

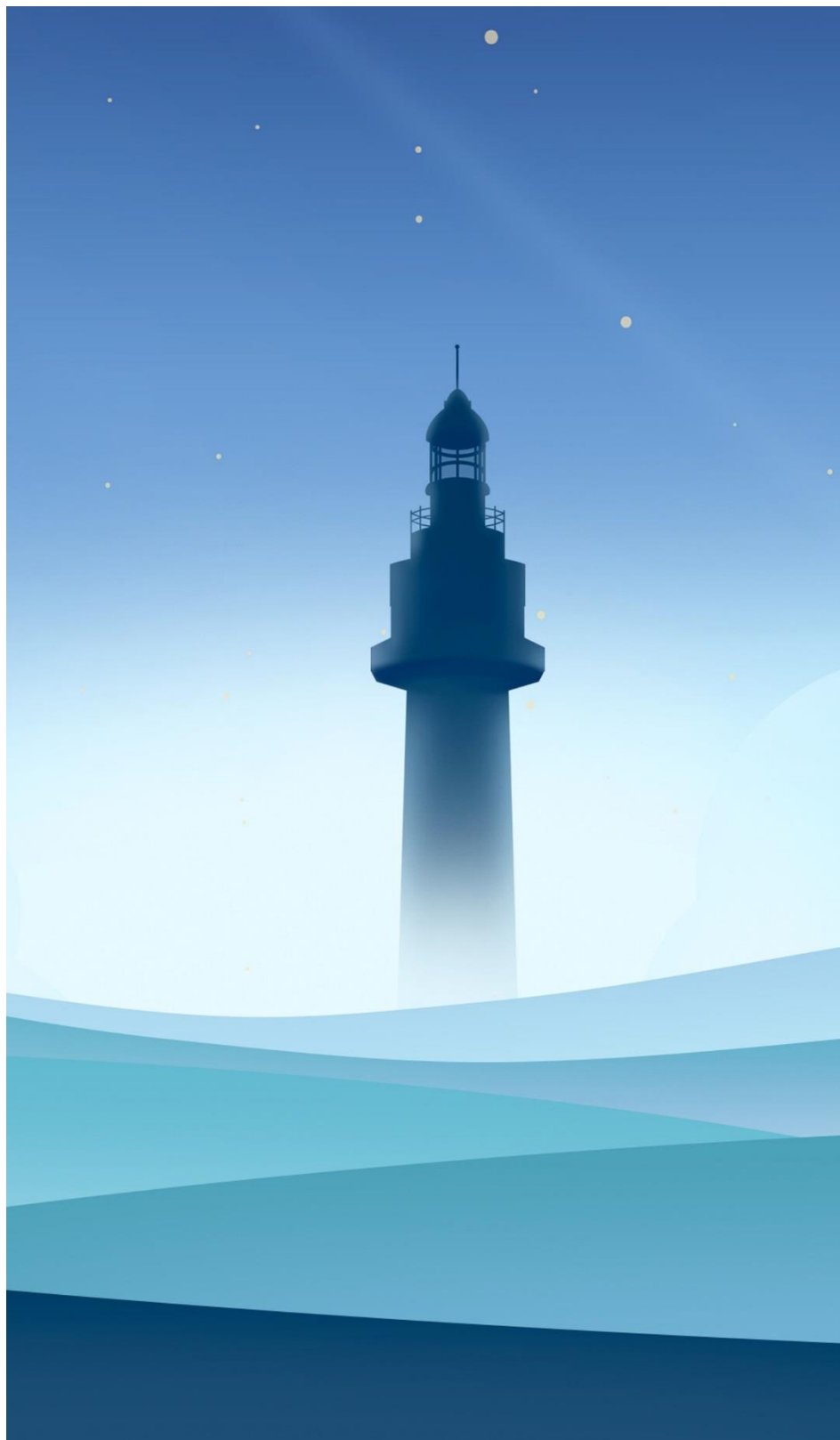
中信证券研究部



杨灵修
首席海外策略师
S1010515110003



联系人：徐广鸿



核心观点

“再通胀”交易主导了上半年的全球金融市场，包括港股。复苏进入“下半场”后，中国通胀同比高点或在二季度出现，但企业供需仍维持紧平衡，我们认为“顺周期”的景气度或持续到年末。市场担心中游制造行业利润将受到挤压，对比上一轮通胀周期（2016-18），高端制造的利润率下滑相对可控（1-2ppts），毛利率将在 PPI 见顶后 1-2 季度企稳回升。疫情下的流动性宽松，导致“新经济”的估值抬升，“潮水退去”后，其成长能力将经受检验，“高端制造”和“消费升级”将是高增长两个最重要方面，我们看好具备持续 CAPEX 能力，且在高成长赛道的优质公司。

■ **展望下半年，复苏进入“下半场”：再通胀 VS 增长。**我们在 2020 年底发布的年度投资展望《港股市场及中概股 2021 年投资策略——“复苏”下的戴维斯双击》（2020.11.17）中提出，“估值合理”是 2021 年投资最重要的前提，港股将受益于低估值和经济复苏的双驱动。年初至今，代表中国资产的 MSCI China 虽然整体下跌 3.3%，但受大宗商品价格上涨的提振，上游能源及原材料行业表现突出。目前，复苏中最大的矛盾是“不均衡”，“再通胀”引发投资者关于中下游企业利润率遭到挤压的担忧，负反馈开始显现。我们认为三个问题可能是下半年市场最核心焦点：第一，“再通胀”交易的持续性，以及对中游行业的利润挤压；第二，虽然疫情仍会有反复，但全球经济正从疫情中慢慢走出，复苏进入“下半场”。当前海外供给恢复弹性相对较小，需求十分旺盛的背景下，出口相关有望受益于持续景气；第三，中国的结构性增长，“潮水退去”后，新经济公司真正的长期成长能力将受市场检验。

■ **中国通胀同比高点或在二季度出现，但供需仍维持紧平衡，大宗商品绝对价格仍会维持高位，“顺周期”的景气度或持续到年末。**近期（5 月 19 日）国务院常务会议指出，要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响。随着供需错配格局的改善，PPI 持续上行的压力将有所减轻。但从微观调研中，我们看到企业端的供需状况依旧处于紧平衡。随着消费旺季的来临，“顺周期”景气度将继续维持，特别以美元计价的铜、铝等工业金属目前库存处于较低水平，行业内龙头业绩确定性很高。市场担心中游工业和制造端中的机械、半导体、小家电等行业利润将受到挤压，对比上一轮通胀周期（2016-2018 年），高端制造的利润率下滑相对可控（1-2ppts），毛利率将在 PPI 见顶后 1-2 季度企稳回升。

■ **新经济的成长“成色”将经受检验。**疫情下的流动性宽松，导致“新经济”的估值抬升，“潮水退去”后，其成长能力将经受检验。全球经济正从疫情中慢慢走出。短期看，当前海外供给恢复弹性相对较小，在经济复苏向好、需求十分旺盛的背景下，出口中的化工、有色、消费电子等海外业务占比较高的行业将保持较高景气。更长维度看结构性机会，“高端制造”和“消费升级”将是高增长的两个最重要方面。高端制造和医药的营收高增长，具备持续高质量 CAPEX 能力的公司景气将长期持续；短期受益服务性消费复苏的休闲服务行业，以及消费升级下的“新消费”板块具有较强业绩确定性。

■ **配置建议。**结合中信证券研究部行业分析师观点，我们更新“全中国组合”，调出：香港交易所（H），中国飞鹤（H），哔哩哔哩（H），九州药业（A），上海机场（A），大北农（A），调入福耀玻璃（H），中升控股（H），JS 环球生活（H），旗滨集团（A），首旅酒店（A），稳健医疗（A）。

■ **风险因素：**新冠疫情全球蔓延超预期，全球经济进入衰退；中美摩擦激化；国内信用环境恶化；新兴市场风险失控，出现大幅资金流出。

目录

“再通胀交易”主导上半年全球市场	1
展望下半年，复苏进入“下半场”	2
美股风险尚存，但难引发资金流出中国市场	2
南向资金持续增配港股	6
潮水退去，再通胀 VS 增长	8
聚焦之一：“再通胀”交易持续性	9
聚焦之二：复苏下半场，出口景气	14
聚焦之三：新经济的“增长成色”	17
配置建议	23
风险因素	28

插图目录

图 1: 全球大类资产表现 (%，2021/1/1-2021/5/17)	1
图 2: MXCN 分一级行业表现 (%，2021/1/1-2021/5/11)	2
图 3: MXCN 分二级行业表现 (%，2021/1/1-2021/5/11)	2
图 4: PMI 和期限利差显示美国经济持续快速恢复	3
图 5: 核心项的涨价现象仍不明显 (环比涨幅)	3
图 6: 低收入群体就业恢复程度非常缓慢	3
图 7: 美国保证金贷款余额增速创历史新高	5
图 8: 美国保证金贷款的余额与标普 500 走势高度相关	5
图 9: 预测各国 GDP 及复合增速	5
图 10: 资金仍持续流入中国股票市场	6
图 11: 资金流入中国债券市场趋势	6
图 12: 南向资金春节后流入速度有所放缓	6
图 13: 2020 年以来南向资金累计净买入超过 1 万亿港元	6
图 14: 我国 GDP 增长动力不减	8
图 15: 2020 年 MSCI China 一级行业盈利增速	8
图 16: 铜、铝等工业金属本轮价格快速上行	9
图 17: 黑色系金属 2020 年以来价格同样快速上行	9
图 18: 2010 年以来我国经历了两次通胀上行周期	10
图 19: 2017 年通胀高点后上游原材料价格仍高位运行约一个季度	11
图 20: 当前工业企业端主动补库存进入下半场	11
图 21: 2016-2017 年通胀周期 MXCN 上游板块表现	14
图 22: 2016-2017 年通胀周期 MXCN 中下游板块表现	14
图 23: 2020 年疫情以来 MXCN 材料板块明显跑出超额收益	14
图 24: 2020 年疫情以来 MXCN 工程机械板块表现相对较弱	14
图 25: OECD 综合领先指标显示全球经济稳步复苏	15
图 26: 我国对外贸易十分景气	15
图 27: 美国产能利用率逐步恢复	15
图 28: 美国上游板块产能利用率相对更高	15
图 29: 化工、交运设备、工业金属等行业出口持续景气	16
图 30: 中国各行业出口金额占比 (截至 2021-04)	16
图 31: 高频经济数据显示复苏稳步推进	18
图 32: 分行业工业增加值两年复合增速, 核心制造业工业增加值改善延续	19
图 33: 信息技术、公用事业板块 2019-2021 月度复合固定资产投资增速较高	19
图 34: 细分板块 CAPEX 变动	19
图 35: 细分板块预测营收增速	20
图 36: 分行业消费品零售复苏情况	21
图 37: 年初的二次疫情逐步消散后将重复 2020 年 Q3-Q4 的变化	21
图 38: 旅游、奢侈品等行业零售额占比逐年提升	21
图 39: 电商、免税、游戏、酒店等板块过去及未来预期营收增速均呈高增长态势	22
图 40: MSCI China 新经济板块的 PE 和盈利增速	23
图 41: MSCI China 新经济板块的 P/S 和营收 CAGR	23
图 42: MSCI China 传统经济板块的 PE 和股息率	24

表格目录

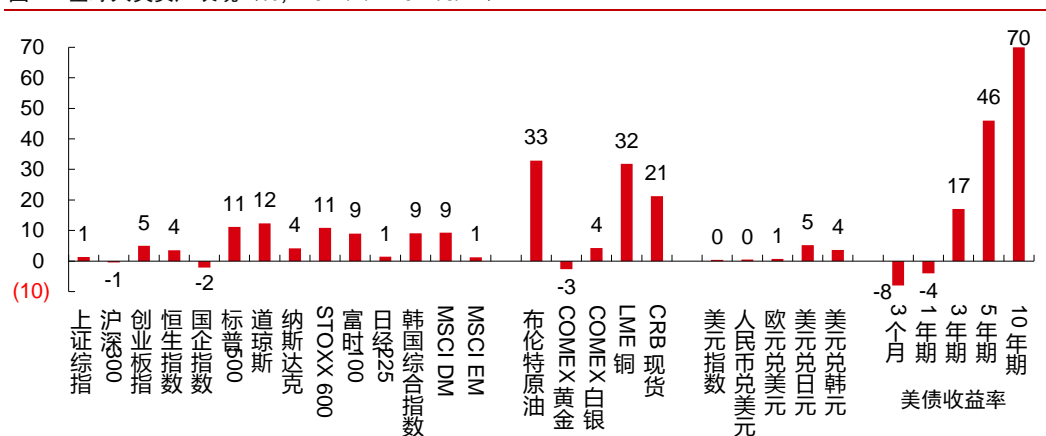
表 1: 美联储未来缩减购债计划的预期路径	4
表 2: 拜登提出的主要加税措施以及对美国经济影响预测	4
表 3: 南向资金 2021 年净流入板块	7
表 4: 2010 年以来三轮通胀周期的比较	10
表 5: 最近两轮通胀周期下企业毛利率变化	12
表 6: 最近两轮通胀时期 MSCI China 原材料板块龙头公司毛利率变化情况	13
表 7: 2020 年海外业务占比显著提高的部分龙头企业	16
表 8: MSCI China 二级行业盈利增速预测	17
表 9: 受益 CAPEX 周期提振的板块及重点个股	20
表 10: 受益消费升级和消费复苏的板块及重点个股	22
表 11: 2021 年下半年海外中资股投资组合	24
表 12: 2021 年下半年 MSCI China A 股投资组合	26

“再通胀交易”主导上半年全球市场

2021 年上半年，再通胀交易主导全球市场。从全球大类资产表现看，大宗商品走势最强，年初至今，油价、铜价分别上涨 32.9%和 31.8%；而黄金价格受美债收益率走强及美元汇率触底的压制，下跌 2.7%。经济强劲复苏的预期带动长端美债收益率大幅上行，年初至 5 月 17 日，美国 10 年期国债收益率共上涨 70bps；而通胀预期的走高更是催化了市场对美联储提前收紧货币政策的担忧，压制股市表现。

从全球资本市场看，发达市场显著跑赢新兴市场，MSCI DM/EM 分别上涨 9.2%和 1.3%。其中，美股市场走势最强，标普 500 和道琼斯指数分别上涨 11.1%和 12.3%。中国资产中，港股表现明显好于 A 股，恒生指数、沪深 300 分别变化 3.5%和-0.5%。从市场风格来看，流动性收紧的预期导致前期估值较高的白马股受到压制，年初至今价值跑赢成长、中小盘跑赢大盘成为市场的主旋律。

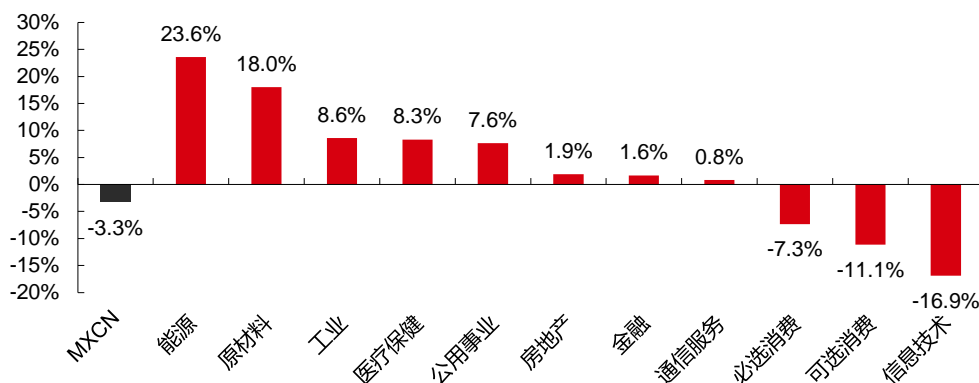
图 1：全球大类资产表现（%，2021/1/1-2021/5/17）



资料来源：Wind，中信证券研究部； 注：美债收益率单位为 bps

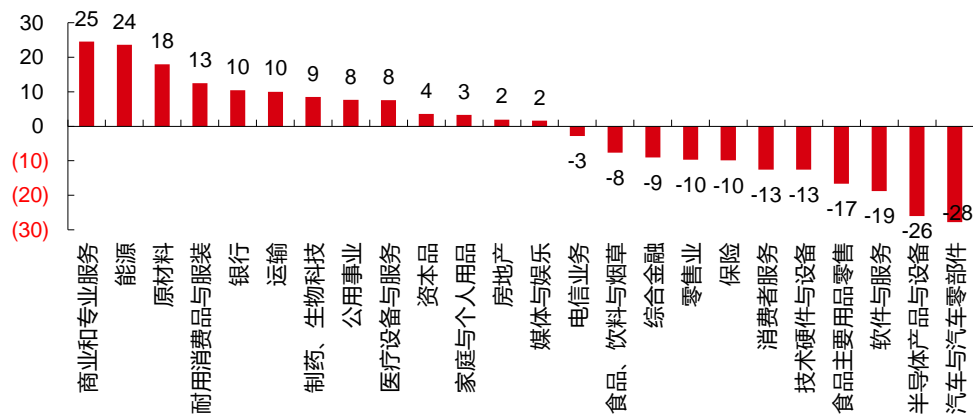
代表中国资产的 MSCI China 指数整体下跌 3.3%，表现比较突出的是受大宗商品价格上涨提振的上游能源及原材料板块，显著上涨 23.6%和 18.0%。经济的稳步复苏及海外需求拉动更是带动工业企业利润大幅上行，工业板块亦上涨 8.6%。另外，海外疫情再度爆发拉升疫苗需求，叠加消费复苏带动医疗服务板块的回暖，医药板块（+8.3%）同样表现强劲。碳中和及碳达峰目标框架下，新能源板块的主题性投资机会也再度引起投资者关注，公用事业板块上涨 7.6%。而 2020 年涨幅较高的成长板块则在上半年受到流动性收紧预期的压制，科技、可选消费、必选消费分别下跌-16.9%、-11.1%和-7.3%。

图 2: MXCN 分一级行业表现 (%，2021/1/1-2021/5/11)



资料来源: Factset, 中信证券研究部

图 3: MXCN 分二级行业表现 (%，2021/1/1-2021/5/11)



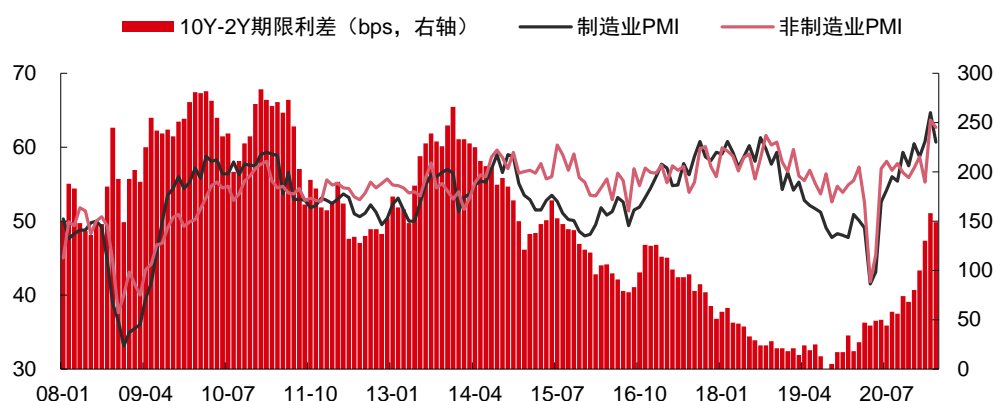
资料来源: Factset, 中信证券研究部

■ 展望下半年，复苏进入“下半场”

美股风险尚存，但难引发资金流出中国市场

下半年美国经济将维持快速反弹趋势，为美股提供基本面支撑。年初以来新冠疫苗的接种带动美国经济快速重启。美国 3 月的制造业和服务业 PMI 指数分别创下 1973 年以及 2003 年以来的历史新高。虽然受供给影响，特别是库存的下滑导致 4 月出现一定回落，但充沛的需求意味着今年下半年美国经济仍将维持快速反弹趋势。此外，美国 10 年期和 2 年期国债的期限利差也从年初 90bps 水平升至当前 160bps 左右的水平；除通胀预期推动以外，10 年期国债的实际收益率也曾一度攀升 50bps。因此，不论是实体经济还是金融市场的领先指标都显示美国经济扩张的趋势将延续。

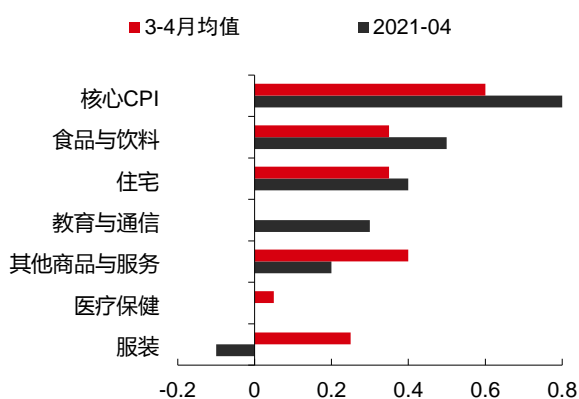
图 4: PMI 和期限利差显示美国经济持续快速恢复



资料来源: Wind, 中信证券研究部

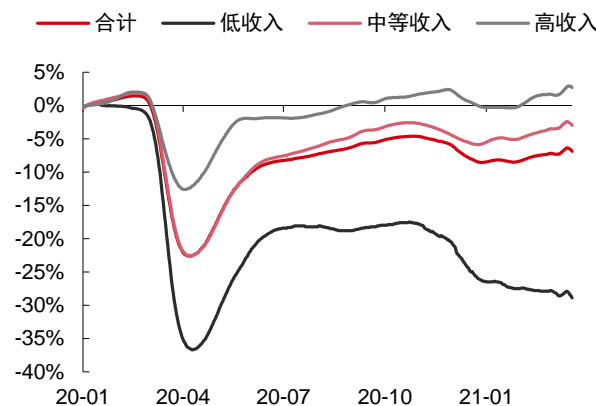
通胀上涨及就业修复的“不均衡”支撑发达市场下半年宏观流动性维持充裕。虽然 4 月的 CPI 飙升至 4.2%，但近期美联储官员的表态仍显示目前的通胀压力是“过渡性”的。具体看，4 月细项中增速最高的前 15 项中有 13 项都是和能源以及出行相关的，而其他传统主导 CPI 增速项，如住宅、教育和医疗服务等价格的环比增速并不明显。就业方面，除 4 月的新增非农数据大幅低于预期以外，疫情爆发后，美国低收入人群的就业恢复程度非常缓慢，截至今年 4 月初就业人数仍较疫情前下降了近 29%。因此，结合对于通胀以及就业两方面的考量，我们判断美联储下半年仍将维持当前每月 1200 亿美元的购债体量，今年下半年发达国家的宏观流动性依旧非常充裕。

图 5: 核心项的涨价现象仍不明显（环比涨幅，%）



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 6: 低收入群体就业恢复程度非常缓慢



资料来源: www.tracktherecovery.org, 中信证券研究部

但下半年美联储提前与市场沟通缩减量化宽松、拜登推行加税计划的预期以及散户高杠杆风险或将成为影响美股市场表现的三大核心因素。随着美国经济的全面重启以及今年 4 月 FOMC 会议纪要释放的信号，我们判断美联储将于 2022 年开启并完成其缩减购债计划。具体看，我们判断美联储将在今年 6 月的 FOMC 会议上再次上调通胀预期，随后鲍威尔预计将在 8 月的 Jackson Hole 会议释放对于美国通胀以及就业修复已取得显著性进展的表述，并给出考虑缩减购债计划的信号；随后，2022 年 1 季度起，每季度的月国债和 MBS 购买量都分别下调 160 亿美元和 80 亿美元，直至 4 季度削减完毕。当然，我们

不排除一旦美债长端收益率出现飙升，美联储或边际放缓缩减的幅度，以维持市场流动性的充足。

表 1：美联储未来缩减购债计划的预期路径

日期	事件	决定
2021 年 6 月 15-16 日	FOMC 会议	上调通胀预期
2021 年 8 月	Jackson Hole 会议	释放对于美国通胀以及就业修复已取得显著性进展的表述，并给出考虑缩减购债计划的信号
2021 年 9 月 21-22 日	FOMC 会议	宣布对于购债计划缩减的前瞻指引
2021 年 12 月 14-15 日	FOMC 会议	宣布对于 2022 年购债规模缩减细则
2022 年 1 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 640 亿美元和 320 亿美元
2022 年 2 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 480 亿美元和 240 亿美元
2022 年 3 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 320 亿美元和 160 亿美元
2022 年 4 季度		每月国债和 MBS 购买量分别下调至 160 亿美元和 80 亿美元

资料来源：中信证券研究部

拜登加税计划预计对美国长期 GDP 造成 1.6% 的冲击。2021 年 3 月 31 日，美国总统拜登提出总投资规模高达 2.3 万亿美元的“美国就业计划”（The American Jobs Plan），并于 4 月 28 日再次提出“美国家庭计划”（The American Families Plan）。但出于对财政收支的考量，拜登也同时提出了通过加税来弥补额外财政支出的缺口。我们认为，拜登的基建及其他支出计划虽有利于创造就业机会、缩小美国贫富差距、增强科技领域研发动力等，但短期来看，企业所得税的提升毫无疑问将对美股盈利造成冲击，而资本利得税的上调预计会导致投资者在有效期日前进行抛售。最后，由于二战后美国历史上从未出现过个人所得税、企业所得税以及资本利得税同时上调的情况，若美国丧失税收的相对优势，或导致中长期资金持续流出美国的现象。

表 2：拜登提出的主要加税措施以及对美国经济影响预测

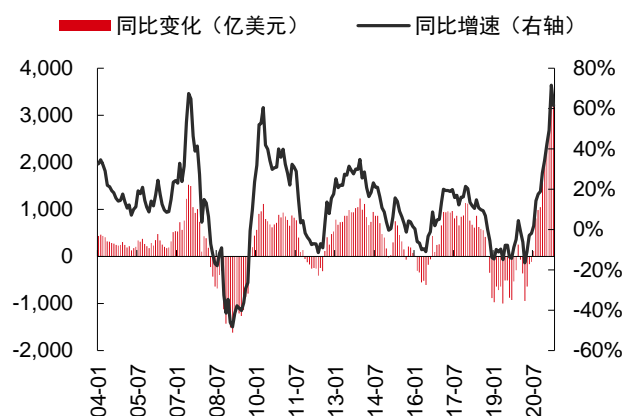
税种	变化	2021-2030 年税收收入增加预测(亿美元)		对长期 GDP 影响
		Tax Policy Center	Tax Foundation	
个人	对年收入 40 万美元以上的家庭加征 12.4% 的社保税	7398	8199	-0.18%
	对年收入 40 万美元以上的家庭加将退税项比例限制在 28%	2235	2835	-0.09%
	最高个人所得税率从 37% 提升至 39.6%	1118	1481	
资本利得	对个人或家庭年收入超过 100 万美元的家庭，长期资本利得税从 20% 提升至 39.6%	3727	4694	-0.02%
遗产及赠与税	将遗产和赠与税提升至 2009 年的水平	2182	2807	-0.15%
企业	企业所得税提升至 28%	7273	10508	-0.97%
	征收最低 15% 的账面利润税	1085	2027	-0.21%
	GILTI 税率从 10.5% 提升至 21%	4421	2897	
合计		20923	27820	-1.62%

资料来源：Tax Policy Center、Tax Foundation 等（含预测），中信证券研究部

在当前美国保证金贷款余额极高的背景下，仍需警惕未来“散户加杠杆”情形逆转的风险。新冠疫情爆发以来美国保证金贷款出现持续飙升。截至今年 4 月底，美国保证金贷款余额高达 8472 亿美元，同比增速达 61.5%（今年 3 月同比增速更是达到 71.6% 的历史

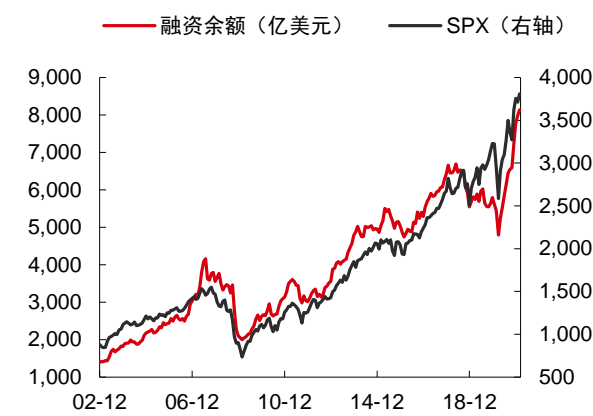
高点), 环比也出现连续 13 个月正增长。过去 20 年维度, 美国保证金贷款余额与标普 500 指数的走势高度一致, 而融资账户中可使用余额比例的拐点又与股指的拐点较为吻合, 一旦可使用余额的比例下降至阶段性的低点, 美股便会出现回调。因此, 未来美联储开始与市场沟通缩减购债计划所导致的增量流动性预期下降, 叠加拜登加税计划若正式落地, 或导致“散户加杠杆”资金流入的趋势出现逆转。

图 7: 美国保证金贷款余额增速创历史新高



资料来源: FINRA, Wind, 中信证券研究部

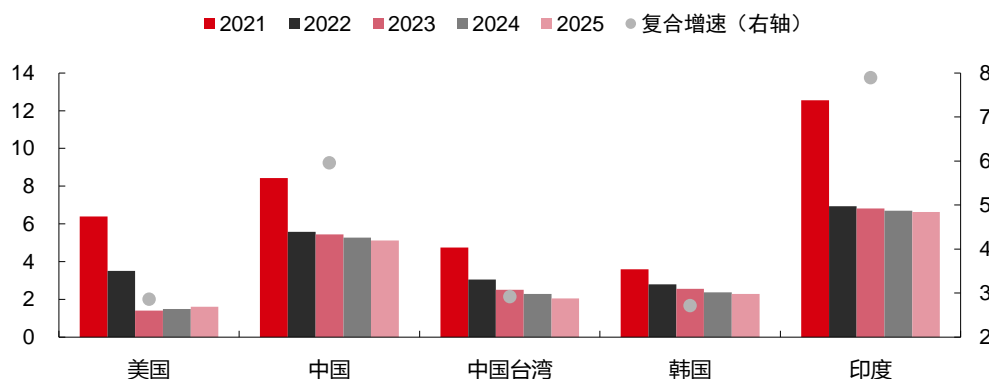
图 8: 美国保证金贷款的余额与标普 500 走势高度相关



资料来源: FINRA, Wind, 中信证券研究部

在下半年三大风险或致美股承压, 且美债收益率仍有上升空间的背景下, 考虑到我国具备相对独立的货币政策, 稳定的经济结构和较强的基本面支撑, 我们认为资金不会持续流出中国市场。一方面, 我国货币政策始终维持稳健中性, 降低了资金流出的风险; 另一方面, 我国疫情管控情况良好、经济持续稳步复苏, 在基本面稳定性较强的情况下出现大规模资本外流的可能性较低。根据 IMF 预测的各国经济数据, 尽管 2021 年美国经济复苏状况良好, 但仍低于我国 8.4% 的预测 GDP 增速。若考虑未来五年 GDP 复合增速预期, 我国高达 6.0%, 更远高于美国的 2.8%, 因此我国基本面长期具备较强支撑。

图 9: 预测各国 GDP 及复合增速 (%)

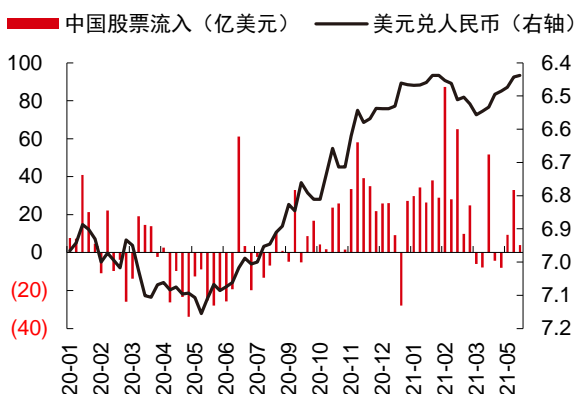


资料来源: Wind, IMF (含预测), 中信证券研究部

另外, 较强的人民币汇率以及仍相对较高的中美息差亦预示着外资持续增配人民币资产的趋势将延续。历史上看, 中美息差收窄的确会影响海外资金流入中国债券市场, 但目前中美息差仍维持在 145bps 左右的水平, 即便美债收益率继续上行也料不会导致资金流

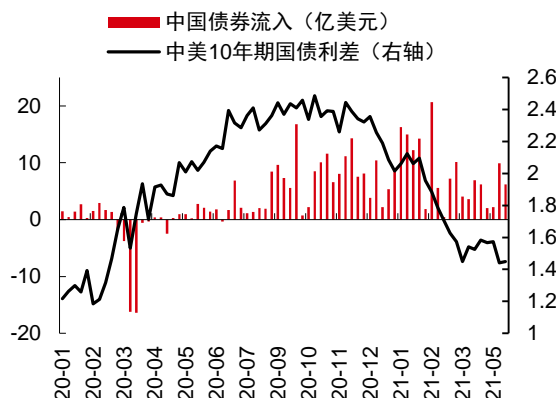
出。对于股市而言，海外资金流入中国市场与汇率的相关性更强，而与中美息差变化的关系较弱。考虑当前美元指数走势偏弱，且不管是从国内持续向好的经济增长，还是中性稳健的流动性环境，以及海外资金配置中国核心资产的长期趋势来看，人民币都不具备大幅贬值的基础。我们预计下半年人民币汇率仍将维持强势，中枢在 6.4 左右。因此在中美利差仍旧较高且人民币维持强势的背景下，我们判断自去年 2 季度开始海外资金持续增配人民币资产的趋势也将继续。

图 10：资金仍持续流入中国股票市场



资料来源：Wind, EPFR, 中信证券研究部

图 11：资金流入中国债券市场趋势

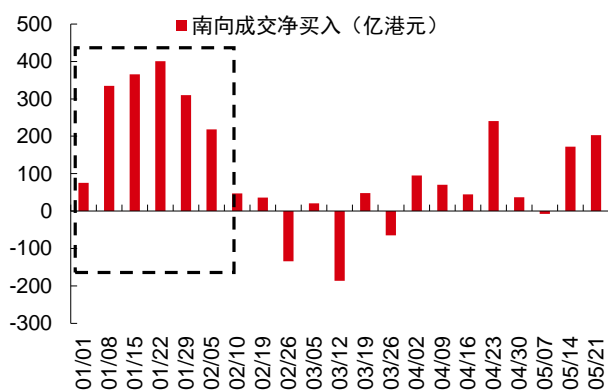


资料来源：Wind, EPFR, 中信证券研究部

南向资金持续增配港股

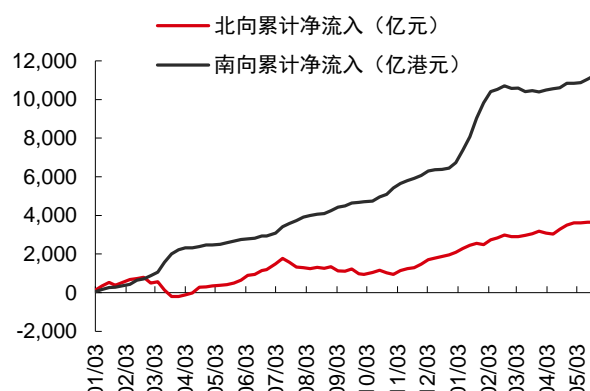
2021 年上半年港股显著跑赢 A 股市场，其中南向资金前 5 个月累计净流入达到 4625 亿港元（去年同期为 270 亿），但经历了春节前的爆发式净流入后整体节奏有所放缓。**2021 年 1 月，南向资金创纪录净买入达到 3100 亿港元，此后 4 个月累计净买入仅 1525 亿港元。**在爆发式净流入放缓，甚至节后一度出现大规模回流后，南向资金在 3 月底重回港股市场。自 2020 年以来，南向资金累计净流入港股市场达到 11250 亿港元。

图 12：南向资金春节后流入速度有所放缓



资料来源：Wind, 中信证券研究部，注：截至 2021 年 5 月 21 日

图 13：2020 年以来南向资金累计净买入超过 1 万亿港元



资料来源：Wind, 中信证券研究部，注：截至 2021 年 5 月 21 日

行业层面，4 月以来南向资金对于“新经济”板块配置偏好进一步抬升，计算机、电子元器件、纺织服装、医药等“新经济”板块获稳定增持，但绝对量相较节前的爆发式流入有所放缓。落到个股层面，腾讯控股依旧是南向资金最青睐的个股，截至 2021 年 5 月 14 日，全年净买入腾讯控股接近 1300 亿港元，此外中国海洋石油、小米集团以及思摩尔国际同样净买入体量较大。

表 3：南向资金 2021 年净流入板块（亿港元）

	春节前	春节后		春节前	春节后
计算机	1227.27	187.45	电力设备	16.86	5.76
电子元器件	238.07	129.91	钢铁	4.07	4.26
纺织服装	87.71	121.84	基础化工	-0.03	3.81
通信	663.07	92.54	国防军工	9.04	0.02
医药	239.53	63.94	国防军工	9.04	0.02
家电	41.97	40.37	机械	12.21	-2.27
传媒	19.14	26.33	建材	15.18	-9.67
轻工制造	151.18	22.02	农林牧渔	19.00	-10.31
房地产	61.63	20.44	汽车	-124.98	-13.42
煤炭	5.83	14.58	交通运输	10.54	-14.34
商贸零售	0.29	13.41	银行	79.87	-25.69
建筑	14.21	10.56	有色金属	-11.42	-38.83
综合	25.53	10.14	石油石化	375.33	-58.76
电力及公用事业	29.62	8.05	非银行金融	247.35	-147.16
食品饮料	107.87	7.79	餐饮旅游	336.71	-197.00

资料来源：Wind，中信证券研究部 截止 2021 年 5 月 21 日

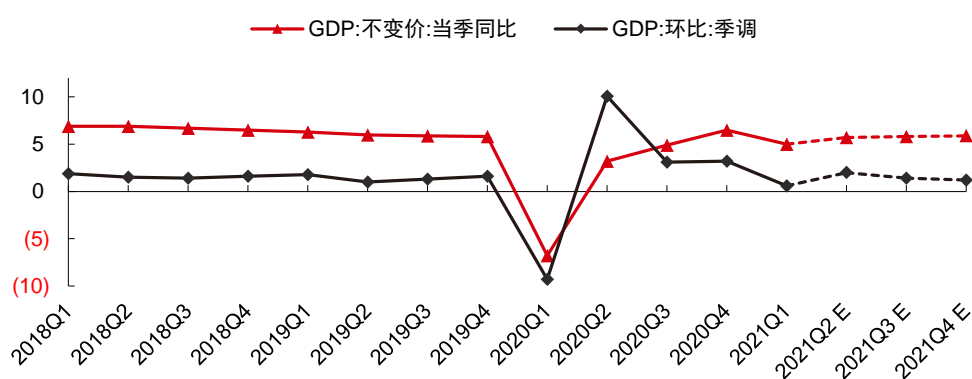
节后南向资金流入速度回归正常，全年料将保持稳定净买入，根据测算，我们预计南向资金 2021 年全年净流入规模在 8000 亿港元，其中下半年预计净流入规模有望达到 3200 亿港元。增量空间方面，根据我们的测算，截至 2020 年底内地公募基金中允许投资港股的主动偏股型普通公募基金共计 751 只，合计总规模达到 1.86 万亿元，重仓口径下配置港股总金额约为 3308 亿元。根据各基金说明书规定的配置上限，可配置港股总市值最高可达到 9242 亿元。

此外，2020 年 12 月 30 日人社部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》，将企业年金和职业年金的权益投资比例从 30%上调到了 40%；且将港股通纳入了权益投资标的范围，比例不高于投资组合委托投资资产净值的 20%。企业年金和职业年金合计规模达到接近 3 万亿，虽然年金基金实际权益资产的配置比例远未达到上限，且港股新增配置及对原有权益资产的置换过程也较为缓慢，但预计也将成为港股增量资金的一个重要来源。

■ 潮水退去，再通胀 VS 增长

复苏进入“下半场”，复苏中最大的矛盾是“不均衡”，三重“不均衡”显示当前经济运行仍未常态化回归。其中包括不同行业间生产恢复的“不均衡”；内外需求恢复的“不均衡”以及不同规模企业之间景气程度表现的“不均衡”。从行业间生产恢复的进程来看，受疫情生产影响较大的第三类行业，包括交运仓储业、批发零售业、租赁和商务服务业以及住宿和餐饮业，由于其对社交接触的需求更大，距离完全恢复仍有相当距离。因此我们判断稳定可预期的货币财政政策将推动 2021 年下半年中国经济持续恢复向好。

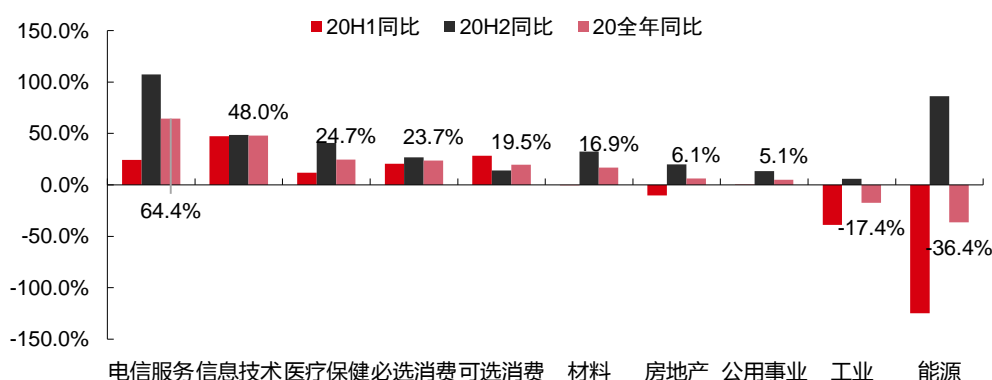
图 14：我国 GDP 增长动力不减



资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组测算；注：2021 年为 19 年来年化同比数据；虚线为预测值

2020 年 MSCI China 整体营收和净利润增速为 2.5%/3.3%，下半年业绩修复更明显、2020H2 收入和净利润环比增长 14.1%/22.2%，较 2019H2 同比增长 5.9%/24.4%。边际上看，营收端房地产、可选消费、信息技术、材料以及医疗保健板块下半年业绩修复较强。其中顺周期与投资相关的房地产、工业板块下半年净利润环比增长 56.2%、60.5%，经济复苏带动全球大宗商品价格上行，毛利率提升的背景下，有色、黑色金属等原材料板块盈利快速复苏，2020H2 原材料板块净利润环比增长 46.1%，全年同比增长 19.5%。

图 15：2020 年 MSCI China 一级行业盈利增速



资料来源：Wind，中信证券研究部

在经济复苏、企业业绩快速修复同时，我们也看到“再通胀”也引发投资者关于中下游企业利润率遭受挤压的担忧，负反馈效应开始显现，我们认为，下半年市场关键的三个问题：第一，是“再通胀”交易的持续性；第二，虽然仍会有反复，但全球经济正从疫情中慢慢走出，复苏进入“下半场”。当前海外供给恢复弹性相对较小，在经济复苏向好、需求十分旺盛的背景下，出口中的化工、有色、消费电子等海外业务占比较高且出口情况持续改善的板块有望受益于外需的持续景气；第三，结构性机会，“潮水退去”后，新经济公司真正的长期成长能力。我们认为营收高增叠加 CAPEX 周期提振的高端制造和医药板块景气有望长期持续；此外，受益短期服务性消费超预期的休闲服务板块以及长期消费升级下的“新消费”板块具有较强业绩确定性。

聚焦之一：“再通胀”交易持续性

全球经济触底反弹，疫苗的有效接种进一步推动全球经济恢复预期上行。宽松的流动性推高以美元计价的上游原材料产品，2021 年 4 月中下旬以来，由于全球供需缺口尚未明显缩小、国内需求稳步复苏、短期内行业供给偏差以及市场做多情绪较高等多重因素共同推动，工业品价格同比涨幅进一步扩大。通胀的快速上行反映在宏观经济指标上是 PPI 自 2020 年 3 月以来快速上涨，其中 4 月 PPI 同比增长 6.8%。从结构上看，本轮通胀的快速上行集中在上游行业，石油和天然气开采、黑色金属冶炼和压延加工业、化学原料和化学制品业、煤炭开采业和洗选业等行业的价格上涨较快。

图 16：铜、铝等工业金属本轮价格快速上行（美元/吨）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 17：黑色系金属 2020 年以来价格同样快速上行（元/吨）

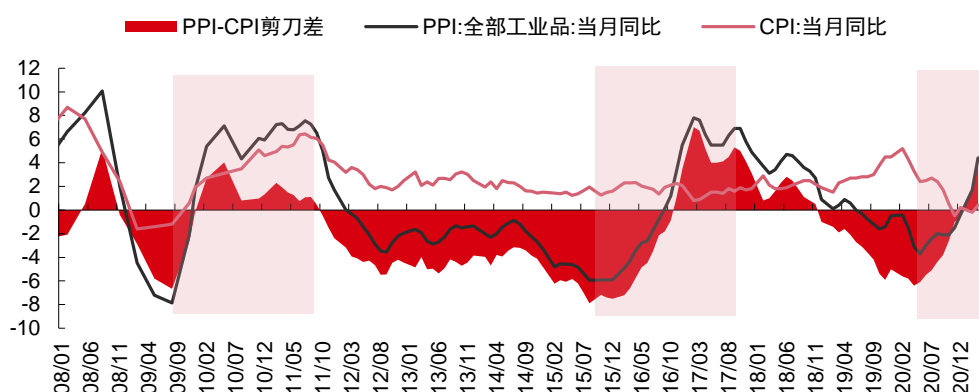


资料来源：Wind，中信证券研究部

预计通胀将在今年 5-6 月达到高点。5 月 19 日国务院常务会议指出，要高度重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，针对市场变化，突出重点综合施策，保障大宗商品供给，遏制其价格不合理上涨，努力防止向居民消费价格传导。5 月下旬大宗商品价格出现了普遍回调，往后看，随着供需错配格局的改善 PPI 持续上行的压力将有所减轻。根据中信证券研究部宏观组的预测，大宗商品价格快速上涨的负面影响可控。预计 PPI 将在今年 5-6 月达到高点，接近 8% 的水平。那么在 PPI 预计 5-6 月同比到达高点后工业品价格走势如何？原材料价格上行对上、中、下游企业利润端影响多大？以及对于上市公司股价未来会如何演绎？我们通过复盘 2010 年以来两轮通胀周期，对当前的通胀环境进行判断。

我们复盘了 2010 年以来的两轮通胀上行周期，其中第一轮发生在金融危机后，2009-2012 年，CPI、PPI 同向上行，并同时于 2011 年 7 月达到阶段性高点，同比增速分别为 6.5% 和 7.5%。第二轮通胀上行发生在 2016-2017 年供给侧改革期间，此轮通胀的表现为 PPI 显著波动、CPI 相对平稳，PPI 高点发生在 2017 年 2 月，工业品价格同比增速达到 7.8%。

图 18：2010 年以来我国经历了两次通胀上行周期



资料来源：Wind，中信证券研究部

对比此前的两轮通胀上行周期，我们认为此轮 PPI 上行，CPI 基本保持不变与 2016-2017 年供给侧改革时期的通胀周期较为相似，但结构上存在一定差异。供需结构失衡叠加国内外宽松的流动性环境是构成此轮通胀的主要因素。去年一季度疫情造成经济封锁，工业企业于二季度开始复工复产，但产能利用率仍处于较低水平。随着地产基建等投资端复苏，上游工业企业进入产能去化阶段，但需求端的超预期恢复使得供给端产能短缺问题被放大，工业品价格进入快速上行通道。另一方面，宽松的货币政策同样推动此轮价格上涨，美联储 3 月两次紧急降息后美国已经重回零利率时代，自 2020 年 3 月以来美国政府的财政刺激计划累计规模达到 4.9 万亿美元，进一步注入流动性。弱美元周期下，人民币走强，以美元计价的上游原材料产品在需求修复的逻辑下“涨价”逻辑贯穿 2020 年下半年至 2021 年二季度的板块投资。

表 4：2010 年以来三轮通胀周期的比较

	2009-2011 年金融危机后	2016-2017 年供给侧改革	2020 年 3 月至今
成因	金融危机后，流动性宽松，四万亿刺激政策	“四万亿”政策下产能过剩，实体经济去杠杆，供给侧改革	后疫情时代，大规模的财政刺激计划叠加宽松的流动性环境，供给缺口推动工业品价格上行
PPI	从 2009 年 7 月的低点(-8.2%)上行至 2011 年 7 月高点(7.5%)，此后一季度回落至 2%以内水平	2015 年底开始逐渐上行，2017 年 2 月见顶后连续 8 个月维持在 5% 以上水平。	2020 年 4 月开始进入上行通道，2021 年 4 月同比增速达到 6.8%
CPI	与 PPI 走势保持一致	与 PPI 走势出现明显背离，CPI 在 2015 年末到 2017 年末增速维持在 2%以内	受猪价拖累，CPI 走势与 PPI 出现明显背离，过去一年同比增速下滑
原油	2009 年 4 月油价提前一季度出现向上拐点，地缘政治推高油价上涨，此轮油价高点出现在 2011 年 4 月，同样领先 PPI 一个季度见顶。区间涨幅超过 200%	油价整体运行平稳，2015 年 10 月至 2017 年 2 月期间仅上涨 10%。	2020 年 3 月暴跌后过去一年原油价格累计上涨超过 120%。目前已回到疫情前水平

	2009-2011 年金融危机后	2016-2017 年供给侧改革	2020 年 3 月至今
工业金属	LME 铜、铝绝对价格在 2011 年 4 月见顶后回落。	LME 铜、铝价格拐点滞后 PPI 拐点 2 个季度，涨价持续到 2018 年 4 月后出现明显回落	LME 铜价格突破 10000 美元/吨，自去年 3 月涨幅超过 100%，铝、锌等价格涨幅均超过 50%。
钢铁、煤炭	黑色系螺纹钢价格于 2011 年 2 月见顶后小幅下滑	螺纹钢价格在 2017 年中见顶后始终在高位运行	铁矿石、螺纹钢、动力煤价格自 2020 年 3 月累计上涨均超过 50%。
结构性	输入性通胀	供给侧改革下的通胀	输入性通胀

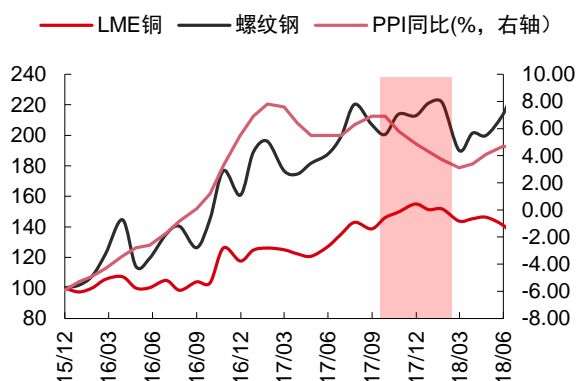
资料来源：Wind，中信证券研究部

通胀见顶回落，大宗商品价格拐点往往滞后 PPI 拐点一个季度左右。对比 2016-2017 年供给侧改革时期，PPI 拐点出现在 2017 年末，但工业金属的价格拐点相对滞后一个季度发生，但斜率明显放缓。结合本轮通胀周期的 PPI 增速，2021 年 4 月工业品价格同比涨幅进一步扩大，但环比涨幅已呈现放缓态势。

从库存的角度来看，2020 年 3-4 月疫情导致产成品库存阶段性高企，此后随着复工复产推进，上游行业整体进入去库阶段，同年下半年在经济修复预期下，在终端需求和工业企业利润逐步改善后，企业主动补库开启。

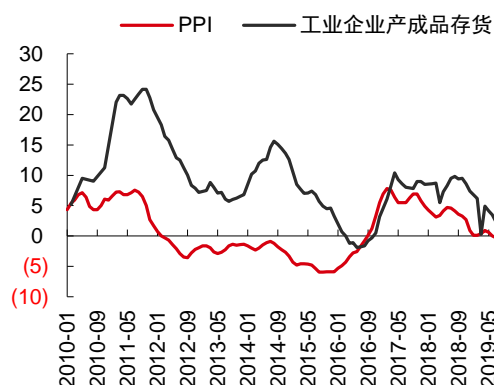
往后看，工业品价格走势将呈现结构性分化，以美元计价的工业金属价格高位运行有望持续到 2021 年三季度，而以国内供需结构定价的黑色系金属（包括煤炭、钢铁等）上涨压力较大，而非金属原材料中水泥、玻璃在下游需求的拉动下景气度有望持续高升。（1）有色金属：我们认为此轮铜下游主动补库的核心推动是需求，第二季铜铝价格上行至十年历史高位，随着消费旺季来临，根据中信证券研究部周期产业组的判断，预计铜铝金属板块景气度仍将维持高位，以铜铝为主的工业金属价格在经历了近期的明显回调后高位运行趋势有望延续至 2021 年三季度。小金属方面，锂的高景气行情预计延续至 2022 年，本土锂资源保障成为市场交易的核心逻辑。（2）黑色金属：保供稳价政策下，短期钢铁、煤炭等黑色金属价格快速下行，伴随钢材产量限制逐步落地，铁矿等原材料的库存累积将在下半年加速，届时钢价可能会跟随原料价格下跌出现回落。

图 19：2017 年通胀高点后上游原材料价格仍高位运行约一个季度



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 20：当前工业企业端主动补库存进入下半场（同比，%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

复盘 2016-2017 年供给侧改革下的通胀周期，上游原材料板块普遍受益于“涨价”逻辑，龙头企业毛利率改善明显，且业绩释放相较 PPI 高点有一个季度到半年的滞后效应。而中下游企业中，耐用消费品（主要是纺服、传统家电）、技术硬件与设备等板块的龙头公司能一定程度上转嫁上游原材料价格上行带来的成本压力，较强的议价能力和成本管控使得这些板块在上一轮通胀周期中毛利率仍略有抬升。此外下游的食品饮料、消费者服务、制药、医疗保健设备等板块对工业品价格的上涨并不敏感，因此同样表现为区间盈利能力的提升。

而中游工业和制造端中的机械、半导体、小家电等板块的利润空间在上一轮通胀周期明显受到一定程度的挤压，表现为毛利率下滑，但整体下滑幅度不大。从时间周期来看，中游制造端企业毛利率在 PPI 见顶 1-2 个季度探底后企稳回升，同样较 PPI 拐点有一定的滞后效应。

表 5：最近两轮通胀周期下企业毛利率变化

	2016-2017 年供给侧改革时期				2020-2021 后疫情时代		
	15H2	17H2	18H1	18H1-15H2 毛利率变化	20H1	20H2	20H2-20H1 毛利率变化
材料	11.0%	18.7%	18.8%	7.8%	16.1%	16.8%	0.6%
房地产	26.7%	30.9%	32.5%	5.8%	28.1%	25.0%	-3.1%
耐用消费品	25.6%	28.0%	28.5%	2.9%	27.9%	29.2%	1.3%
医疗保健设备	12.0%	13.3%	14.0%	2.0%	14.5%	15.0%	0.5%
技术硬件设备	19.6%	22.7%	21.5%	1.9%	21.3%	21.8%	0.5%
汽车与汽车零部件	16.0%	16.3%	16.2%	0.2%	14.3%	14.8%	0.5%
资本货物	16.2%	16.4%	16.0%	-0.2%	15.1%	14.4%	-0.7%
家庭与个人用品	44.1%	42.4%	43.4%	-0.7%	48.4%	41.8%	-6.6%
能源	22.9%	23.1%	21.7%	-1.2%	17.7%	23.6%	5.9%
半导体	24.4%	23.3%	22.6%	-1.8%	25.5%	23.9%	-1.5%
商业与专业服务	39.6%	31.7%	36.6%	-3.0%	34.2%	29.0%	-5.3%
运输	21.1%	17.3%	17.3%	-3.8%	6.6%	11.6%	4.9%
公用事业	32.3%	25.0%	24.8%	-7.5%	29.0%	28.0%	-1.0%

资料来源：Wind，中信证券研究部

以 MSCI China 全部股票池为例，在剔除了 2015 年末上市的以及 A/H 两地上市的 H 股后，我们可以明显看到 2016-2017 年供给侧改革下，上游原材料板块在工业金属、黑色金属的价格支撑下盈利能力大幅改善，同时毛利率的拐点滞后于 PPI 高点约 1-2 个季度，对比此轮通胀周期，2020 年下半年材料板块的毛利率环比提升 0.6pct，工业金属的“涨价”逻辑仍未完全体现到上市公司业绩层面，因此我们判断基于 PPI 高点出现在 2021 年 5-6 月的假设前提下，未来半年时间上游原材料龙头公司业绩具备较强支撑。

上游原材料板块未来 1-2 个季度盈利能力料将持续改善。我们对比 2016-2017 年和 2020-2021 年两轮通胀周期发生时上游原材料板块的龙头公司业绩情况，从细分赛道的角度来说，2015-2018 年原油价格涨幅较小，因此与原油价格关联度较高的石油石化板块在彼时并没有体现出明显的盈利能力改善。相反工业金属，尤其是铜、铝价格的上涨带动相关企业，包括紫金矿业、洛阳钼业、华友钴业等毛利率明显提升，对比 2021Q1 相关公司的毛利率变化来看，我们认为该板块在未来两个季度的盈利能力仍有明显改善空间。而对

于钢铁板块来说，2020 年下半年成本端铁矿石价格的上行压缩了钢铁企业的利润空间，华菱钢铁、宝钢股份过去四个季度毛利率分别-3.46/+4.08pcts，未来两个季度，在供需关系、原材料价格上涨，流动性维持宽松等多重因素作用下，钢厂端仍有望实现原料价格上涨压力向下游的充分传导，进一步提升利润空间。

除了有色和黑色系金属外，疫情之下受益于基建投资和房地产投资的拉动，原材料端水泥、玻璃景气度始终维持高位，建材龙头公司业绩迎来快速释放，盈利能力进一步改善。

“碳中和”大框架下，水泥、建材等重点行业节能改造持续推进，短期或倒逼行业减产，对价格形成支撑。在这一轮通胀上行周期中，建材板块龙头业绩快速释放，同时盈利能力环比改善幅度更加显著，其中中国巨石、北新建材过去四个季度毛利率累计提升12.13/4.99pcts，同时从营收的环比来看，随着下游需求的进一步释放有望迎来营收和利润的双增。

表 6：最近两轮通胀时期 MSCI China 原材料板块龙头公司毛利率变化情况

名称	公司代码	细分行业	2015Q3-2018Q1 毛利率变化	2020Q1-2021Q1 毛利率变化	2021Q1 营收环比 (%)
紫金矿业	601899.SH	有色金属	8.57	4.11	15.67
中国铝业	601600.SH	有色金属	5.09	4.04	-0.43
洛阳钼业	603993.SH	有色金属	13.86	15.71	22.16
恒逸石化	000703.SZ	石油石化	1.69	-0.59	22.85
恒力石化	600346.SH	石油石化	3.69	-8.24	8.55
万华化学	600309.SH	基础化工	14.17	12.04	29.38
华菱钢铁	000932.SZ	钢铁	14.40	-3.64	15.74
宝钢股份	600019.SH	钢铁	9.34	4.08	-0.05
信义玻璃	00868.HK	建材	10.32	7.52	34.37
中国巨石	600176.SH	建材	5.30	12.13	5.42
北新建材	000786.SZ	建材	2.66	4.99	-11.70

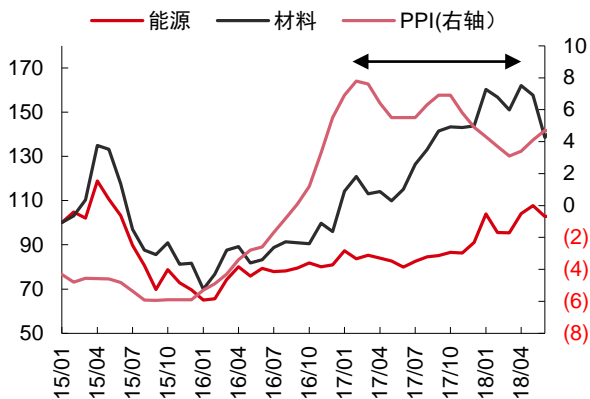
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：信义玻璃毛利和营收数据均为中报和年报数据

大宗商品价格上涨对传统制造端造成一定压制，但高端制造业盈利下滑影响相对可控，高景气度下更应关注相关产业的长期成长性。结合我们上文的具体数据，大宗商品价格上涨在上一轮通胀周期对中游制造端毛利率造成一定冲击，重点包括工程机械、家电、汽车与零部件、半导体设备以及光伏新能源等中下游制造企业。但结构上呈现明显分化，其中以基建、地产投资拉动的传统制造端毛利率下滑幅度较大，具体来看，以美的集团、兆驰股份、新宝股份以及九阳股份为代表的白电和小家电板块 2020Q1-2021Q1 期间毛利率普遍下滑超过 2pcts，此外浙江鼎力、艾迪精密、中联重工等工程机械龙头公司同样面临毛利率下滑的窘境。反观在这一轮通胀周期中，以高端制造业为主的半导体设备、新能源光伏等具备长期成长性的龙头公司毛利率下行风险相对可控。

历年通胀周期下，由于较为宽松的流动性环境，资本市场往往表现较好。从板块端来看，上游有色、黑色系金属在上一轮通胀周期到达高点后一段时间仍有一定的超额收益，其中毛利率大幅改善的紫金矿业和洛阳钼业在 2016 年初至 2018 年 3 月累计涨幅分别达到 112%和 207%。对于中下游制造业企业来说，利润空间遭到一定程度压制的资本货物（主要是机械）、耐用消费品等传统制造端股价承压，反观汽车与零部件板块的龙头公司

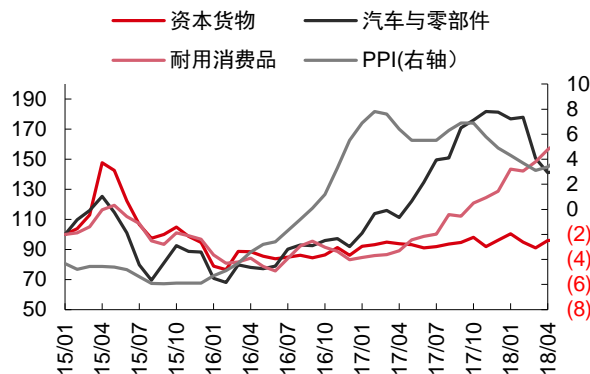
包括广汽集团、吉利汽车等在盈利能力大幅改善的背景下，公司股价也在通胀到达高点后一段时间内突破前高。

图 21：2016-2017 年通胀周期 MXCN 上游板块表现



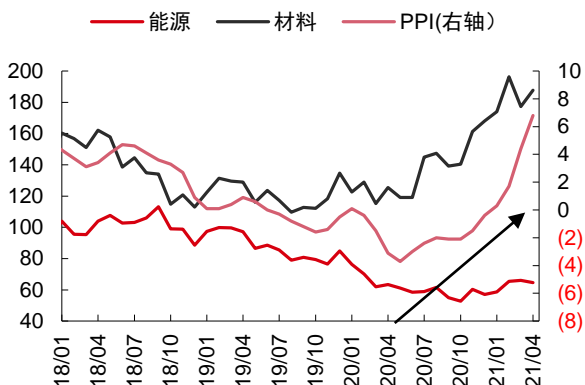
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：自 2015 年 1 月 1 日起标准化

图 22：2016-2017 年通胀周期 MXCN 中下游板块表现



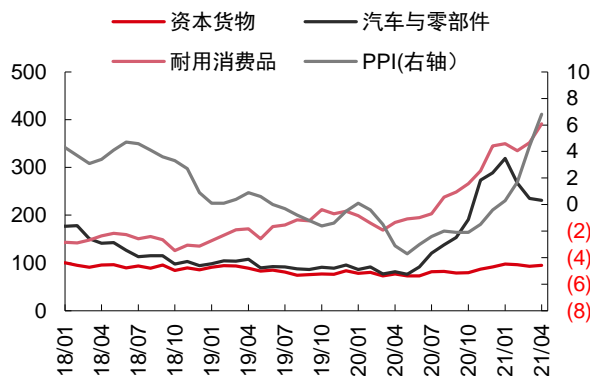
资料来源：Wind，中信证券研究部，注：自 2015 年 1 月 1 日起标准化

图 23：2020 年疫情以来 MXCN 材料板块明显跑出超额收益



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：2020 年疫情以来 MXCN 工程机械板块表现相对较弱



资料来源：Wind，中信证券研究部

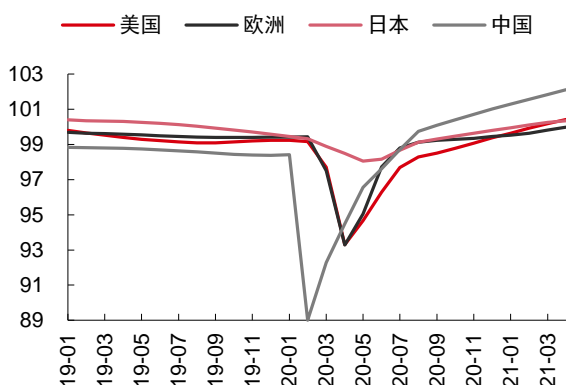
综上所述，我们认为相较于上一轮通胀周期，本轮通胀达到高点后，以美元计价的铜、铝等工业金属目前库存仍处于较低水平，随着消费旺季的来临，景气度有望延续至今年三季度，板块内的龙头企业毛利率环比有望持续改善至今年下半年，在较强的盈利能力支撑下，紫金矿业、洛阳钼业、赣锋锂业 2020Q1-2021Q1 毛利率分别提升 4.1/11.6/15.7pcts，股价在未来一段时间仍有望延续上涨势头。而对于黑色系来说，碳达峰背景下的“供给侧改革 2.0 开启”，钢铁行业利润端有望大幅增厚，从中期来看，行业集中度将大幅提升空间，盈利稳定性有望增强，望支撑钢铁板块估值提升。

聚焦之二：复苏下半场，出口景气

年初以来，疫苗接种的逐步推进带动海外国家经济持续复苏，以美国为首的发达市场国家经济重启进程尤为显著。4 月美、欧制造业 PMI 分别达到 60.7 和 62.9，均为近十年来的高点。2020 年 4 月至今，美欧日的 OECD 综合领先指标也均呈持续上涨趋势，海外

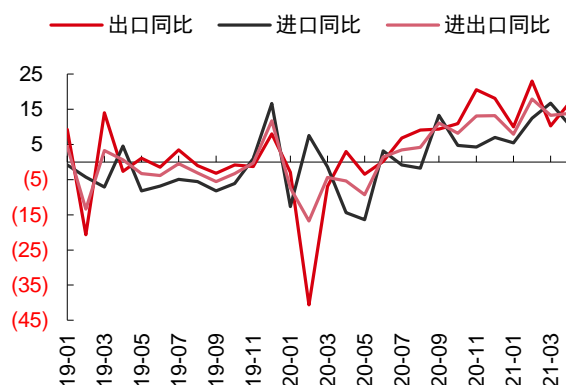
主要国家经济复苏进程持续稳步推进。而基于海外需求持续旺盛叠加供给增长有限带来的供需缺口，国内出口的“替代效应”延续促使出口维持高景气。2021 年 4 月我国出口同比增速高达 32.3%，两年复合增速约 16.8%，显著高于预期。

图 25：OECD 综合领先指标显示全球经济稳步复苏



资料来源：Wind，中信证券研究部

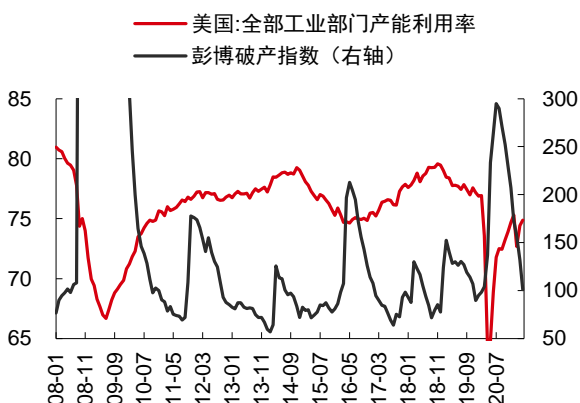
图 26：我国对外贸易十分景气（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年为 19 年来年化同比数据

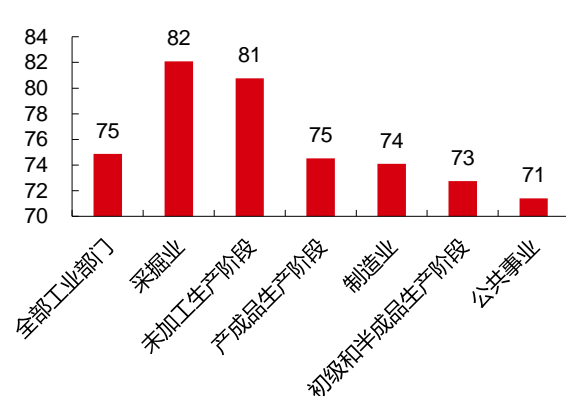
当前海外供给恢复弹性相对较小，在需求持续扩张背景下预计我国出口仍将保持强劲。当前美国的产能利用率已经修复到 74.9%，为 2008 年以来平均水平的约 71%，且今年一季度产能利用率的修复出现放缓迹象。另外，分行业来看，当前美国各行业产能利用率修复情况并不均衡，上游采掘、未加工生产阶段产能利用率分别达到 82.1% 和 80.8%，而下游行业则相对较低。我们判断，由于疫情期间大量企业破产致使部分产能完全出清叠加财政补贴的持续发放导致部分居民复工意愿较低，因此当前海外供给短期内较难恢复至疫情前水平。另外，疫情的阶段性反复亦会影响海外国家的产能复苏进度。因此，在海外需求持续扩张的情况下，我国出口有望在下半年保持强劲。

图 27：美国产能利用率逐步恢复（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 28：美国上游板块产能利用率相对更高（%）

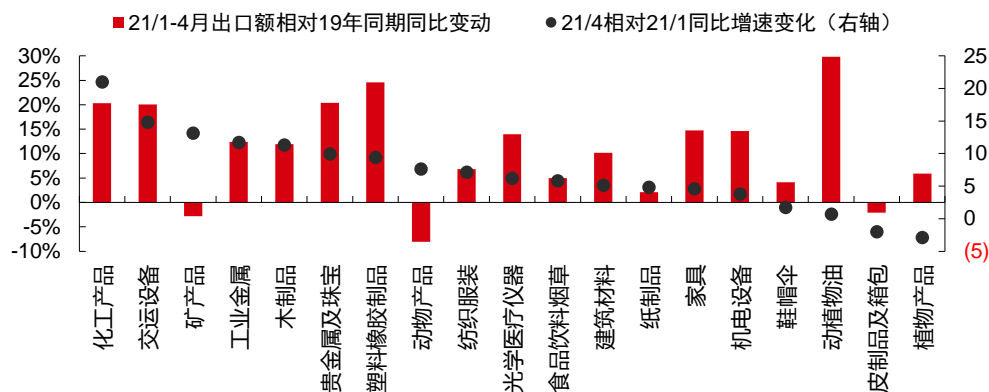


资料来源：Wind，中信证券研究部

考虑当前我国细分行业的出口情况，我们判断如化工、有色金属、机电设备等行业未来仍将受益于外需的持续景气。我国机电设备、纺织服装、工业金属、家具、化工等行业出口占比相对较高，分别达到 43.5%/8.6%/8.1%/7.5%/6.9%。在出口占比较高的行业中，

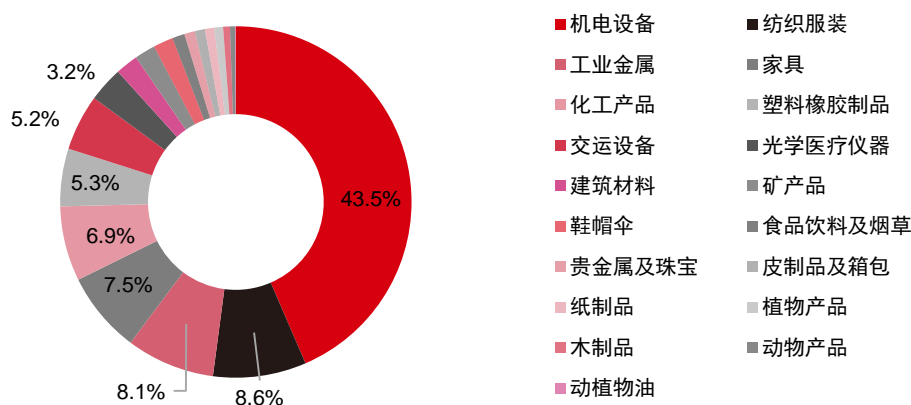
化工、交运设备（主要是汽车零部件）、工业金属、建材、家具等行业出口情况相对景气且持续有所改善。其 2021 年 1-4 月出口额相对 19 年同期复合增速分别达到 20.3%/20.1%/12.4%/10.1%/14.7%，且 2021 年 4 月相对 1 月的两年复合增速变动亦有显著增长。

图 29：化工、交运设备、工业金属等行业出口持续景气



资料来源：Wind，海关总署，中信证券研究部

图 30：中国各行业出口金额占比（截至 2021-04）



资料来源：Wind，海关总署，中信证券研究部

以 MSCI China 为标的池，筛选出上述行业中海外业务占比较高的主要个股。如立讯精密、歌尔股份、洛阳钼业、扬农化工等企业 2020 年海外业务占比分别高达 92.2%/87.1%/85.9%/61.1%。我们认为这些海外业务占比本就较高的公司在下半年将持续受益于出口景气延续。

表 7：2020 年海外业务占比显著提高的部分龙头企业

公司代码	公司名称	行业	2020 年海外业务收入占比	市值（亿元）	PE（TTM）
002475.SZ	立讯精密	消费电子	92.2%	2,589.0	34.1
002241.SZ	歌尔股份	消费电子	87.1%	1,385.7	39.4
603986.SH	兆易创新	半导体	78.9%	795.1	78.4
603993.SH	洛阳钼业	有色金属	85.9%	1,160.0	42.1
601899.SH	紫金矿业	有色金属	20.3%	2,624.3	33.9

公司代码	公司名称	行业	2020 年海外业务收入占比	市值 (亿元)	PE (TTM)
600486.SH	扬农化工	化工	61.1%	337.4	27.9
600309.SH	万华化学	化工	49.3%	3,267.5	21.4
600176.SH	中国巨石	建材	32.3%	602.1	19.0

资料来源: Wind, 中信证券研究部

聚焦之三：新经济的“增长成色”

上市公司年报/一季报一段落，市场上修 MSCI China 整体 20-21 年盈利复合增速预期至 9.3%（年报披露前一致预期的复合增速为 8.2%），其中科技、医药板块主要子公司成长的确定性较强，20-21 年半导体/医疗保健设备/制药三个板块 20-21 年调整后盈利复合增速预期分别达到 53.2%/34.7%/34.0%。其中市场对于技术硬件设备、商业与专业服务（主要是物业管理公司）、耐用消费品等“新经济”板块的盈利预测大幅上调。

表 8：MSCI China 二级行业盈利增速预测

行业名称	年报披露后	年报正式披露前
	20-21CAGR	20-21CAGR
半导体	53.2% ↓	53.90%
医疗保健设备	34.7% ↓	37.30%
制药	34.0% ↑	33.70%
技术硬件设备	32.9% ↑	29.80%
家庭与个人用品	31.4% ↓	34.70%
媒体与娱乐	29.7% ↓	34.80%
商业与专业服务	28.2% ↑	25.70%
材料	27.3% ↑	21.60%
汽车与汽车零部件	25.8% ↓	33.80%
食品饮料	25.2% ↓	27.10%
通信服务	22.4% ↓	40.00%
多元金融	22.2% ↓	22.30%
耐用消费品	21.7% ↑	18.80%
零售业	21.5% ↓	31.80%
公用事业	16.9% ↓	17.10%
资本货物	13.5% ↑	11.60%
软件与服务	12.5% ↓	19.40%
主要用品零售	10.8% ↓	15.50%
消费者服务	7.8% ↓	18.40%
房地产	7.6% ↓	11.70%
能源	5.3% ↑	-8.50%
运输	4.9% ↑	-6.20%
银行	3.2% ↑	0.70%
保险	0.6% ↓	5.10%
总计	9.3% ↑	8.20%

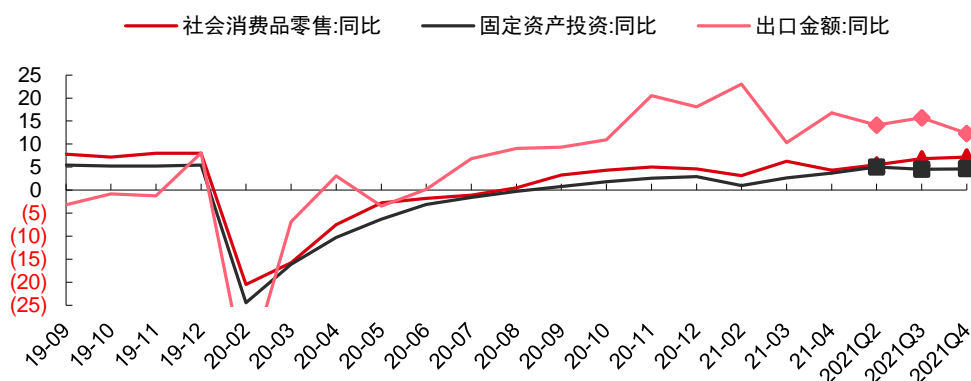
资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

疫情下的流动性宽松，导致“新经济”公司的估值抬升，但“潮水退去”后，成长能力将是检验的关键。之前我们提到，中国经济运行稳中向好，并且结构逐步优化。供给方

面，国内工业生产稳中有升，4 月规模以上工业增加值实际同比增长 9.8%，较前月有所加快，并好于疫前水平；需求结构上，制造业投资 4 月同比增长 19.9%，两年平均增长 3.9%，接续了 2020 年四季度时的向上趋势。当前我国工业表现出“外需旺、内需稳”的相对景气态势，结构性的新经济板块中，“高端制造”和“消费升级”将是高增长的两个最重要方面。

高端制造方面，我们预计未来持续景气的外需和稳定恢复的内需将继续支撑我国制造业投资在今天的恢复。而上游价格上涨较快叠加产能利用率偏高的背景下，中上游企业亦有动力加大对固定资产投资的活动，预计未来一个季度投资恢复动能将持续。

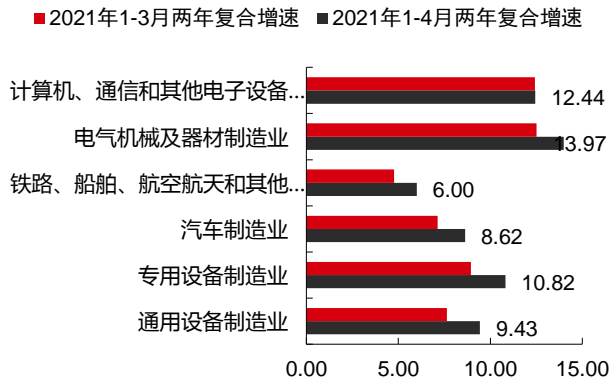
图 31：高频经济数据显示复苏稳步推进（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组测算；注：2021 年为 19 年来年化同比数据；2021Q2 及以后数据为预测值

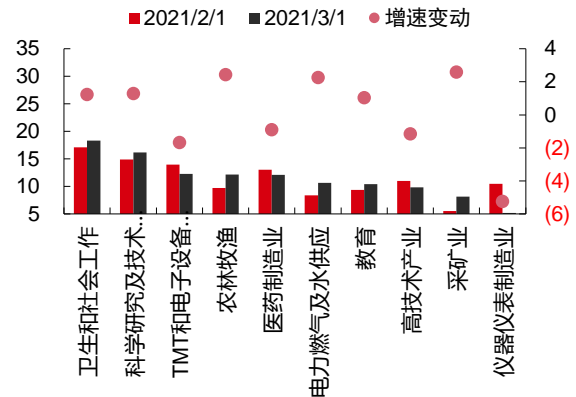
分行业看，电气机械及器材制造业、专用设备制造业、通用设备制造业等子行业 1-4 月的两年平均增速较 1-3 月进一步加快，复合增速分别达到 14.0%/10.8%/9.4%。从制造业投资角度看，高技术制造业投资 3 月两年平均增长 9.9%；另外科研及技术服务、医药制造业、电力热力燃气及水供应制造业投资复合增速也分别高达 16.2%/12.1%/10.6%，保持在较快水平。整体看，高端制造及公用事业板块无论从工业增加值还是制造业投资角度均呈现持续景气态势。

图 32：分行业工业增加值两年复合增速，核心制造业工业增加值改善延续



资料来源：Wind，中信证券研究部

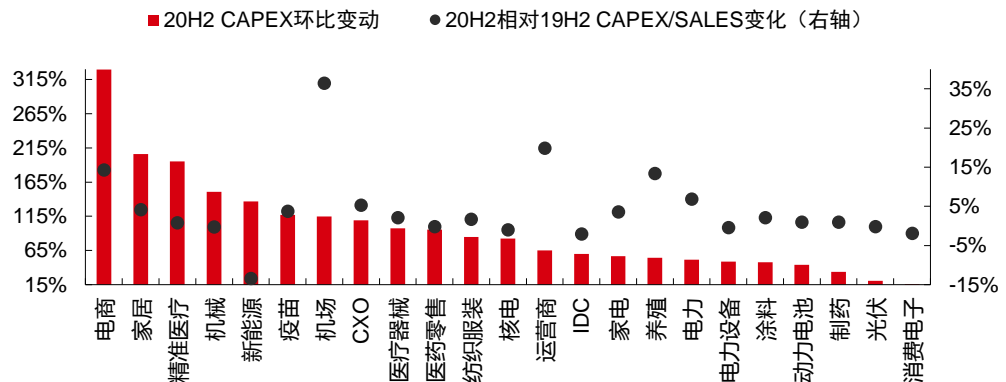
图 33：信息技术、公用事业板块 2019-2021 月度复合固定资产投资增速较高



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：图中为 19-21 年化同比

从各板块 CAPEX 变化来看，2020 年高端制造板块如新能源、动力电池、IDC 以及医药板块的疫苗、CXO、医疗器械等 CAPEX 提升动能较强。细分板块来看，精准医疗、新能源、疫苗、CXO、IDC 等板块 20H2 资本开支环比涨幅较高，分别达到 195%/137%/117%/109%/60%；而电力、CXO、疫苗、医疗器械、动力电池等板块 20H2 相对 19 年同期 CAPEX/SALES 提升幅度较大，分别为 6.8/5.3/3.8/2.1/0.9 个百分点。无论从资本开支环比涨幅，亦或资本开支相对营收比重的提升幅度来看，以新能源、动力电池为代表的高端制造板块以及以疫苗、CXO 为代表的医药板块资本开支均呈明显上升趋势。

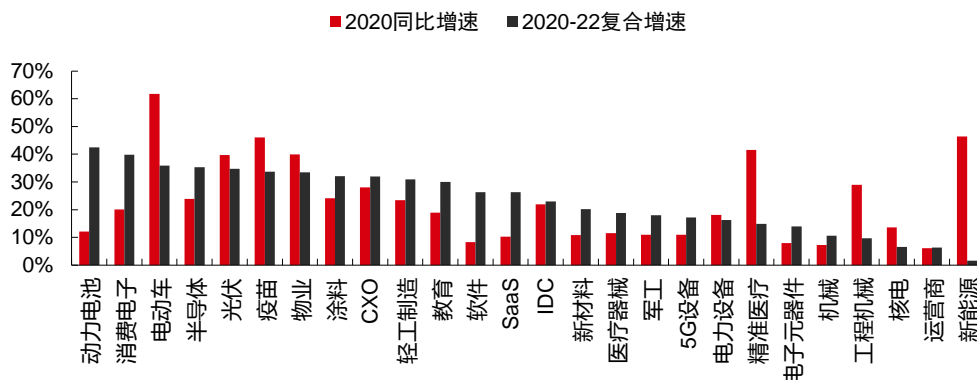
图 34：细分板块 CAPEX 变动



资料来源：Wind，Bloomberg，中信证券研究部

另外，结合各板块营收增速来看，如动力电池、半导体、光伏、疫苗等板块个股 2020-22 年预测营收复合增速分别高达 42.4%、35.3%、34.7%和 33.7%；其 20H2 资本开支相对营收比重亦较高，分别为 17.5%、14.6%、11.0%和 13.7%。营收增长的持续景气叠加企业资本开支意愿的增强有望在中长期带动板块产能的扩张和盈利的持续向好。

图 35：细分板块预测营收增速



资料来源：Wind，Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

“碳中和”目标下，光伏、新能源车产业链需求景气有望长期持续，重点关注光伏板块中的**硅料、组件**等环节厂商以及**锂电设备、智能驾驶**相关零部件企业。行业供需关系改善叠加国产替代逻辑加强，本土**半导体**厂商将受益。后疫情时代，新冠疫情催化板块需求景气，同时疫情也加速了新治疗技术发展，**疫苗、CXO**企业有望迎来黄金发展期。

表 9：受益 CAPEX 周期提振的板块及重点个股

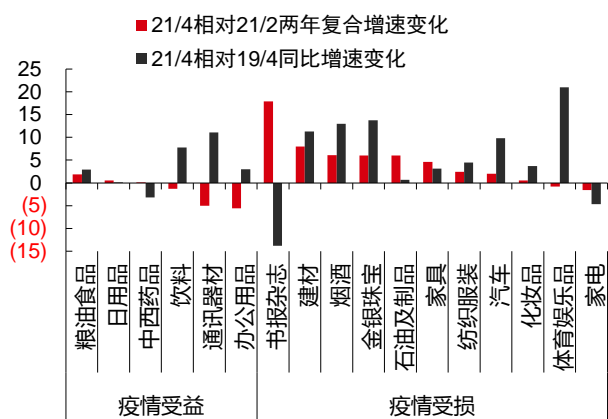
板块	行业逻辑	重点公司
光伏	基于当前国内光伏政策和项目建设落地进度，以及海外需求复苏的趋势，我们预计 2021 年全球光伏装机约 160GW，下半年将进入需求释放旺季。而受制于原材料供给和成本压力，预计产业链各环节盈利将持续明显分化，我们看好其中硅料、逆变器、组件等环节的盈利持续增长。	隆基股份（601012.SH）、福斯特（603806.SH）、晶澳科技（002459.SZ）
高端制造	2020H2 以来，新能源汽车产销量逐渐回暖，优质车型供应改善，疫情影响减缓，景气度持续向上。未来国内长期扶持新能源汽车的政策导向不变；海外特斯拉持续引领叠加欧盟碳排放考核和补贴刺激拉动新能源车销量；叠加下半年新车型密集投放，优质产品加速供给，产业链高景气有望延续。而新能源车市场景气向上有望拉动全产业链的营收高增，如动力电池、锂电材料、智能驾驶等板块有望受益。	比亚迪（002694.SZ）、宁德时代（300750.SZ）、恩捷股份（002812.SZ）、亿纬锂能（300014.SZ）、德赛西威（002920.SZ）
半导体	当前半导体板块主要关注行业景气复苏及供应链本土化趋势加强两个方向。一方面，5G、AIoT、云计算、汽车电子等下游需求成长，叠加供给不足，缺货涨价状况有望持续至 2022 年，带动行业公司盈利上行。另一方面，中美再平衡促使供应链本土化采购，国产替代逻辑加强，本土半导体公司受益。	中芯国际（00981.HK）、北方华创（002371.SZ）、兆易创新（603986.SH）、恒玄科技（688608.SH）
疫苗	我国疫苗板块竞争门槛高，产品审批严格，集中度较低。但伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，未来研发管线丰富且具有领先创新研发实力的优质疫苗企业未来将迎来黄金发展期。	康泰生物（300601.SZ）、智飞生物（300122.SZ）、华兰生物（002007.SZ）
医药	后疫情时代，CXO 行业增长驱动力不断加强，行业有望进一步提速。一方面，国内疫情管控情况良好而海外疫情蔓延加速了产业链转移，临床 CRO 和 CDMO 项目需求较强；另一方面，疫情加速了新治疗技术的发展，在新技术需求爆发式增长的驱动下，新药研发对于 CMC（工艺开发）和试验设计能力的要求也进一步提升，有望带动 CDMO 行业远期外包率和龙头市占率天花板的提升。	药明康德（02359.HK）、泰格医药（03347.HK）、凯莱英（002821.SZ）

资料来源：中信证券研究部

“消费升级”方面，受益短期服务性消费超预期的休闲服务板块以及长期消费升级下的“新消费”板块具有较强确定性。年初由于二次疫情影响，消费受到显著冲击。3 月起消费恢复速度有所提升，4 月社零同比增长 17.7%，两年复合增速 4.3%，基本延续了去年

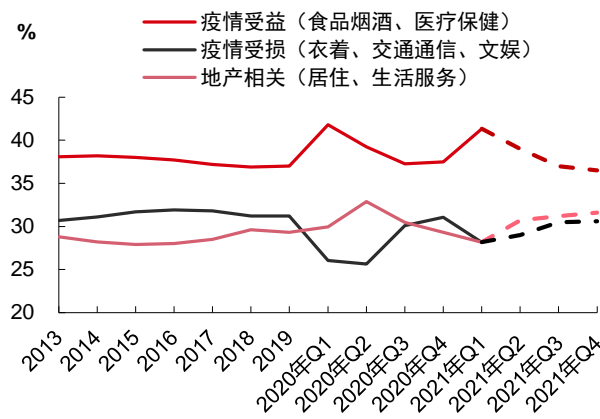
四季度的力度。分行业来看，4 月疫情受益板块如粮油食品、中西药品、文化办公用品等消费增速改善幅度相对较低；而烟酒、金银珠宝、建材等板块增速较高。预计后续居民支出占比的变化或将重复 2020 年三、四季度的恢复节奏，随着疫情受损和地产相关行业的消费支出占比上升，我们判断服务性消费如餐饮、旅游、酒店、航空等行业的复苏力度有望超预期。

图 36：分行业消费品零售复苏情况（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部；注：2021 年均为 19 年来年化同比数据

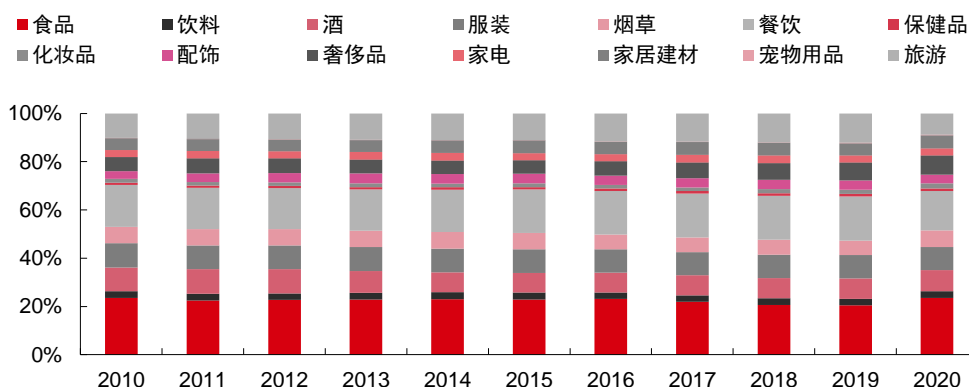
图 37：年初的二次疫情逐步消散后将重复 2020 年 Q3-Q4 的变化



资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组预测 注：虚线为预测值

长期看，消费升级成为多个细分行业的核心驱动力。随着人均可支配收入的逐年提升以及新兴消费人群（Z 世代）贡献度的增加，推动众多“新消费”行业渗透率提升及不断细化。根据欧睿统计的各消费子行业零售额占比看，旅游、奢侈品、餐饮、个人配饰等行业消费占比逐年提升，2010-2019 年间分别上升 1.9/1.7/0.9/0.5 个百分点；而传统消费行业如食品、酒消费占比则有所下降，分别下滑 3.0 和 1.5 个百分点。这充分体现出当前居民消费正呈现高端化倾向，消费者更多倾向于在旅游、奢侈品等可选消费板块的购买力提升。

图 38：旅游、奢侈品等行业零售额占比逐年提升

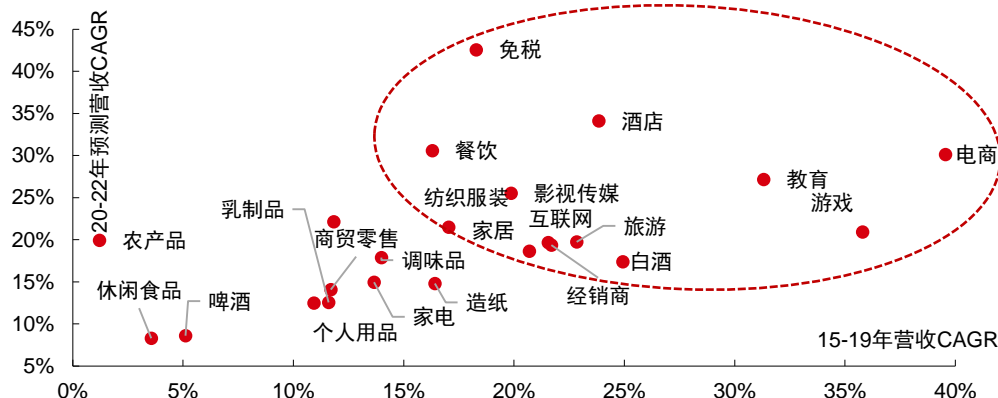


资料来源：欧睿，中信证券研究部

结合各消费子板块的营收增速来看，如电商、免税、游戏、教育等“新消费”板块过去及未来营收增速均呈高增长态势。其中，电商、游戏、教育、白酒等板块 2015-19 年营

收复增速较高，分别为 39.5%/35.8%/31.3%/24.9%；而免税、电商、教育、纺织服装 2020-2022 年预测营收增长较强，分别达到 42.6%/30.1%/27.2%/17.0%。总体看，我们看好居民消费意愿提升、消费者结构变化叠加消费升级带来的“新消费”板块的持续景气。

图 39：电商、免税、游戏、酒店等板块过去及未来预期营收增速均呈高增长态势



资料来源：Wind, Bloomberg（含一致预期），中信证券研究部

聚焦短期服务性消费超预期带动的休闲服务板块投资机会，长期看好消费升级下“新消费”板块的高增长。疫情管控较好叠加居民消费心理复苏，有望对出行产业链带来正面的积极作用，重点关注**旅游、酒店、博彩**等需求景气反弹明确的板块。居民收入提升及新兴人群消费贡献度增加，推动如**互联网、教育、运动服饰**等板块的渗透率提升和不断细化，赛道长期增长空间较大。另外，尽管当前为监管及投入大年，互联网电商平台盈利承压，但本轮估值下杀后，当前企业已具备较强安全边际，疫情进一步强化用户线上习惯，预计**电商**板块未来仍具较高业绩确定性。

表 10：受益消费升级和消费复苏的板块及重点个股

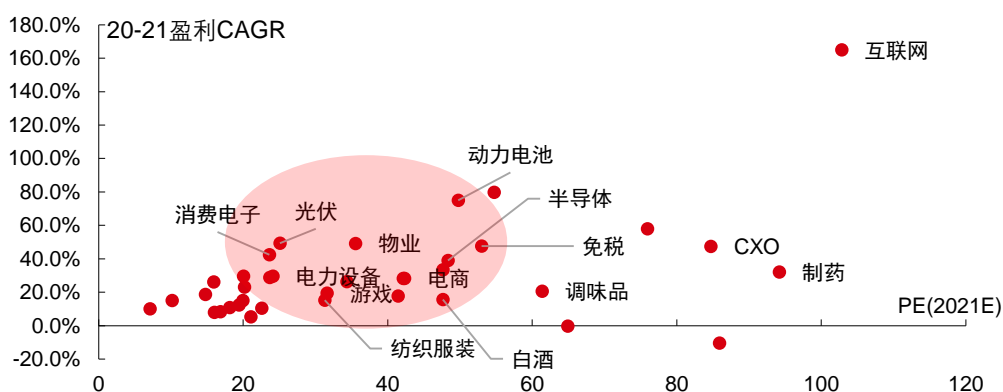
板块	板块逻辑	重点公司
教育	短期高教板块在高职和专升本扩招、转设推进，以及未来职业本科设立、产教融合、校企合作等政策的鼓励下，收入和利润都有望延续高增长。且随着民促法实施条例的落地，未来政策的鼓励相对明确，高教板块估值有望迎来提升。中长期看，职业教育政策鼓励态度明确，资本关注度提升加速行业发展，同时随产业升级和就业压力加大，人才结构化供需缺口加大，职业教育需求旺盛，发展机会明确。	中教控股（00839.HK）、中公教育（002607.SZ）
消费升级	需求角度，疫情深化健康理念，提升运动频次。同时重大赛事推动运动行业需求增长、提升品牌关注度和商品销售。估值角度，疫情后运动品牌龙头壁垒强化，市场给复苏确定性强、市场份额提升、长期空间大的绝对龙头以更高的估值溢价。	安踏体育（02020.HK）、申洲国际（02313.HK）、滔搏（06110.HK）
电商	尽管当前为监管及投入大年，预计电商平台盈利将承压，但年初至今电商这波整体估值下杀以后，各家都已经具备了较大的安全边际。另外疫情催化下用户线上习惯进一步强化，电商已经成为国民消费中系统性重要的渠道。在渠道、内容、基建的多重驱动下，预计未来电商仍有较大的成长空间和确定性。	美团-W（03690.HK）、拼多多（PDD.O）
传媒互联网	随着 Z 世代成为主流消费群体，Z 世代的结构性人口红利将为传媒互联网产业带来巨大的投资机会。如年轻向游戏、社交应用、短视频和电商直播等价值凸显。	腾讯控股（00700.HK）、阿里巴巴-SW（09988.HK）、心动公司（02400.HK）
消费复苏	在经历 2020 年的重创后，2021 年是旅游行业的复苏之年。无论居民的消费心理复苏，还是各地的疫情管控，都对出行产业链起到积极的正面推动作用，有望带动后续暑期旺季板块基本面超预期恢复。酒店餐饮、旅游博彩、航空机场等出行产业链需求景气反弹明确。	宋城演艺（300144.SZ）、首旅酒店（600258.SH）、金沙中国（01928.HK）、携程集团-S（09961.HK）

资料来源：中信证券研究部

配置建议

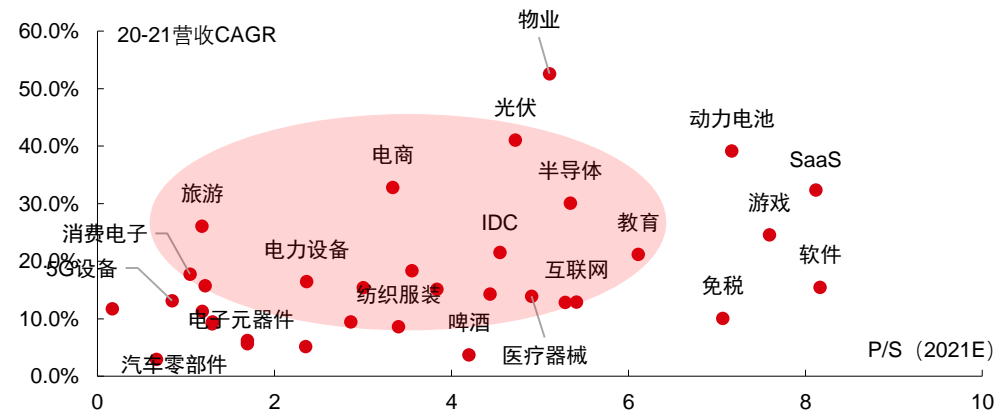
综上所述，虽然全球复苏进入“下半场”，但复苏进程仍将延续到年底。“新经济”行业估值在经历了调整后，一些行业估值回到相对合理水平。流动性“潮水退去”后，一些具备真正增长能力的公司将脱颖而出。我们看好背靠优质赛道优势，依托企业自身持续 CAPEX 能力具备长期成长价值的“新经济”公司，如新能源车产业链，硅料、组件等环节的光伏厂商、行业供需关系改善叠加国产替代逻辑加强的本土半导体厂商、以及处于行业高景气赛道的医疗板块。

图 40: MSCI China 新经济板块的 PE 和盈利增速



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

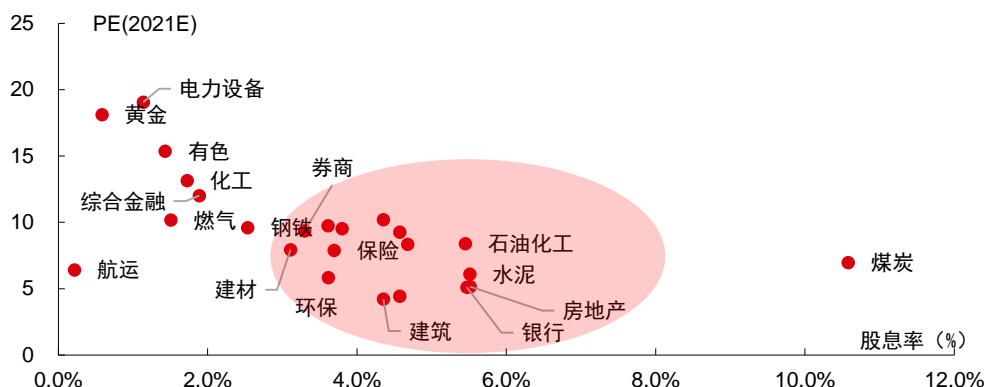
图 41: MSCI China 新经济板块的 P/S 和营收 CAGR



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

传统经济行业，“顺周期”行业主要由内外需求共同影响，在产业链传导与进出口支持下，基本面改善依然可期。今年作为“十四五”规划开局之年，“碳中和”远景预计将在国家战略层面激发部分产业的内生发展动力。较高的股息率在较长周期往往能给价值投资者带来稳定收益。截至 2021 年 5 月 23 日，MSCI China 传统经济板块 2021 年市盈率均在 20x 以下，煤炭、地产、银行、水泥、建筑等板块的股息率均在 4% 以上，叠加估值优势，具备较强的配置价值。我们看好部分持续复苏下景气度仍有望维持 1-2 个季度的上游原材料板块、资产质量持续改善的大金融板块等等。

图 42: MSCI China 传统经济板块的 PE 和股息率



资料来源: Bloomberg 一致预期, 中信证券研究部

最后, 结合中信证券研究部行业组分析师的观点, 我们更新“全中国组合”, 调出: 香港交易所 (H), 中国飞鹤 (H), 哔哩哔哩 (H), 九州药业 (A), 上海机场 (A), 大北农 (A), 调入福耀玻璃 (H), 中升控股 (H), JS 环球生活 (H), 旗滨集团 (A), 首旅酒店 (A), 稳健医疗 (A)。基于自下而上的选股策略, 以中信证券研究部行业分析师观点为基础, 并结合自上而下的市场观点, 我们认为在未来一段时间板块的“合理估值”还是投资者配置的首要重点。同时看好细分板块龙头的长期增长前景。

表 11: 2021 年下半年海外中资股投资组合

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	流通市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				20	21E	22E	2021E	
00981.HK	中芯国际	半导体与半导体生产设备	1,132.6	0.59	0.40	0.45	52.5	在当前行业产能紧缺背景下, 中芯国际成熟制程产能持续满载, 较先进制程产能利用率有望明显改善。
03606.HK	福耀玻璃	汽车与汽车零部件	233.8	1.04	1.51	1.88	25.6	公司是全球汽车玻璃行业龙头, 研发投入持续, 管理水平优秀, 市占率稳定, 有望显著受益于全玻璃车顶渗透率提升的趋势, 新业务有序推进, 打开新的成长空间。
06049.HK	保利物业	房地产	78.8	1.22	1.58	2.11	30.3	经营底盘得到明显夯实, 期待公司进一步释放经营活力。公司外拓成绩斐然, 且在管项目的质量正在提升, 美居等社区增值服务进展迅猛。期待更市场化的管理体系能够进一步激发公司的运营活力, 实现又好又快的发展。
06690.HK	海尔智家	耐用消费品与服装	736.8	0.95	1.35	1.52	20.5	公司战略布局进入收获期, 全球化和高端化策略不断兑现业绩; 海尔电器私有化完成后降费增效初显成效, 盈利能力持续提升。
00667.HK	中国东方教育	消费者服务	327.3	0.12	0.46	0.58	33.3	中国职业培训行业处于黄金发展期, 疫情对公司招生带来阶段性冲击, 但仅为短期影响, 2021 年一季度报名人数比 2019 年同期增长 15% 左右。在稳就业政策频出的背景下, 公司作为职教细分领域领先企业料将充分受益。
00881.HK	中升控股	零售业	1,195.7	2.44	2.97	3.43	16.4	公司 2020 年下半年豪车业务增长基盘稳健, 新业务方面, 二手车交易量同比快速提升。公司精细化管理程度高, 售后业务周转强, 因此能够平抑新车销售周期, 提高公司盈利的稳健性。看好公司中长期发展。

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	流通 市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				20	21E	22E	2021E	
00285.HK	比亚迪电子	技术硬件 与设备	823.4	2.41	2.02	2.67	17.5	公司在北美大客户业务持续拓展，结构件、组装业务相互协同，未来成长可期；新兴智能产品、汽车智能系统亦打开长期成长空间。
09618.HK	京东集团-SW	零售业	6,263.9	5.40	5.42	8.96	46.7	21Q1 京东规模增长强劲，用户数/商城收入同比增长 29%/35%，新业务成长提速；但社区团购业务的高投入导致利润率同比略有下滑。中长期看，京东成长飞轮运转良好，物流配送优势的的用户心智在疫情后进一步强化，行业低线升级的增长主线亦契合公司品质电商定位。看好公司长期发展。
02359.HK	药明康德	制药、生 物科技与 生命科学	493.5	1.21	1.70	2.21	88.3	公司坚持“长尾”战略和 CDMO 商业模式，充分发挥“一体化、端到端”的研发服务平台优势，从“跟随项目发展”到“跟随药物分子发展”，不断扩大服务、拓展客户并增强客户转化，驱动公司业绩持续增长。
02313.HK	申洲国际	耐用消费 品与服装	2,430.5	3.40	4.31	5.10	33.6	预计 2021 年申洲国际有望受益内需复苏和出口回暖，实现收入和业绩高增。长期看，公司积极开拓新客户，同时柬埔寨二期工厂人员招聘提速，3-5 年新一轮产能扩张仍然明确且有望提速。
03908.HK	中金公司	多元金融	326.1	1.49	2.03	2.55	7.9	中金公司业务特质契合资本市场改革方向，受益于全面注册制改革和中概美股回归，受益于 A 股市场机构化和国际化。
01088.HK	中国神华	能源	474.6	1.97	2.18	2.24	6.3	公司一季度业绩快速增长，虽然增速弹性低于行业龙头平均水平，但依然体现了稳健增长的特征，各板块业务量同比全面提升，同时公司也积极推进新能源领域的投资。
00700.HK	腾讯控股	软件与服务	46,605.7	12.79	14.61	17.49	35.6	我们认为虽然公司目前仍面临监管机构的反垄断监管压力，但各项业务基本面对业绩预计仍有较强支撑，核心消费互联网业务有望保持强劲增长，微信生态、金融科技、产业互联网领域将为公司带来中长期成长机遇。根据公司 2021Q1 财报中所披露的投入计划，公司战略上将游戏、短视频、云业务等领域加大投入，为未来的发展积蓄动能，对此我们预计成本端和费用端或将提升。但适当加大投入有望换取未来更强的增长动力，我们持续看好公司在数字化浪潮中的增长前景。
02020.HK	安踏体育	耐用消费 品与服装	3,384.2	1.91	2.95	3.74	39.3	公司国内业务复苏顺利，管理层对 2021 年展望乐观。短期看，FILA 超预期增长、新品牌加速兑现以及北京冬奥会渐近有望提振预期；长期看，DTC 提升零售效率，新品牌培育确定性提升，公司将步入管理提效+新品牌兑现业绩进而提升盈利的新的成长阶段。
09988.HK	阿里巴巴	零售业	36,885.5	6.11	7.93	7.75	24.1	公司仍将持续加码投入新业务，投资于技术创新、用户增长、基础设施建设和新业务拓展。我们认为，尽管短期受投入加大将影响利润增长，但中长期来看，科技创新领域的持续投入将进一步加强公司竞争壁垒，我们依然看好公司中长期的数字经济价值。
02382.HK	舜宇光学科技	技术硬件 与设备	1,656.1	4.44	5.35	6.65	30.2	短期来看，终端客户的订单调整影响或逐步在二季度体现，同时镜头行业格局变化或导致部分产品 ASP 波动。中长期来看，光学市场需求向好、

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	流通市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				20	21E	22E	2021E	
								规格稳步升级的趋势不改，我们坚定看好公司光学龙头地位
00914.HK	海螺水泥	材料	504.0	6.63	6.98	0.15	5.5	全产业链持续拓展，“碳达峰”背景下已在环保升级中占得先机。综合考虑中期内需求保持稳健，供给格局向好，煤价已从高位逐步回落，及公司卓越的成本费用管控能力等因素，持续看好公司未来发展。
01691.HK	JS 环球生活	耐用消费品与服装	623.3	0.64	0.77	0.96	25.3	公司为全球小家电龙头企业，研发创新积淀深厚，品牌渠道优势显著，随着九阳及 SharkNinja 在消费者洞察及产品研发、渠道、供应链等方面产生良好的协同效果，公司业绩有望持续实现快速增长。
00883.HK	中国海洋石油	能源	3,140.9	0.56	1.38	1.59	4.9	公司是市场稀缺的低成本纯油气标的，2020 年完全成本约合 36 美元/桶，具备全球范围内的成本竞争优势。高油业务占比带来高业绩弹性，预计油价每回升 1 美元公司净利润增加 22 亿元。我们坚定看好后疫情时代需求持续增长背景下，行业供应端短期主动减产和长期被动收紧推动油价持续回升。
03968.HK	招商银行	银行	2,525.1	3.79	4.31	5.04	12.2	经营表现优秀，零售客群基础持续夯实，资产质量优于同业。公司有望依托清晰的战略安排和有效的执行方案，持续受益于财富管理大时代和金融科技大变革，发展前景明确，具备稀缺投资价值。

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，注：市值和 PE 基于 2021 年 5 月 27 日收盘价。EPS 单位均为人民币，人民币兑港币汇率取 0.8248。腾讯控股 EPS 为 Non-IFRS EPS，阿里巴巴-SW、京东集团-SW EPS 为 Non-GAAP EPS。

表 12：2021 年下半年 MSCI China A 股投资组合

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	流通市值 (亿元)	EPS			PE	推荐理由
				20	21E	22E	2021E	
000858.SZ	五粮液	食品、饮料与烟草	11,577.5	5.14	6.11	7.32	47.4	实现高质量增长。公司改革渐入佳境，品牌、产品、渠道改革质变为系统工程，预计红利持续释放。持续看好公司品牌拉动、渠道变革、产品完善下批价向上提升，打开长期量价增长空间。
600346.SH	恒力石化	材料	1,961.8	1.91	2.30	2.93	13.3	公司炼化新装置规模优势凸显，目前公司可降解材料项目稳步推进，上下游一体化布局预计将成为公司重要业绩增量。从中长期来看，预计公司炼化二期将带动较大增长空间。
002179.SZ	中航光电	技术硬件与设备	778.7	1.31	2.22	2.78	34.0	2020 年公司毛利率达历史新高，盈利能力增强，军品业务持续高景气，民品长期发展趋势向好。考虑到未来 2-3 年其军工、通信领域订单有望持续较快增长，高速背板连接器等新品有望逐步上量，公司业绩有望稳步快速增长。
603986.SH	兆易创新	半导体与半导体生产设备	736.4	1.92	2.87	3.88	48.1	公司为国内优质存储芯片、MCU、指纹芯片厂商，中长期来看为国内重要物联网芯片平台，值得重点关注。
600674.SH	川投能源	公用事业	514.9	0.72	0.75	0.95	15.4	公司 2020 年业绩符合预期，增长主因是雅砻江水电量稳价增，省内中小水电亦有贡献。展望未来，雅砻江核心资产进入装机高成长时期，有望带动公司价值持续释放。

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	流通市值 (亿元)	EPS			PE 2021E	推荐理由
				20	21E	22E		
002241.SZ	歌尔股份	技术硬件 与设备	1,207.6	0.89	1.18	1.44	31.4	展望未来,公司作为国内 AIoT 领域龙头,推进“精密零组件+智能硬件整机”战略,致力于提供上下游垂直整合的产品解决方案,包括零件端的声学、光学、微电子、结构件,整机端的 TWS、智能手表、ARVR 等。
601636.SH	旗滨集团	材料	412.1	0.68	1.57	2.04	9.4	短期来看,浮法玻璃行业高景气度有望持续,下半年旺季来临,价格仍有向上弹性,旗滨集团作为浮法玻璃龙头,有望继续享受量价齐升,业绩具有较大弹性。同时公司积极向下游深加工领域延伸,电子玻璃、药用玻璃、光伏玻璃有望打造业绩新增长点,具备较高成长性。
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗保健 设备与服务	2,354.4	5.48	6.58	8.02	68.6	迈瑞医疗为我国医疗器械行业领先企业,疫情背景下,公司作为龙头的优势进一步体现,长期投资价值显著。
600887.SH	伊利股份	食品、饮 料与烟草	2,319.3	1.16	1.40	1.67	30.1	在行业较高景气、竞争持续缓和情况下,公司收入合理乐观、且盈利弹性在未来 3 年维度预计持续释放。
601601.SH	中国太保	保险	2,308.8	2.56	2.83	3.14	11.9	作为稳中求进的国企典型,太保正将其打造成一家人才第一的保险公司。公司加速布局养老和健康产业,中高端市场发力正当其时。疫情后的经济修复如期发生,预计 2021 年保险需求后周期修复。
000001.SZ	平安银行	银行	4,556.5	1.40	1.63	1.97	14.4	平安银行战略执行到位,依托集团资源,升级零售和对公业务模式,发展思路清晰;公司加大风险资产处置力度,有助未来轻装上阵和后续年份盈利弹性。
000651.SZ	恒玄科技	技术硬件 与设备	59.9	1.65	4.20	6.13	65.3	公司深度受益智能音频爆发趋势,下游客户优质,芯片产品性能和市场份额处于行业领先地位。展望未来,公司积极布局 AIoT,基于耳机芯片进一步拓展智能音箱、手表、眼镜等领域,有望成为智能物联时代边缘端最优秀的平台型芯片供应商。
300628.SZ	亿联网络	技术硬件 与设备	368.0	1.42	1.76	2.21	39.3	公司 SIP 话机龙头地位稳固,并看好音视频会议产品和云办公终端通过产品竞争力、生态合作等优势保持持续高速增长。参考海外可比公司,公司音视频会议和云办公终端业务未来增长潜力巨大。
600258.SH	首旅酒店	消费者 服务	242.0	-0.50	0.81	1.15	31.5	公司 2021 年开店指引 1400~1600 家/+60%,均创历史新高,有望成为估值上行的重要催化。预计 21Q1 受散点疫情及返乡政策影响仍存压力,3 月之后经营修复显现,预计五一后更加明显。我们看好中国酒店长期潜力,以及公司作为龙头之一有望受益行业增长和集中趋势。
600309.SH	万华化学	材料	1,481.7	3.20	6.39	7.65	16.5	公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大业务领域高成长势头不减,自身现金流足以覆盖自身成长的资本开支,我们看好公司基于中上游一体化,多品类、全球化布局,逐步成长为全球一流的化工新材料龙头的前景。
000786.SZ	北新建材	材料	722.8	1.69	2.25	2.62	21.4	公司在石膏板领域具备强竞争力,市场化程度高,具备成本、渠道、品牌优势,具备定价权,

股票代码	公司简称	MSCI 二级行业	流通市值 (亿元)	EPS			PE 2021E	推荐理由
				20	21E	22E		
								未来看点在于市占率进一步提升及消费升级趋势下高端产品占比提升。
300750.SZ	宁德时代	资本货物	5,264.6	2.40	4.65	6.77	81.7	公司业绩符合市场预期。行业层面，国内外电动化长期趋势明显，海外景气度向上提速，高端动力电池持续紧缺，同时全球储能市场临近爆发，公司作为全球磷酸铁锂电池龙头，有望率先享受行业爆发成长。作为全球动力电池龙头公司，深度绑定国内主流电动车企；同时对海外特斯拉等巨头客户配套全面深入。公司成长确定性高，具备长期配置价值。
600031.SH	安图生物	制药、生物科技与生命科学	545.0	1.66	2.45	3.21	38.3	公司业绩符合市场预期。考虑到化学发光板块的进口替代空间以及公司流水线及质谱业务的稳健推进，公司的长期发展前景良好。
300888.SZ	稳健医疗	耐用消费品与服装	57.3	8.93	4.51	5.83	29.7	随着公司不断加强产品研发、渠道布局，夯实供应链基础，看好未来医疗和消费业务均实现良好增长。公司本身质地优秀，同时身处医疗和消费两大广阔市场，发展空间大。
002415.SZ	海康威视	技术硬件与设备	5,423.6	1.43	1.72	2.14	37.0	全球范围内疫情影响正持续消退，我们判断2021年公司各板块有望迎来全面复苏，同时公司助力企业数字化转型的相关业务有序推进，我们看好公司中长期发展空间。

资料来源：Wind，中信证券研究部预测，注：市值和 PE 基于 2021 年 5 月 27 日收盘价

■ 风险因素

新冠疫情全球蔓延超预期，全球经济进入衰退；中美摩擦激化；国内信用环境恶化；新兴市场风险失控，出现大幅资金流出。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 024/12/2020。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号 53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券和投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2021 版权所有。保留一切权利。