关：盈康生命、国际医学；受益：三星医疗、华邦健康、大湖股份、澳洋健康、和佳医疗。同时，康复器械板块在康复医疗服务扩容下也有望迎来快速发展，相关：翔宇医疗；受益标的：伟思医疗、普门科技。（排名不分先后）

G 券商：医美赛道前景广阔，近期行业政策对广告监管加码，我们认为对合规市场的影响有限，持续提升规范度，利好行业龙头。【爱美客】重磅新品“濡白天使”注射牌照首批授权完成，截至 8 月底授权 145 名医生，9 月联合百家机构首发，有望引领“填充+再生”产品热潮；【华熙生物】于 9 月 23 日新推出润百颜第 3 代次抛精华，玻尿酸分子量达 800Da，可渗透至真皮补水，持续用独家科技推进玻尿酸护肤发展。功能性护肤赛道具备高成长性，优质龙头【贝泰妮】卡位敏感肌赛道不断拓圈，持续推进多品牌孵化战略。主品牌薇诺娜除特护霜/防晒乳等大单品外，水泵霜/冻干面膜等推新亮眼，更有美白淡斑/祛痘调理等产线储备；子品牌“薇诺娜宝贝”下半年有望发力，贡献第二增长曲线。相关：我们持续看好医美及化妆品赛道的长期景气度，【爱美客】22 年 86X PE，【华熙生物】22 年 81X PE，【贝泰妮】22 年 79X PE，【四环医药】【复锐医疗科技】及优质下游服务机构【朗姿股份】。

T 券商：看好口腔产业链：共同富裕核心主线。国内口腔产业链上下游正处在蓬勃发展进程中，尤其是随着整体收入水平的提升，口腔的防治可显著改善生活质量，是共同富裕背景下的核心主线。**1. 下游口腔医疗服务：**供给和需求共振，推动渗透率快速提升。根据医趋势预测，中国口腔产业 2016-2018 年平均增速为 17.23%，国内口腔医疗机构规模约 10 万家左右，相较于欧盟和中国人口基数的差异，中国医疗机构数量尚有较大的增长空间。《健康口腔行动方案（2019—2025 年）》明确，要发挥市场在口腔非基本健康领域配置资源的作用，鼓励、引导、支持社会办口腔医疗、健康服务机构参与口腔疾病防治和健康管理服务。**2. 中游设备及耗材：**1) 以光技术为产品核心的口腔扫描仪领域国内尚有广阔空间。2) 口腔医学影像领域国产化提速。2012 年以美亚光电、郎视为代表的国内厂商开始切入 CBCT 市场，打破国外设备商垄断情况，目前 CBCT 已初步实现国产化。3) 中游耗材：技术驱动+案例积累，头部企业快速发展。口腔领域使用的耗材种类丰富，包括种植产业链的义齿、种植体、口腔修复膜，和正畸产业链的隐形矫治产品等。正海生物口腔修复膜复合增速近 20%，时代天使隐形正畸产品复合增速达 32%。**3. 上游：**平板探测器：奕瑞科技、康众医疗是口腔领域影像设备——口腔颌面锥形束计算机体层摄影设备（CBCT）、口腔曲面体层 X 射线机（口腔全景机）等产品的核心零部件——平板探测器的供应商。相关：通策医疗、时代天使（H）、现代牙科（H）、先临三维、美亚光电、奕瑞科技、康众医疗、正海生物、奥精医疗。

（三）食品饮料板块

板块最新逻辑梳理：

1. 白酒

Z 券商：低估值+事件催化。茅台：茅台临时股东会高管释放积极沟通信号，构成事件催化。基本面上，中秋反馈需求仍然旺盛，公司加大投放和价格管控力度，渠道调整和产品结构优化推动吨酒价格提升。21-23 年 EPS 为 41.3、46.6、52.5，对应 22 年 35X，明年落地概率极大。五粮液：最具性价比标的，业绩兑现度高，无风险底部加仓标的。普五批价短期波动与渠道量增有关，终端动销同比高增。经典五粮放长眼光。预计明年 999 打款占比持续提升，叠加产品结构优化，量价均衡增长。21-23 年 EPS 为 6.25、7.37、8.65，对应 22 年 26X，估值性价比凸显。老窖：未来三年较强阿尔法。渠道反馈公司下半年控货挺价，批价维持 910 左右，西南市场 920-930，发货进度 80-90%，库存总体良性。老窖经历多年投入，即将迎来收获。品牌势能提升，自然动销增强，全国消费氛围渐起，费用率受规模效应有所摊薄，看好未来 3 年利润弹性释放。21-23 年 EPS 为 5.20、6.56、8.24，对应 22 年 27X，一年维度享受确定性收益。

T 券商：白酒喜迎反弹，短期看有数据支撑。中秋前市场过分担心旺季动销情况，板块估值大幅回调，节后利空释放超跌后迎来反弹，今天上午迎驾贡、金种子酒地产酒涨幅居前，高端、次高端标的亦出现修复行情。与我们前期判断一致在于，向下有支撑，边际利好可短期刺激。根据 9 月以来的渠道调研反馈来看，高端白酒中秋回款及动销情况符合预期，五粮液 7 月、8 月放量较为明显，9 月份控货挺价以来批价趋稳，预计后续五粮液批价上行将会成为高端酒板块估值修复又一催化因素；国窖预计完成全年回款目标确定性较强（销售年度目标），据四川区域调研反馈，国窖预计 2021 年 10 月底完成全国 170 亿回款目标，发货预计可发 170 亿回款*90%=153 亿。2020 年 10 月底国窖回款完成近 130 亿元，发货口径约为 130 亿回款*95%=124 亿，2021 年发货口径同比 23%增速。2021 年中秋国庆国窖打款进度较 2020 年快，截至 2021 年 6 月底国窖发货进度同比稍慢，但 8 月 15 日发货以来经销商欠货已发完，当前发货进度恢复正常。渠道调研反馈，次高端白酒旺季动销表现出现分化，关注三季度业绩可持续高增标的。分地区来看，河南、安徽地区经销商打款情况不甚理想；分品牌来看，我们预计汾酒、舍得、酒鬼三季度可获得较高业绩增长。以河南地区为例，小酱酒价格预计将进一步下探，主要系水灾和疫情反复影响终端需求，部分酱酒品牌价格出现疲软后经销商信心受挫，部分经销商转而布局动销较好的清香品牌，汾酒销售表现较好。舍得依托老酒储酒开发老酒品牌，依靠有实力的经销商迅速打开老酒市场，预计 3 季度业绩高增可持续。内参仍在全国化铺货进程中，下半年依然有空间，预计下半年可实现业绩持续高增。此次行情属板块反弹，再次强调，白酒板块行情若反转需要满足任一的核心点：（1）茅台出利好，需领头羊拉动，约等于政策风向标；（2）中秋国庆白酒公司动销全面超预期；（3）次高端公司业绩持续不降速。综上分析，白酒板块数据强劲还是最强逻辑，相关舍得、汾酒、酒鬼。

Z 券商：贵州茅台：人事靴子落地，步入高质量发展。1、人事落地，进一步高质量发展。新任董事长丁雄军化工专业出身，曾任大学老师、基层干部、贵州省能源局党组书记等职务，履历丰富、年轻实干且接地气（47 岁）。十四五集团收入目标“世界五百强”，丁总重视公司高质量发展，入职茅台后深入了解公司生产、

销售等业务，和制约公司发展的关键问题，期待未来公司进一步优化和破解量价策略+产能瓶颈。新董事长也比较重视投资者，昨晚和今天早上跟投资者一个个亲自拜访。

2、茅台酒销量边际积极，预计 2022 年公司收入可达 12-15%。预计 21 年公司量增 5%左右，其中上半年收入增长 7.7%，量增约 3-5%，预计下半年量增约 5-8%；由于 2017-18 年公司基酒供给相对充足，预计 22 年茅台酒销量将更加积极，判断可达高个位数增长。目前茅台酒基酒产量达到约 5.6 万吨（阶段性划极限产能），但长期看产能仍有进一步突破空间，根据《仁怀市 2035 远景规划》，茅台酒产能目标 10 万吨；由于茅台酒扩产属于系统性工程，要兼顾环境、品质、社会需求等诸多因素，扩产仍在研究中，我们预计公司可以往中华村新厂区开拓产能。

3、茅台 1935 酒属于高档系列酒，类似于茅台酒的年份酒或精品。目前系列酒产能 3 万吨，2023 可以达到 5.6 万吨，由于 1935 采用 3-5 年的基酒，品质优于遵义 1935，产能相对有限，预计近几年的销量约 1000 多吨，中长期规划未定，今年预计 600 吨左右，目前尚未进入流通渠道，预计出厂价 788 元，市场期货价格 1300 元左右。

4、开箱政策属于阶段性量价策略之一，目的是减少炒作、降低社会库存、提高开瓶率，目前从结果上看，开瓶消费有所增加。“双节”旺季公司加大直销平台（商超、电商、自营等）投放，开箱政策仍在执行，目前中秋旺季已经结束，礼品需求下降，茅台批价较月初有所松动，其中箱/散装茅台批价分别为 3850 元/瓶和 2850 元/瓶，较上周末基本持平。不过公司也在评估开箱政策的合理性。

G 券商：白酒渠道节后更新（0921）。1. 山西汾酒：1) 整体进度：省内核心一批商已接近完成全年回款任务，河南、山东地区完成回款接近 9 成，预计 9 月底全国范围完成 2021 年回款任务；2) 量价、库存表现：玻汾及青花配额制延续，三季度价格刚性、低费用，结构上严控玻汾，放青花；我们估测 7 月收入增速 30%以上，8 月收入增速 60%以上，9 月环比加速；目前汾酒省内一批商库存 1-2 周，河南地区库存 10 天左右；复兴版青花 30 河南地区批价 900 左右，成交价 1000+，青花 20 批价 360，老版本青花 30 批价 850 左右。

2. 酒鬼酒：1) 整体进度：内参已完成全年回款任务，酒鬼省内已完成全年回款任务；2) 量价、库存表现：中秋季出货基本结束，我们估测酒鬼+内参 7-8 月合计增速 50%以上，9 月内参+酒鬼合计翻倍以上增长，估测三季度省外市场翻倍，省内双位数增幅；酒鬼红坛 18 省内批价 300，紫坛批价 390，内参批价 830-850 元，酒鬼及内参省内库存均在 1.5 月左右。

3. 舍得：1) 整体进度：初步估测 7-8 月收入同增 100%以上，9 月环比加速；2) 区域及产品表现：结构方面，增量 7 成来自于原有经销商体系，3 成来自于新招商，主要系秋季周转快；分区域看，东北、山东、增速领先，渠道体系最健康（山东等地舍得一批渠道利润已恢复至 10%以上），河南恢复性增长；分产品看，依旧是舍得系列贡献最大，占当季收入近 7-8 成。

4. 洋河：1) 整体进度：省内回款进度在 80%-90%（包含南京及扬州地区，团购渠道回款进度接近 9 成），山东地区已完成全年回款计划，预计 10 月初完成全国回款；2) 量价、库存表现：估测梦之蓝系列 7 月双位数增幅，8 月基本持平，9 月 20%以上增长；梦之蓝 M3+批价 430 元，终端价 460 元，M6+批价 610-620 元，终端价 660 元，梦之蓝库存在 1 个月左右；天之蓝南京核心终端导入近 70%，目前批价 320 元，终端价 350 元，库存 2 周，老版本天之蓝批价 310 元，仍有 1 月库存。

5. 古井贡酒：整体进度：截止目前完成全年订单近 9 成，中秋出货基本完毕，安徽省内个别区域仍在回款发货中，预计 10 月上旬基本完成订单任务。

2. 调味品

Z 券商：提价预期带动板块修复，期待需求加速恢复业绩改善。消息面：23 日市场传言海天有提价动作，今日调味品龙头企业股价纷纷大幅提升。根据公司反馈，目前确有提价计划，但尚无具体时间表。从渠道了解到，海天昨日临时下达提价通知，但各地区反馈有差别，华南地区在 10.8 日开始执行新出厂价，安徽、东北地区反馈在 10 月底提价，未来也不排除各地、各产品政策不同。各经销商推测提价区间，幅度估计在 3-12%。本次提价在缓解成本压力的同时，也有恢复渠道利润，加大新客户开发，帮助经销商去化库存的考量。**基本面：**当前渠道中 8 月后库存略有下降，各地在 1.5-2.5 月之前不等，经销商库存压力相对有所减弱。经销商出货方面，9 月环比 8 月进一步提高，预计提价动作可促使 Q3 业绩完成度较高。社区团购方面，海天主动对接社区平台后，带动线下滞销产品，对经销商影响有所减弱。但当前终端消费反馈仍然疲软，期待四季度有所改善。**相关：**短线板块估值回暖，业绩反转尚需等待，海天味业持续市占率提升，三季度预计相对 Q2 改善明显，四季度不确定较强但不太重要。关注年底库存和动销，明年提价后业绩恢复到常态增长概率较大。

G 券商：海天味业：提价预期落地，经营压力边际改善。1. 提价预期落地，有助于增厚业绩同时理顺渠道。根据渠道调研，海天味业将在 9 月 26 号之前当面向所有经销商口头传达提价信息，预计 9 月底全面公布提价方式，初步判断本次提价幅度 5%，提价范围涵盖酱油、酱料及蚝油，本次在对冲成本压力提振业绩的同时，有助于打通渠道库存流向（现在面临一批商库存高、分销商不愿意囤货的压力），并且丰厚渠道利润从而提振渠道动力（长时间不调价导致价格体系愈加透明，渠道利润空间因此逐步压缩）；2. 动销逐步改善，库存持续优化。根据渠道调研，7-8 月海天收入同比处于小个位数下滑到持平的区间，不过随着疫情影响边际缓解带动需求回暖，9 月份海天收入有所提振，样板市场 9 月份判断有超过 20% 左右的增长，同时当前整体渠道库存处于 2-2.5 个月的区间，较 Q2 已经有了明显改善；3. 渠道/产品双轮驱动助力公司进一步收割市场份额。（1）渠道端：核心经销商模式改革助力公司进一步绑定大型经销商，抢占终端资源。从 2021 年 9 月份开始，公司对经销商模式进一步改革，一改以往拆大商为小商的动作，开始推进核心经销商模式，拔高各个区域规模大、资源足的大经销商的战略地位，将更多核心单品（如精致蚝油、1.75L 金标生抽等）的独家经销权赋予大经销商，从而达到进一步挤压渠道/终端资源进而打击竞争对手的目的；（2）产品端：产品扁平化直击竞品+提升餐饮/渠道大客户粘性。除了渠道端变革以外，公司亦同步推进产品端的扁平化改革，一方面通过推出新规格的产品直接对标竞品抢占终端资源（如推出与李锦记主打系列规格一致的 1.75L 金标生抽），另一方面针对大型餐饮、中央厨房及社区团购客户，公司推出专供联名产品，提升与大型客户之间的粘性（如推出美团海天联名款酱油、海天-中快餐饮定制产品）等，逐步创造需求增量，弥补 2021 年以来居民端消费的不足。

X 券商：调味品板块大涨简评：提价预期落地，板块情绪边际向上。近期海天渠道反馈接到口头限货通知，经与公司核实，限货措施为后续提价计划的前期准备工作，但具体提价时点、方案尚未确认。限货主要是为防止经销商在有提价预期

前提下，非理性的大量进货压库存，并不妨碍正常的进货与任务推进，公司全年营收仍尽力往双位增长努力。海天提价后，预计余下企业在经营压力下，跟随提价可能性较大。**从历次提价复盘来看，此次提价主因为成本压力。**成本为核心驱动因素。拆分海天成本结构可见，大豆与白糖占比合计达 32% 以上。我们回溯了过去五年主要调味品企业提价时点，发现两次行业性提价：2013 年底-2014 年初、2016 年下半年-2017 年初，提价时点基本与大豆及白糖价格上涨的时点趋于一致。成本压力起，调味品企业预计进入提价窗口期。PPI（食品制造）已连续两年保持月度同比增长，且南华农产品指数于 7 月起恢复正增，同时大豆、包材（塑料、玻璃）价格于 10 月起出现上行趋势，预计成本压力下调味品企业将步入提价窗口期。**复盘发现余下企业一般在 3-6 个月内跟随，提价红利逐步释放。**提价将持续释放企业业绩弹性，但个股存在幅度分化。毛利率方面，提价对于调味品企业毛利率的提振平均维持 3-4 个季度；净利率方面，提价红利平均维持 2-4 个季度，但提振幅度有明显分化。股价影响多为短时上升，估值中枢上移后高企。从 2016 年中-2017 年末调味品企业的股价表现来看，提价对于调味品企业的影响多为阶段性的。市值较小的企业上升斜率较大，反之则较为平缓。从 PE（TTM）情况来看，提价对于估值的影响为中枢的显著上移，若后续叠加业绩提升的辅助，则较高的估值中枢则可高企。**相关：21 年调味品板块提价及餐饮复苏为增长主要驱动，其中细分赛道多亮点。**目前提价预期基本落地，紧密关注海天提价的具体落地时点及后续企业的跟随动作，若提价顺利进行，则可一定程度对冲成本压力，叠加 21 年表端低基数、估值一定程度回调，后续业绩、估值均具备一定弹性，海天味业、千禾味业、中炬高新、恒顺醋业、涪陵榨菜等。

3. 大众品最新情况跟踪

- 1) **千禾味业**：8 月份千禾的省外市场（不包含电商）增长双位数以上，相比 7 月份环比改善，在中秋旺季拉动下 9 月份有望进一步改善。近期公司渠道与人员调整力度进一步加大，如零售事业部下分零售餐饮板块，进一步细分；餐饮事业部上半年收入 7000 万+，表现相对良好。
- 2) **洽洽食品**：8 月份收入预计 15% 左右增长，继续维持相对较快增长态势，其中葵花籽稳价增长，坚果实现较快增长。近期公司渠道及终端库存不断优化，渠道调整速度加快，9 月份预计在中秋旺季拉动下，坚果礼盒有望进一步加速突破，整体有望继续保持较快增长态势。
- 3) **伊利股份**：渠道调研显示，7-8 月伊利常温奶增速大个位数，其中 8 月快于 7 月，8 月接近 10%，目前库存良性，预计 9 月中秋旺季仍有望进一步提速，目前 9 月规划是低双位数增长。分品类看，金典增速快于整体，安慕希大个位数。
- 4) **桃李面包**：桃李 8 月增速较 7 月略微有所放缓，预计实现接近双位数增长，主要是受到疫情反复以及学校补课取消的影响。新品方面目前公司推出麻薯等在沈阳试推广。
- 5) **安井食品**：安井华东区域大商 7-8 月增速大约是 20%+，9 月开始公司对促销力度进行了调整，环比促销力度有所减弱。
- 6) **青岛啤酒**：8 月整体销量下降 4%，主要系河南、江苏的有疫情或雨水影响销量；山东增量 2w 多吨，增长达 15%。8 月公司结构升级明显，除纯生因疫情导致部分娱乐渠道关闭，下滑 19%，其他主品牌产品：经典增长超 10%，1903 增长 18%，白啤增长在 100% 以上，其他超高端（黑啤、奥古特、鸿运等）增长 30% 以上。7

月主品牌以上产品多为小幅增长，主要系高端产品在6月末有一定压货，7月去了部分库存。Q3以来公司的高端升级趋势延续。

7) 恒顺醋业：8月销售口径下滑约12.5%，当期渠道库存接近3个月，较7月末略有下降。公司整体经营处于上升期，管理改善延续，建议淡化处理短期的数据波动。

8) 天味食品：8月销售打款口径下滑约18%，渠道库存仍然维持良性；针对增长压力，公司或将在近期作出对股权激励及全年增长目标的新解释，且对下半年广告费预算已有所下调（下半年预计约3k万），全年业绩有望平稳着陆。

9) 日辰股份：8月销售延续30%的增长水平；客户开拓及老客新品等工作持续推进中，预计全年收入维持年初30%增长目标，全年利润有望实现正增长；股权激励暂缓后，预计后期仍会有针对增强员工积极性的措施安排推出。

（四）半导体板块

D 券商：半导体设备月度数据点评：紧供给持续+国产替代提速，国内头部设备商将显著受益。

1、全球半导体行业维持高增长，设备出货额维持高位。2021年1-7月全球半导体行业维持高增长。2021年1-7月全球半导体销售额累计为2960.8亿美元，同比+21.4%；2021H1全球设备销售额为484.4亿美元，同比+49.8%；2021年7月全球半导体销售额454.4亿美元，同比+29.1%。半导体设备出货额维持高位，北美设备制造商出货额2021年7月升至38.6亿美元，同比+49.8%。

2、紧供给持续促进晶圆厂上修资本支出，利好半导体设备厂商。目前半导体行业产能整体仍处在紧张状态。2021Q2，中芯国际产能利用率为100.4%，华虹半导体则达到109.5%，产能利用率依旧维持高位，市场需求超预期加剧供需失衡和“缺芯”困境。晶圆厂资本开支上修利好设备厂商。台积电上调2021年资本开支至300-310亿美元，并宣布未来3年投入1000亿美元大举扩产，其2021H1资本支出148.1亿美元，同比+39.3%；中芯国际预计2021年资本支出为43亿美元；世界先进资本支出2021年规划资本支出51亿新台币，同比+44.1%。

3、设备国产化进程有望提速，国内多个环节头部设备商将受益。国产化率上升空间大，国产替代加速利好国内设备商。2021H1全球半导体设备销售额484.4亿美元，其中中国大陆占29.3%居第一，高于韩国28.8%和中国台湾22.2%，但国内半导体设备自制率仍较低。我们认为，“缺芯”持续下市场需求保持旺盛，叠加国内率先复产复工和美国对华半导体出口限制并未放松将加速设备国产替代，利好国内半导体设备厂商。

4、2020-2021.09国内晶圆厂产线招标情况分析。除光刻环节外，薄膜沉积设备、刻蚀设备、检测设备等环节国产化率逐步提升，其中技术门槛偏低的CMP设备、清洗设备、检测设备、氧化退火设备等国产化率更高。国产半导体设备龙头北方华创、中微公司已进入国内重要产线较核心的薄膜沉积、刻蚀等环节。以长江存储招标为例，刻蚀环节中微公司和北方华创中标数占比均接近10%，未来有望继续提升。

5、相关：【中微公司】进入全球供应链的国产刻蚀设备龙头；【北方华创】多业务布局的晶圆设备龙头；【至纯科技】国内清洗设备龙头，处于产能扩张阶段；【华峰测控】半导体测试机龙头，产品生态不断完善；【华亚智能】半导体精密金属件领先供应商；【华兴源创】半导体测试设备新进入者。

Z 券商：高景气及国产化下半导体设备投资机会。半导体设备赛道步入高增长，

半导体技术多方向发展赋予成长。1、赛道增长：2019-2022 年复合增利率达到 12.88%，预计 2022 年，全球半导体设备市场会达到 860 亿美金。2、始于周期：以台积电未来三年资本开支 1000 亿美金为首，全球晶圆厂资本开支大幅增加，半导体设备周期向上。3、赋予成长：半导体技术多方向的发展给装备带来多维度的发展空间，半导体设备增长率领跑整体高科技产业。**新旧应用、晶圆厂是机会，半导体设备迎来国产化窗口期。**1、新旧应用：智能手机、PC、汽车及工控硅含量提升，及 AI、5G、自驾车新应用迅速发展，各类电子需求推动芯片规模扩大。2、晶圆厂：2020 年~2025 年是大陆晶圆厂投产高峰期，以长江存储、合肥长鑫、青岛芯恩等晶圆厂和以中芯国际、华虹为代表的老牌晶圆厂正处于产能扩张期，未来 5 年将迎来密集投产。**3、国产化窗口期：**根据半导体设备特性来推断，新建晶圆厂将是半导体设备国产代替的主要发展企业。国内新建晶圆厂的密集投产为半导体设备打开了最佳国产化窗口。**部分设备完成国产化，将迎广阔空间。**1、部分设备完成国产化：国内少数半导体设备已经完成突破，业绩爆发逐步到来。目前去胶设备国产化率达到 90%以上，清洗设备、热处理设备、刻蚀设备国产化率 20%左右，PVD 设备与 CMP 国产化率为 10%，此外在光刻机、离子注入机、量测设备实现了零的突破，测试设备取得较大进展。2、国产设备空间广阔：全球半导体产业预计将继续向中国大陆转移，2021-2022 年中国预计将建 8 座高产能晶圆厂。目前国产设备采购比例仍处于较低水平（2020 年占采购总额的 7%），来自美国采购的设备占比超过 50%，未来国产设备发展空间广阔。**半导体设备国产突破正加速，迎来中长期投资机会。**北方华创（刻蚀/镀膜/热处理/清洗）、中微公司（刻蚀/镀膜）、盛美（清洗/立式炉管/电镀）、至纯科技（高纯工艺/清洗）、上海微（光刻机）、华海清科（CMP）、万业企业（离子注入）、屹唐半导体（刻蚀/热处理/去胶）、拓荆科技（PECVD/SACVD/ALD）、芯源微（涂胶显影/去胶/清洗）、精测电子（过程控制测试）、长川科技/华峰测控（测试分选）、晶盛机电（硅片长晶加工）、芯碁微装（直写光刻）、光力科技（半导体切割划片机）。

A 券商：持续看好半导体国产替代主线，超级景气周期的到来，最大的意义不在于原厂利润增幅，而是推动国产替代的快速发展。国产替代最为瓶颈的是模拟电路（尤其是 AD/DA）和车规级产品；半导体设备材料也迎来晶圆厂扩产高峰和国产替代的双重提升。**【上海贝岭】**车规级电源管理 IC 快速落地出货。公司汽车电源管理芯片已经开始批量出货，目前已经实现车规级 LDO 产品量产销售，多款 DC-DC/LDO 汽车电子产品预计下半年陆续上量。国内的车规级电源管理芯片供应商凤毛麟角，公司短时间从验证（2020 下半年）到出货（2021 上半年）证明了公司的技术实力。**【万业企业】**半导体前道核心设备离子注入机国产龙头，离子注入机是难度仅次于光刻机的高技术壁垒半导体设备，目前设备供应主要来自于美国企业，随着非美产线需求紧迫，公司订单饱满，瓶颈反而在于产能，公司持续招募人手扩产，进入高速发展通道。**【至纯科技】**公司是国内半导体清洗设备的领先者，高端产品单片清洗设备（可用于 40nm 以下先进制程）去年实现了量产突破，近两年进入增速放量高峰期。目前公司清洗设备逐步突破直到 28 纳米节点的全部工艺，并切入 ICRD、中芯国际、华虹集团等主流晶圆厂，取得了公司持续扩产布局 14nm 工艺。

F 券商：IGBT 八强。1、中车时代半导体：已成为国际少数同时掌握大功率晶闸

管、IGCT、IGBT 及 SiC 器件及其组件技术的 IDM(集成设计制造)模式企业代表，拥有国内首条、全球第二条 8 英寸 IGBT 芯片线。2、宏微科技：一直专注于功率半导体芯片、单管和模块研发及应用，在 IGBT、FRED 芯片及模块方面进行了深入设计，积累了丰富的设计和制造经验。3、比亚迪半导体：2009 年公司自主研发的 IGBT 打破西方垄断，目前是国内车规级 IGBT 领导厂商。4、华虹半导体：公司在无锡的华虹七厂是聚焦特色工艺、覆盖 90~65 纳米工艺节点、规划月产能 4 万片的 12 英寸集成电路生产线。5、斯达半导：作为国内 IGBT 行业领先者，在多个细分领域具有技术优势，展现出扩张态势；且在工控及新能源汽车领域已拥有一定的市场份额。6、新洁能：专业从事半导体功率器件的研发与销售；且公司是中国半导体功率器件十强企业，掌握多项核心技术。7、士兰微：目前国内最大的以 IDM 模式（设计与制造一体化）为主的综合型半导体产品公司。细分市场上，士兰微打破国外公司对 IGBT 的长期垄断，处于国内领先水平。8、华润微：拥有芯片设计、晶圆制造、封装测试等全产业链一体化运营能力，在国内 MOSFET 市场占有率仅次于英飞凌与安森美。

（五）周期板块

板块最新逻辑梳理：

1. 煤炭板块点评

1、煤炭供给怎么了？16 年以来，全国去产能 10 亿吨，同时限制新建煤矿。存量的在建矿可以建成，不允许新增在建矿。这导致我们的合法产能，低于需求量。各级部门遵循“合法合规的保供”指示，导致目前闲置的煤炭产能超过了 2 亿吨（手续不全就要停产或者减产）。**2、煤炭供给能增么？**东部的合法产能因为资源枯竭，无法满产；西部的违规产能（主要在内蒙），不能达产。违规产能需要手续齐全之后，才可达产。一个煤矿涉及 150 个章，需要众多部门核准（露天矿最难的是土地证，井工矿最难的是安全许可证）。产能核增的空间有 2 亿吨，但速度很慢。从 6 月份以来，鄂尔多斯的日产量从 171 万吨/天增加至 9 月的 203 万吨/天，但是 230 万吨/天才能匹配目前的需求。**3、煤价为什么暴涨？动力煤：**需求是主因，供给是次因。政府要求单位 GDP 能耗每年下降 3%。意味着 8% 的 GDP 增速，对应 5% 的能耗增速。1-8 月的原煤产量增速 4.4%，与 5% 的能耗增速基本匹配；而 1-8 月的火电增速是 12.6%，严重超标。能耗超标的原因比较多，例如气温高，水电出力不足，出口带动了制造业，全球经济复苏。目前各省限制双高的政策，并非是为了保冬天的供暖（觉悟没有那么高），而是因为他们 1-8 月的能耗超标。市场寄希望于增加供给来平抑煤价；发改委却是寄希望于减少耗能来平抑煤价；一个注重当下，一个着眼未来。**焦煤：**供给是主因。7 月份，焦煤供给减少 13%（国内减少 5%，国外减少 8%），下游的生铁需求减少 9%；供给比需求降幅大。蒙古 3 月份暴发疫情，导致煤炭通关不畅，预计 21 年影响 2000 万吨的进口量，都是焦煤。3 月份以来，蒙古疫情越来越严重，预计通关短期内较难恢复；未来要么看疫情缓解，要么看运煤的火车何时建成（目前节奏是 22 年 7 月通车）。澳大利亚就不说了。**4、国外供给有增长空间么？**有，主要是蒙古。澳大利亚的煤都卖出去了，给日本韩国印度。过去十年，主要产煤国都在减少煤炭行业的资本开支，很少新建煤矿。全世界有增产空间的，主要是中国和蒙古。印尼

和印度的产量未来会增加，但其国内需求也在增长，对中国的增量帮助不大。**5、长协的影响？**动力煤长协，是煤电运三方长协，需要匹配国铁的运力。陕西煤业长协比例 30%，因为 70% 的煤没有匹配铁路运力。长协比例，并非随意提升。动力煤长协每个月调整一次价格，公式为 $535 \times 50\% + \text{三个指数} \times 50\%$ 。发改委规定三个指数的上限是 947 元，因为动力煤长协价格上涨幅度有限。除非 22 年的长协基准价，能够在 535 的基础上调。焦煤长协，每个季度调整一次，参考前一季度的市场煤均价。并非给钢厂让利，而是削峰填谷的作用；2018 年以来的长协均价和市场均价基本一致。以长协为主的焦煤企业，4 季度的焦煤价格会有明显上涨。**6、煤价怎么办？**动力煤没有看到见顶的迹象，今年 12 月份最紧张；届时为了保供，可能有更严格的工业限电。总理要求市场化调节煤价，而目前的供需只会导致煤价上涨。9 月以来，电厂库存在淡季中下降。目前港口的价格是 1550 元，电厂可能嫌贵，但是水泥厂和煤化工都不差这个钱。目前的核心关注点，一是鄂尔多斯的日产量，二是电厂的库存天数。焦煤存在供需缓和的可能。未来几个月，生铁减产幅度可能变大，焦煤的国内供给可能恢复一些。9 月以来，焦煤库存在旺季中略有增加。目前的核心关注点，一是钢厂的限产力度，二是山东年底关矿。动力煤、焦煤、焦炭三者的期货价格，贴水幅度 20-30%，反映了目前高煤价下的心虚。以此来看，资本市场对煤价非常谨慎。

2. 化工板块点评

Z 券商：周期缘何跌，后市怎么看。近几日化工板块波动加大，尤其是周期板块及标的近两天有所回调，我们预计市场担心点在于：1) 能耗双控导致价格上涨，同时也带来降负荷，公司实际业绩可能比预计业绩低；2) 市场担心产业链的负反馈以及价格持续性：价格上涨抑制需求-需求回落-价格见顶；3) 基金风格漂移问题导致前期部分加仓化工的其他主题基金有所退出。**第一个问题：**首先，三季度多数周期标的受能耗双控的影响发生在 9 月份居多，三季度影响较少，其次，本轮能耗双控比较严格的省份集中在一级预警省份（青海、宁夏、两广、福建、新疆、云南、陕西、江苏等），而像山东、河北、湖北、浙江等地影响也有，但相对较小，例如鲁西化工、山东海化装置基本 8 成以上满负荷，因此的确需要精选标的，但是错杀标的同样应该高度重视。**第二个问题：**价格的上涨，甚至部分创历史新高，对需求的确会有所抑制，但是可以看到过去一年，需求的抑制并没有影响价格上涨趋势，下游也在往终端传导；两者之前总在寻求平衡。持续性方面，成本端原油价格一直在 70 美元/桶以上的价格高位坚挺，形成支撑；而后续仍有冬奥会前的环保核查，2022 年能耗双控持续进行的话，供给端的压制将成为常态化。**第三个问题：**量化包括部分基金的撤退也是近期股价快速回调的原因，但是影响非常短暂，我们估计这两天基本陆续释放完毕，而公司基本面仍然非常坚挺向上，如果会看 2018 年，产品价格 3 月份见顶，化工标的 5 月份见顶，当前产品价格离见顶还远，现在就言股票价格见顶，为时尚早。综上所述，持续看好化工当前行情。

G 券商：天然气短缺叠加北半球寒冬将至，需求端向好助推油价再创新高。本周，在新冠疫情缓解态势下，天然气短缺叠加北半球寒冬将至，全球石油需求持续向好，国际油价持续走高，其中布油价格再创新高。截至 9 月 25 日，布伦特和 WTI 原油期货价格分别收于 78.09 美元/桶和 73.98 美元/桶。NYMEX 天然气期货价格

收于 5.18 美元/百万英热，同比+137%。石油供给：8 月份全球石油供应环比下降 60 万桶/日至 9610 万桶/日，非 OPEC 国家 2021 年原油产量预期日均增加 60 万桶。8 月，OPEC 原油产量日均增加 15.1 万桶，沙特原油产量日均增加 6.8 万桶。上周，美国原油供给日均增加 10 万桶/日，达 1050 万桶/日，美国炼厂开工率增加 5.4%，至 87.5%；本周，美国油气钻机数增加 9 座，达 521 座。石油需求：2021 年 9 月全球石油需求预计较 20 年增长 520 万桶/天，较 8 月预期下降 10 万桶/天，美国汽油需求预计下降 3.9%至 903 万桶/天。2021 年 6 月，英德法意四国日均石油需求增加 52 万桶至 640 万桶。2021 年 7 月，印度日均石油需求减少 16 万桶至 414 万桶。2021 年 8 月，中国原油进口量比上月增加 329.1 万吨至 4453.1 万吨。近期飓风导致的供给冲击尚待恢复，在新冠疫情的缓解态势下，天然气短缺与北半球寒冬将至助推需求端上行，油价持续走高。21 年油价中枢同比仍将较大涨幅，因此我们仍然看好整体受益于油价中枢上涨的石化产业链，相关：第一、上游板块，中石油、中石化、中海油、新奥股份；第二、油服板块，中海油服、海油工程、海油发展、石化油服、博迈科；第三、民营大炼化板块，恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、恒逸石化、桐昆股份；第四、轻烃裂解板块，卫星石化和东华能源；第五、煤制烯烃，宝丰能源；第六、三大化工白马，万华化学、华鲁恒升和扬农化工。

3. 水泥板块点评

T 券商：水泥股集体迎较大幅度回撤，一方面可能与近期水泥协会发布稳价倡议有关，另一方面部分省份能源局提出能耗双控必须注重方式方法，避免“一刀切”“简单化”等做法，市场担心政策纠偏，煤炭、钢铁、建材、化工等板块集体下跌。**1. 我们认为此次稳价倡议对价格的影响只是暂时性降温**，此轮涨价的核心在于限产导致供需平衡被严重破坏，市场供给缺口持续存在，并非企业恶意抬价，而此类稳价协议无法解决供需平衡问题，因此在市场规律下，价格仍会继续上涨，但我们判断前期涨幅过高的区域如两广地区水泥价格或暂时维稳，其他涨幅较小的地区将继续提价，我们认为 700-800 可能是此次价格的高位，因此除两广外，其他区域仍有提价空间。**2. 目前因能耗双控而限产的区域有广西、广东、云南、江苏、宁夏五个省份**，今年能耗双控是直接关乎地方官员考核的重要指标，此轮限产仍会维持一定力度，但 9 月份限产执行较早、力度较大的区域如广西、云南等 Q4 力度可能边际放松，而其他省份后续仍可能继续发力。**3. 除能耗双控外，电煤供应短缺也是限产的另一重要原因**，贵州、浙江、山东、湖南、安徽已宣告用电紧张，且部分省份已有限产动作，因此 Q4 来看，行业限产将会是常态，同时叠加需求旺季，我们认为对价格有较强的支撑，预计此轮涨价会持续到年底，明年淡季水泥价格或将迎来下跌，但整体价格中枢预计仍将有所抬升，因此水泥企业利润有望迎来改善。中长期成长性看好【华新水泥】、【上峰水泥】，业绩弹性角度【万年青】、【塔牌集团】，龙头【海螺水泥】。

（六）汽车板块

板块最新逻辑梳理：

H 券商：9 月新能源汽车销量展望。1、新能源汽车总体走势良好。9 月车市走势

低迷，环比8月下滑约10个点。而新能源汽车9月环比8月大幅增长。按照前三周数据，新能源汽车9月比8月增长约40%多，但有偶然因素干扰。剔除9月特斯拉暴增，纯电动环比增长大概20-30%，插电混动环比增长大概20%。**2、8月新能源车零售在25万台，现在9月有望达到34万台；批发有望达到33万台。**8月批发比零售高约5万台规模，原因主要是欧洲出口量较大。而9月出口欧洲量必将剧烈缩小，国内零售成为主要方面。8月新能源车零售25万台基础上，9月零售有望达到30万台以上规模。**3、主力车企和主力车型表现良好。**对比前三周走势，纯电动表现超强，以E50为代表。1) 五菱宏光mini目前已到26000，相比8月高5000台。五菱KiWi，9月已走1000台。五菱在高端推出KiWi，形成高端车型的结构性改善，但改善不突出，原因在于车型不突出，8万偏高。2) 特斯拉上月数据出现严重问题，我们数据体现达到12000台，现在据了解达到20000台。Model Y相比Model 3表现明显走强，体现今年新能源车Model Y增量潜力突出。3) 比亚迪本月纯电动车比上月增长约10%。秦表现不错，现在相比上月增长约20%。表明主力A级电动车表现不错，以适当价格获得一定市场认可，增量表现较强，达到近期高位水平。汉表现平稳，比亚迪在高端车型表现平淡。入门级，宋PLUS走势强。元相比上月提升近1000台规模，电动车里形成中档车型进一步体系化的突破。网约类电动车表现低迷，体现面向出租、网约类产品没有得到市场认可、市场竞争激烈。4) 广汽埃安表现走强。AION S持续增量，AION Y本月将突破5000台。广汽新能源本月有望突破13000台。主要是私人市场的突破获得认可。5) 长城汽车纯电动表现不错。平稳的产品结构，以较强的营销和市场需求拉动增长。黑猫表现平稳，相比上月没有太多提升，上月主要因为前期缺货影响呈现爆发式增长。欧拉好猫表现逐步改善，月销有望达到5000台。长城本月有望达到12000-13000。白猫表现平稳、无亮点。长城在上月超强增长情况下，本月保持良好态势。

D 券商：9月第三周销量数据进一步改善，芯片缓解继续。坚定看好汽车板块！

1) 8月数据验证马来西亚疫情的影响好于预期。随着芯片封测产能恢复，乘联会9月前21天日均批发销量环比8月+8%，且预计将持续改善。Q4补库需求强劲。终端库存已经是10年以来最低点了，Q3终端折扣环比Q2明显回收，Q3盈利能力或好于预期。2) “电动化+智能化+混动化”带来自主品牌市占率持续提升才是长期核心主线。自主品牌国内市场市占率已从2020年38%提升至45.5%（2021年8月最新），长期有望持续提升至70%-80%。驱动一：优质供给增加+双积分压力推动电动车渗透率提升持续超预期。8月电动车渗透率已达到20.1%，环比大涨3.8pct。驱动二：科技企业跑步入局正加速汽车智能化进入摩尔定律阶段，准L3功能未来3年将逐步成为20万元以上电动车的标配。驱动三：类日系混合动力技术的自主突破将带动自主混动迎来爆发。比亚迪DMI率先起量，长城-吉利等自主将陆续跟进，2022-2023年是自主混动大年。3) 长期展望3-5年，国内乘用车有望从2000万辆逐步回升至2500万辆，总量仍有较好增长。相关：整车：长城汽车+比亚迪+吉利汽车+广汽汽车+长安汽车+上汽集团。零部件：华阳集团+德赛西威+拓普集团+福耀玻璃+中国汽研+爱柯迪+华域汽车。

（七）华为鸿蒙、欧拉

最新逻辑梳理：

H 券商：OpenEuler 支持多设备，边云协同，统一数据、网络管理，欧拉的定位是瞄准国家数字基础设施的操作系统和生态底座，承担着支撑构建领先、可靠、安全的数字基础的历史使命。OpenEuler，拥有统一开发套件，统一 API 跨多设备调用，包括服务器、边缘计算、云计算、嵌入式，欧拉 SDK，全场景应用开发使能，包括数据分析、媒体处理、机密计算、边缘计算、AI 等。欧拉与鸿蒙能力共享，生态互通，包括应用生态、开发者生态、设备生态、高校生态。正式发布 OpenEuler 首个全场景版本。2020 年 3 月发布了基础版本，2020 年 9 月实现了多样性算力释放，2021 年 3 月实现内核创新，2021 年 9 月发布首个全场景版本，预计 2022 年 3 月实现全场景融合。目前 OpenEuler 拥有 100+社区成员，包括处理器、整机、操作系统、数据库&中间件、云计算和行业应用伙伴。欧拉和传统 OS 厂商更多是合作关系。openEuler（欧拉）是一个开源免费的 Linux 发行版系统，通过开放的社区形式与全球的开发者共同构建一个开放、多元和架构包容的软件生态体系。欧拉与目前市面上的商业版服务器操作系统厂商更多是合作关系，例如银河麒麟 V10 有基于 openEuler 构建版本的，包括麒麟等其他操作系统厂商也是 openEuler 社区的重要贡献方。欧拉与鸿蒙的区别：鸿蒙用于智能终端、物联网终端、工业终端等。欧拉用于云、边缘云、服务器等。相互打通，装有鸿蒙的终端将自动链接到欧拉系统。相关：用友网络、金山办公、金蝶国际、霍莱沃、赛意信息、宝信软件、中望软件。

H 券商：工业鸿蒙催化在即，终端龙头率先受益。鸿蒙提振，B 端工业场景成为新方向。1、鸿蒙 C 端用户生态持续扩容：9 月来看，Harmony OS 2 升级用户已突破 1.2 亿，持续超预期，年内设备目标剑指 4 亿。2、OS 版图横跨 C 端+B 端：鸿蒙以外，欧拉 OpenEuler 也将于 9 月 25 日全新发布，定位 B 端服务器基础操作系统，国产 OS 生态强势崛起。3、“工业鸿蒙”或是最强音：9 月 14 日华为发布第一个工业场景 OS：矿鸿，B 端物联生态预期渐起，预计即将召开的新版工业鸿蒙大会将成关键催化。工业鸿蒙风起，物联设备先行。工业/企业物联设备来看，PDA（数据采集终端）和 POS 是两大先行领域。目前优博讯为国内 PDA 龙头企业，在物流快递、电商零售、工业生产等领域的份额领先，或较大程度受益华为 • 鸿蒙物联网推广。此外，公司带头接入/推广鸿蒙的同时，还向上游向 RFID 芯片端延伸，存在产业链国产替代趋势。相关：优博讯，在 PDA 和智能 POS（大 B）终端领域均有领先的市占率，受益工业鸿蒙改造。润和软件、中软国际、常山北鸣、中科创达、新大陆等。

A 券商：继鸿蒙 OS 升级用户数破亿后，华为再次官宣 9 月 25 日推出全新操作系统 openEuler。鸿蒙 OS 与 openEuler 作为一前一后两大操作系统，有望实现前端后端自主化协同，真正重塑国产化数字底座。鸿蒙 OS 是华为推出的面向未来全终端打通的次时代操作系统，openEuler 则是面向服务器端的自主化操作系统。鸿蒙 OS 具备微内核架构及弹性部署等核心技术，并与其他产业巨头及合作伙伴共同设立开放原子开源基金会对其进行管理。openEuler 是完全开源，支持多处理器架构、统一和开放的操作系统，目前已成立社区理事会，吸引了电信云、联通数科、天津飞腾、兆芯、百度智能云等业界龙头作为理事成员单位共同打造生态应用。坚定看好鸿蒙+欧拉重塑数字化底座带来的机会。尽管市场在近期对华为概念高度悲观，我们仍然坚定认为鸿蒙 OS 并未战术性备胎操作系统，而是面

向万物互联时代的战略性次时代产品，而 openEuler 则是打通国产化数字底座“最后一公里”的核心。相关：科大讯飞、金山办公、中科创达、梦网集团、四维图新、东方通、用友网络、诚迈科技、超图软件、润和软件、创意信息、拓维信息、常山北明等华为合作伙伴标的。

（八）稀土板块

事件：五矿稀土发布公告称，中国铝业集团有限公司、中国五矿集团有限公司、赣州市人民政府等正在筹划相关稀土资产的战略性重组。

Z 券商：南方中重稀土资源进一步整合，行业格局重塑。当前，国内形成了六大稀土集团的行业供给格局，本次重组涉及中铝集团、五矿稀土集团、赣州区域稀土，主要覆盖江西、湖南、广西中重稀土资源地区，以 REO 总量计，重组后的稀土集团 2020 年合计获得中重稀土矿指标为 13010 吨 REO，约占 68%。稀土资源议价能力将进一步提升。重组完成后，“一南一北”两大稀土集团占据行业主导地位，北方稀土+重组后稀土集团约占总指标的 90%以上，对稀土价格的管控能力进一步增强。当然，与此同时，供需基本面是稀土行情坚实的基石。1) 国内稀土资源开采有序增长，黑色产业链出清，海外缅甸矿（短期疫情影响下生产运输近乎中断）、美国 MP、澳大利亚 Lynas 满负荷运行，且无大型矿山新增投产计划，供给端缺乏弹性；2) 碳中和引领电动化趋势，新能源车、风电、消费电子等领域维持高速增长，新兴需求拉动下的供需缺口刚性难以弥补。相关：北方稀土、包钢股份、五矿稀土、盛和资源、厦门钨业、广晟有色等。

G 券商：这意味着双寡头格局的形成。按照 2021 年第一批稀土矿产品、氧化物的配额比例计算，中铝集团、五矿集团、赣州国资三家合计占全国稀土矿产品的 43.08%、冶炼分离产品的 41.96%，而北方稀土集团（包钢集团控股）占全国稀土矿产品的 52.54%、分离产品的 47.25%，其他仅占全国稀土矿产品的 4.38%、冶炼分离产品的 10%。这可能意味着稀土央企的诞生。据工信部原材料司官网介绍，原材料工业司（稀土办公室）设置 6 个处室，其中稀土和钢铁、石化化工、有色金属、建筑材料并列为五大处室，另外一个综合处。鉴于钢铁、石化化工、有色金属、建筑材料领域都有以此为主业的央企，而稀土还没有，这次很可能形成一个副部级的央企。稀土供给侧的管制可能更严格。目前中国稀土精矿占全球的 60%、稀土氧化物占全球的 90%。额曾经中国的黑稀土一度占全国合规稀土产量的 50%。如果稀土央企成立，将更有利于在国家行政层面打压黑稀土、控制稀土供应，改善稀土的中长期供应格局。稀土需求侧将受益于新能源车大发展。氧化镨钕是非常重要的稀土，预计全球氧化镨钕需求构成中，新能源车在 2021 年占比为 7.3%、在 2025 年占比 18.7%。全球稀土需求 2020-2025 年年均需求增长 13%、年均供给增长 10%。看好稀土中长期的发展机会。本次稀土行业的战略性重组，有利于提升稀土上游的集中度以及打击黑稀土，对行业长期利好，相关：北方稀土、五矿稀土、盛和资源等等。

X 券商：1、规模、层级均超预期：此次重组联合了两大央企五矿和中铝集团，实现了央企层面的强强联合，同时实现了广西、湖南、江苏三地中重稀土资源和四川、山东两地轻稀土资源的整合；此次联手了赣州市政府，实现了中重稀土重镇

区域内的整合。若按照稀土配额计算，基本上实现了中重稀土 80%以上的整合，将进一步提高国内稀土资源的议价权。2、拿下江西赣州中重稀土是第一步，福建和广东稀土整合或是下一个目标。此次联合了中重稀土占比最大的赣州地区，也是股权等方面最为复杂的区域，若能顺利重组，将为下一步福建、广东地区的稀土整合提供范本。3、集中度提升，稀土价格将更加反应供需变化：整合进一步提升行业集中度，轻稀土或形成以北方稀土集团为主体，配额占比超过 90%、南方中重稀土以新型中国稀土集团为主题，预计配额也将超过 90%，形成“一南一北”的格局，稀土价格将更加平稳，同时更好体现供需变化。我们继续看好稀土板块，相关：北方稀土、五矿稀土、厦门钨业、广晟有色、盛和资源等标的。

资料来源：券商机构、产业专家点评分析，仅供学习参考。公众号“牧云投资札记”每周定期梳理。

资料来源：券商机构、产业专家点评分析，仅供学习参考。

免责声明：本文所载内容并非给他人所做的操作建议。本文所载内容仅供参考之用，读者不应单纯依靠本文的信息而取代自身的独立判断，应自主做出决策并自行承担风险。本文不作为任何法律文件，观点仅供参考，文中的所有信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终建议，作者不就文中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，作者不对任何人因使用本资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，入市需谨慎。