

中信证券2021年下半年投资图解

阔步新征程

中信证券研究部

2021年6月7日

CONTENTS

目录

- | | |
|----------------|------------------|
| 1. 宏观（国内）篇 | 6. FICC（大类资产配置）篇 |
| 2. 宏观（海外）篇 | 7. ESG投资篇 |
| 3. A股策略篇 | 8. 主题策略篇 |
| 4. 港股、美股策略篇 | 9. 产业策略篇 |
| 5. FICC（固定收益）篇 | |

1 宏观（国内）篇

■ 下半年经济将稳中加固

- 当前经济仍有三重“不均衡”：① 不同行业的生产恢复进度，② 内外需求的复苏节奏，③ 不同规模企业的景气差异
- 通胀走势是影响下半年经济运行的重要变量，预计二季度后PPI上涨压力将有所减轻，通胀形势总体可控
- 货币和财政政策仍会聚焦在稳增长上，维持对经济的适度支持
- 从两年平均同比增速的角度看，预计年内经济将呈缓步回升态势，制造业投资、服务性消费、商品出口将成亮点

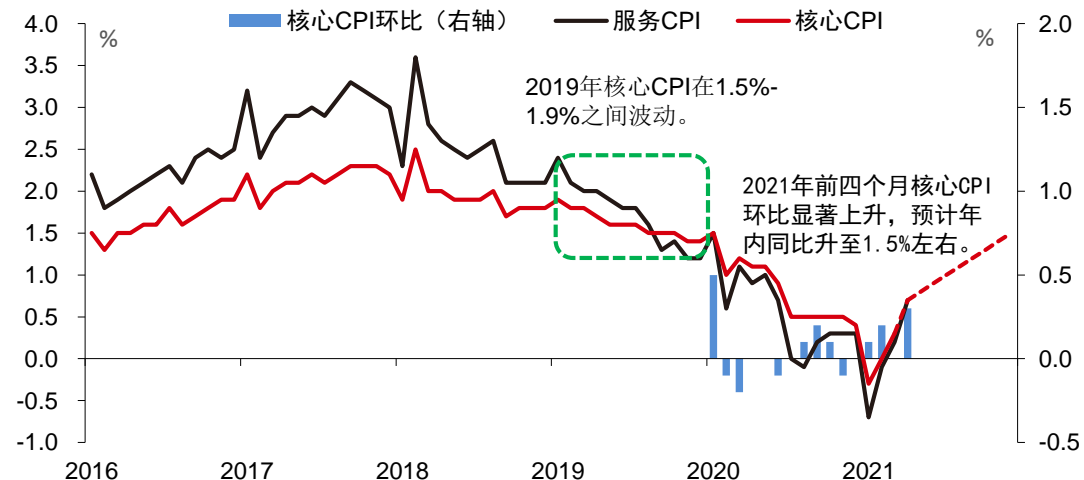
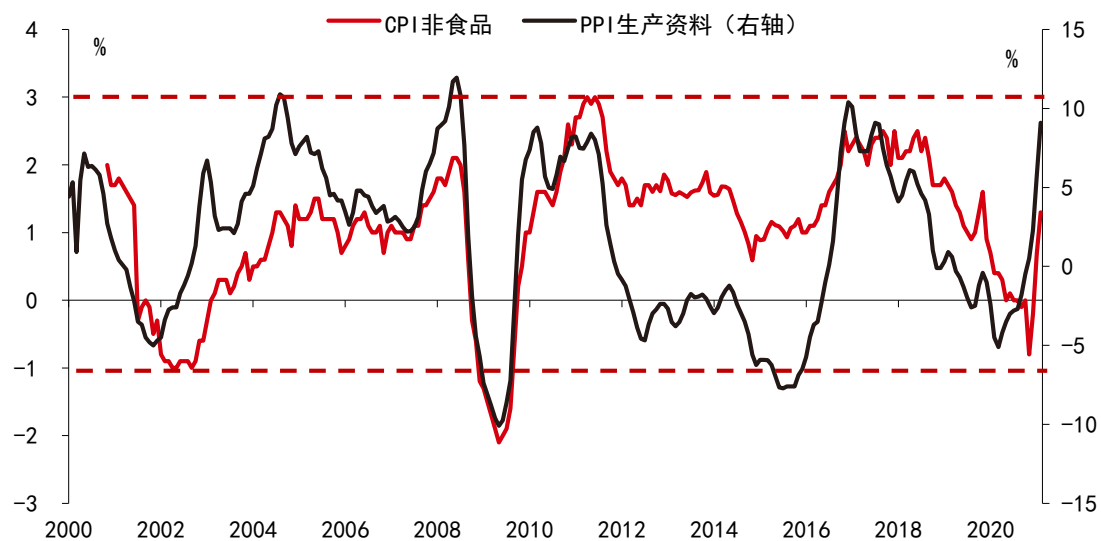
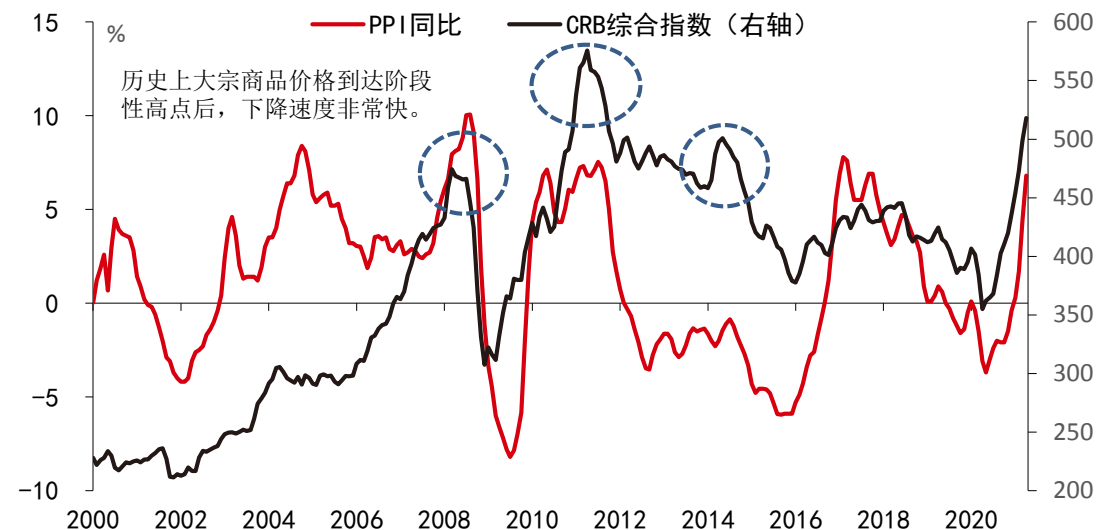
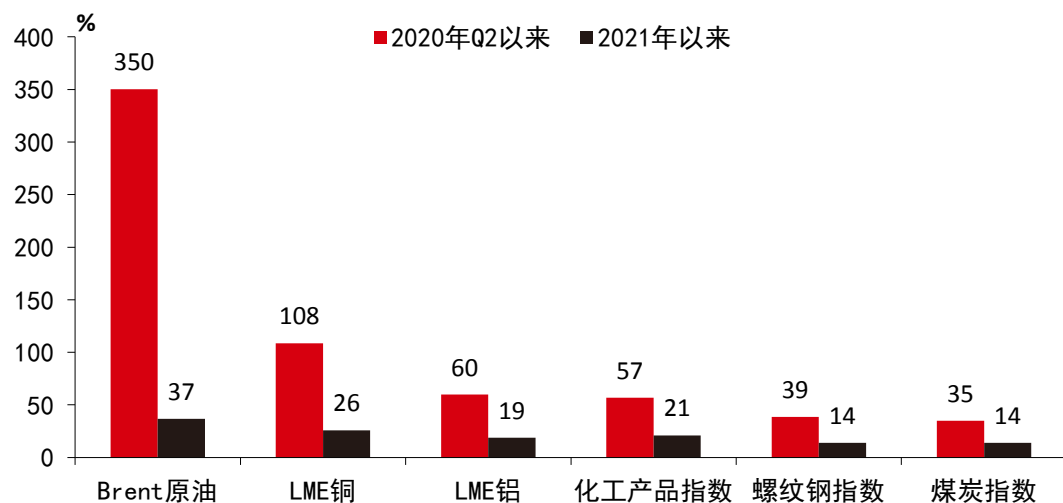
■ 后疫情时代中国经济将出现五大趋势性变化

- 中国制造业将在规模优势的基础上逐渐呈现出技术优势
- 服务业将以结构升级助力提升劳动收入和全要素生产率
- 产业链的竞争力将成为左右出口趋势的决定性力量
- 地方政府行为将从更重基建转向更重产业
- 总量政策操作将从“逆周期”向“跨周期”转型

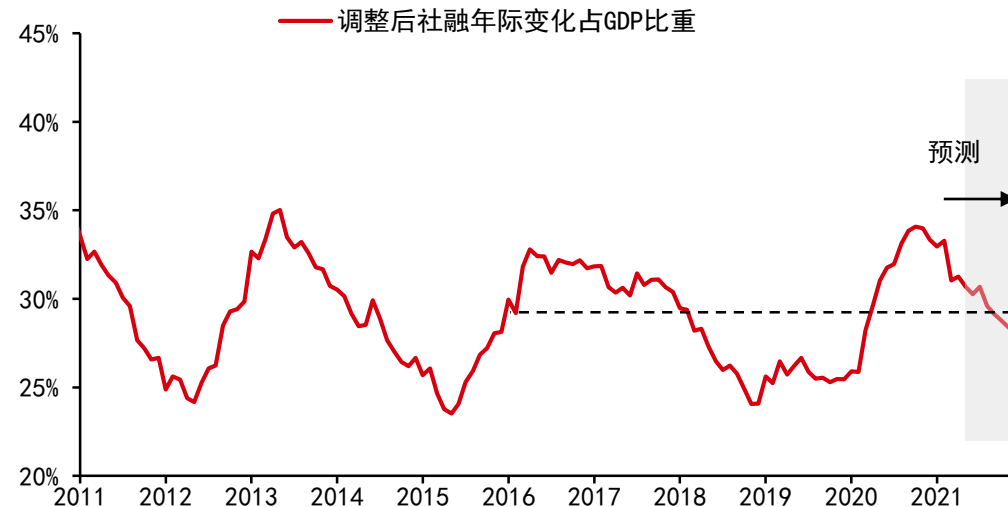
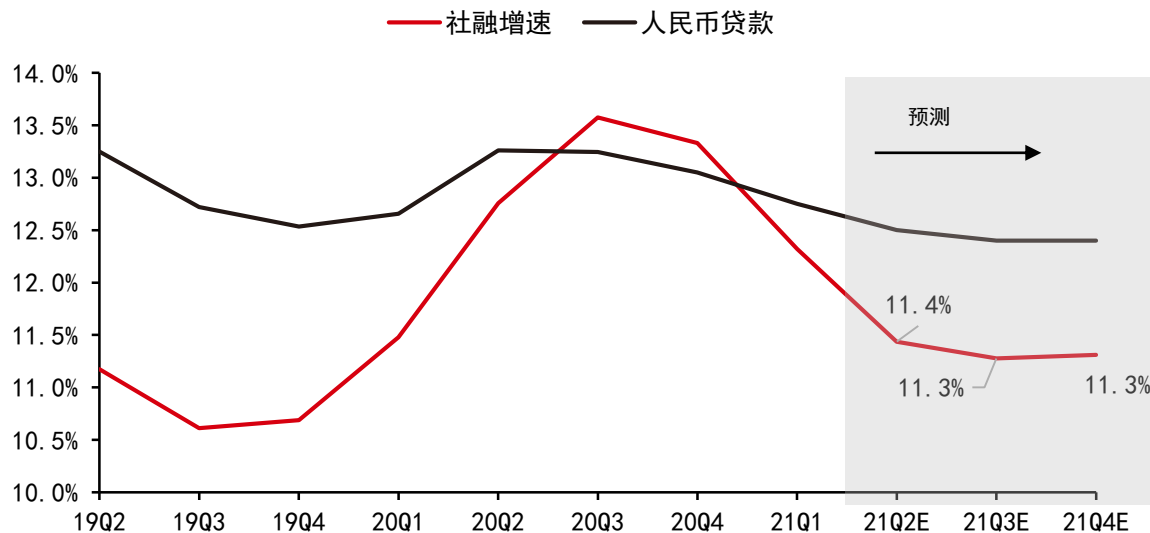
■ 风险因素

- 全球疫情反复、疫苗接种不及预期；中美科技贸易领域摩擦加剧；国内经济复苏进度不及预期；国内外宏观流动性超预期提前收紧。

预计通胀压力最大的时候即将过去



货币政策：不会快速收紧；财政政策：维持稳定且可预期



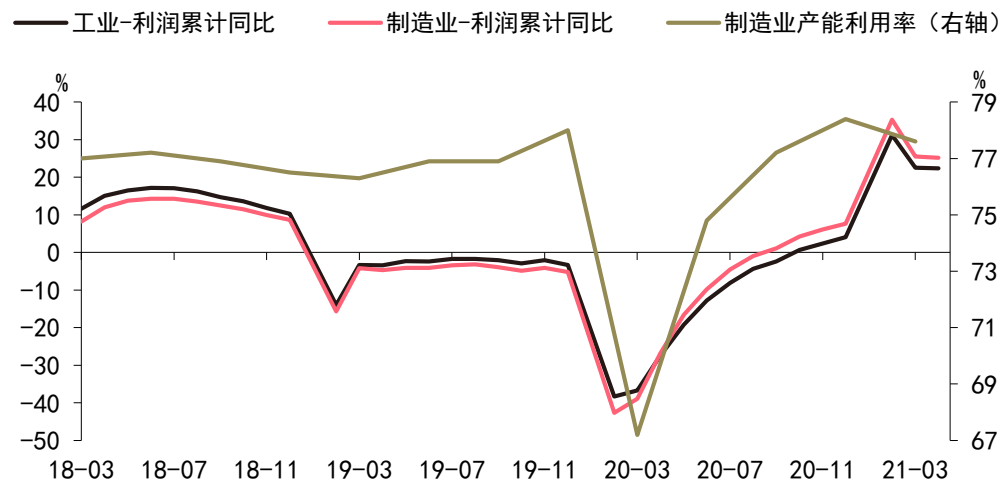
综合来看财政力度显著高于 2019 年

| 财政工具 | 2019年 | 2020年 | 2021年 |
|---------|--------|--------|--------|
| 预算赤字 | 2.76万亿 | 3.76万亿 | 3.57万亿 |
| 地方政府专项债 | 2.15万亿 | 3.75万亿 | 3.65万亿 |
| 特别国债 | 0 | 1万亿 | 0 |
| 总计 | 4.91万亿 | 8.51万亿 | 7.22万亿 |

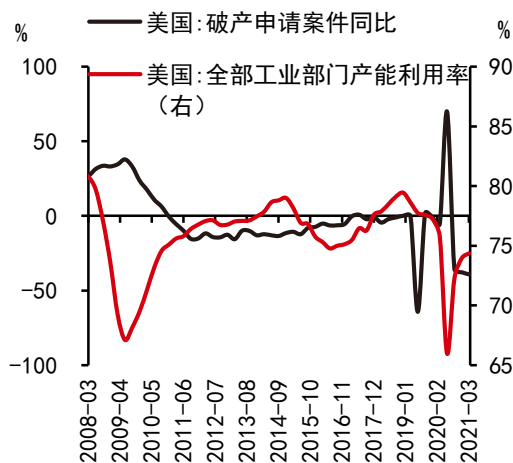
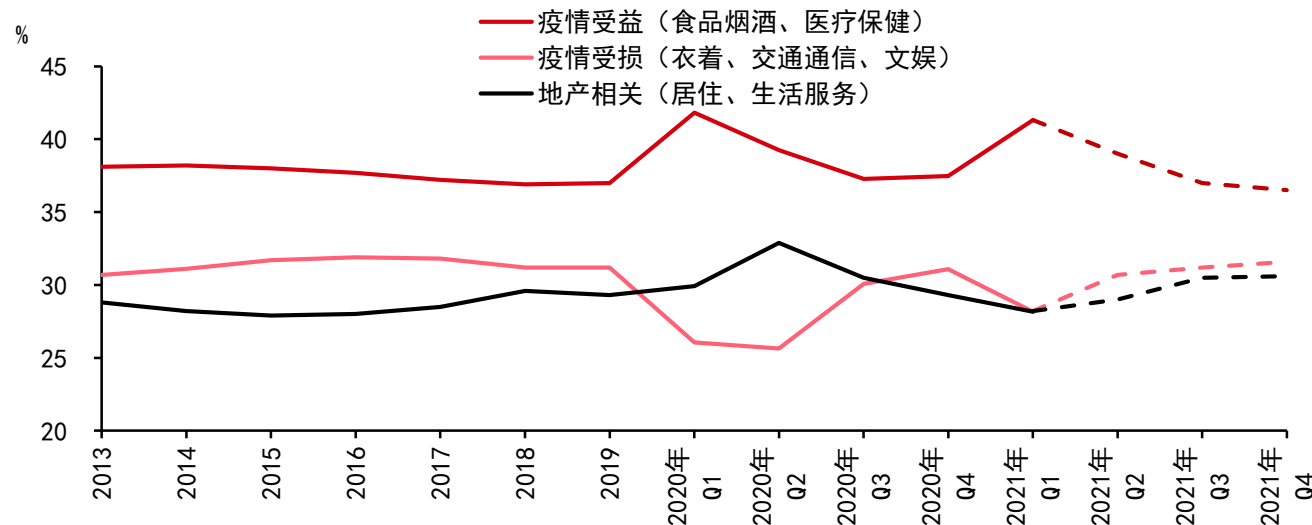
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

三大变量支撑经济“稳中加固”

制造业产能利用率恢复较快，是拉动工业盈利增长的动力源泉



年初的散点疫情逐步消散后，预计居民消费结构将重复去年Q3-Q4的变化

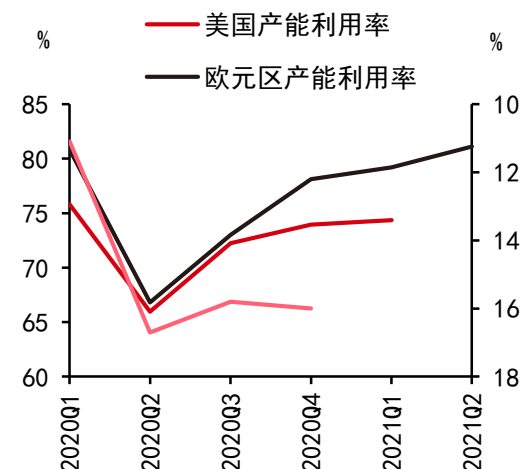


■ 2020年Q4开始海外供给恢复弹性不大。美国和欧元区的产能利用率分别恢复至2019年底96%和98%水平，且今年以来恢复的速度显著放缓。

海外

中国

■ 全球供需缺口较大。2020年二季度随着海外产能利用率的快速回升，中国的出口份额也出现了明显下降，但三季度开始出口份额又小幅回升。

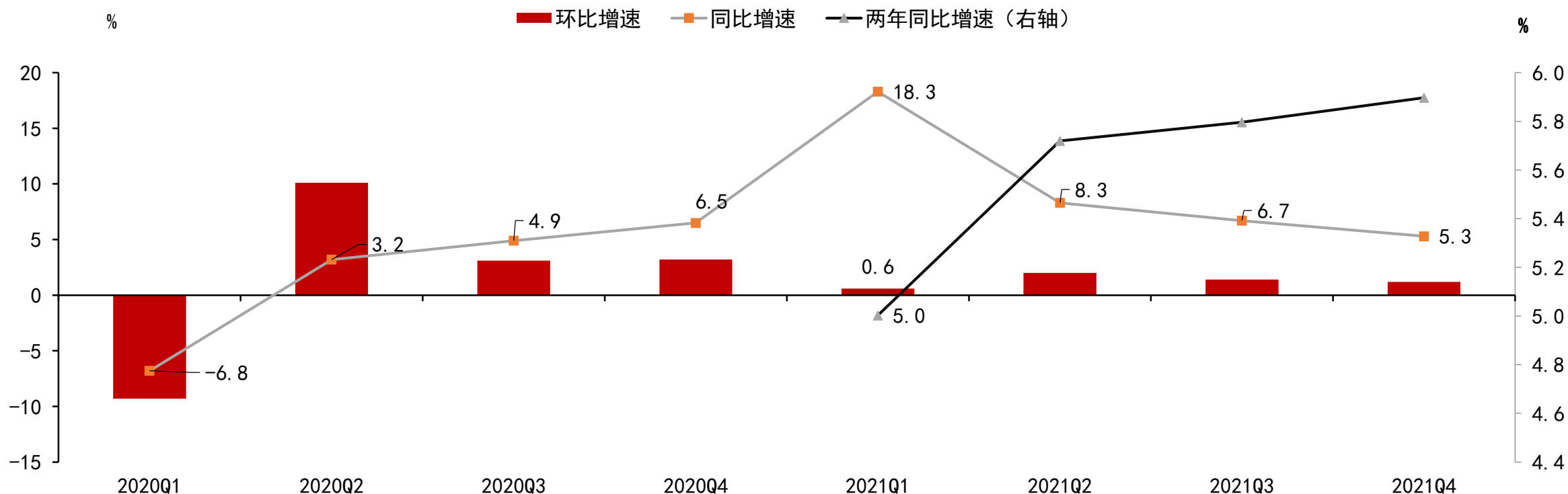


2021年下半年，中国经济将逐步从“不均衡”回归“正常化”

■复苏的“不均衡”为后续的增长提供了环比修复的空间，也意味着总量政策并未到合适的收缩时机

➢以经济的环比增速观察，预计二季度是年内高点；而以两年平均增速角度，经济则将呈现逐季回升态势；

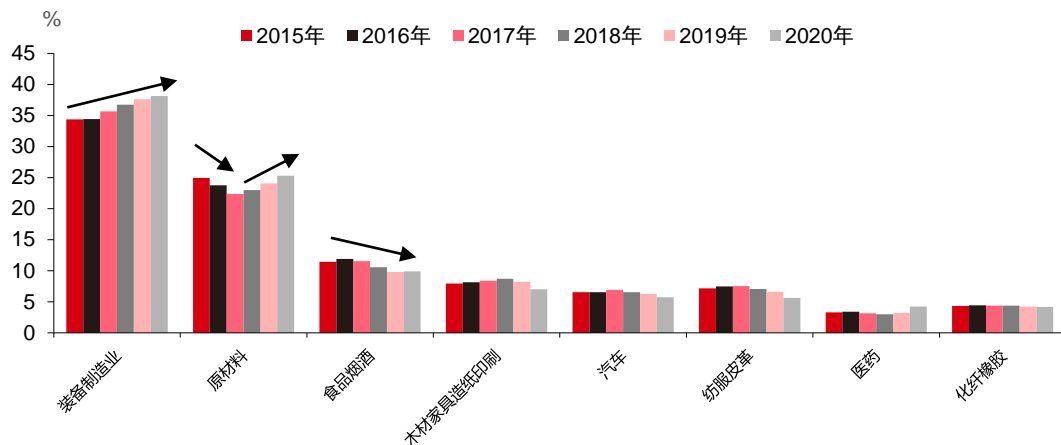
➢同时，“木桶效应”凸显，经济恢复仍有较多短板。此情形下，预计结构性政策将有所强化，但总量政策仍是“温和”回归。



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

五大趋势变化1：中国制造业在规模优势的基础上逐渐呈现出技术优势

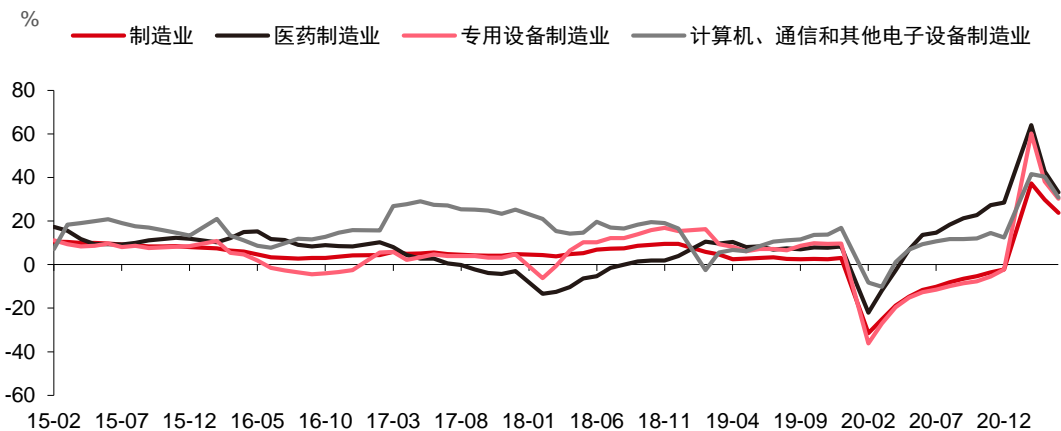
我国制造业投资结构已经处于调整进程中



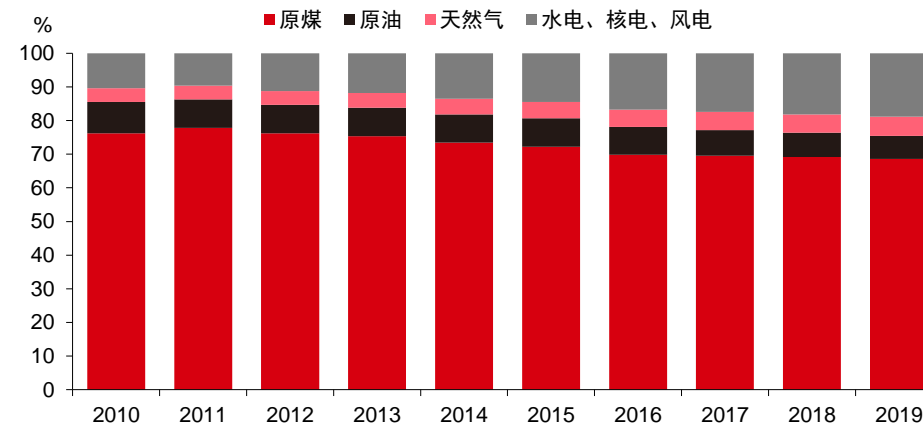
我国将深入实施制造强国战略



近年来高技术制造业的投资强度高于制造业的平均水平

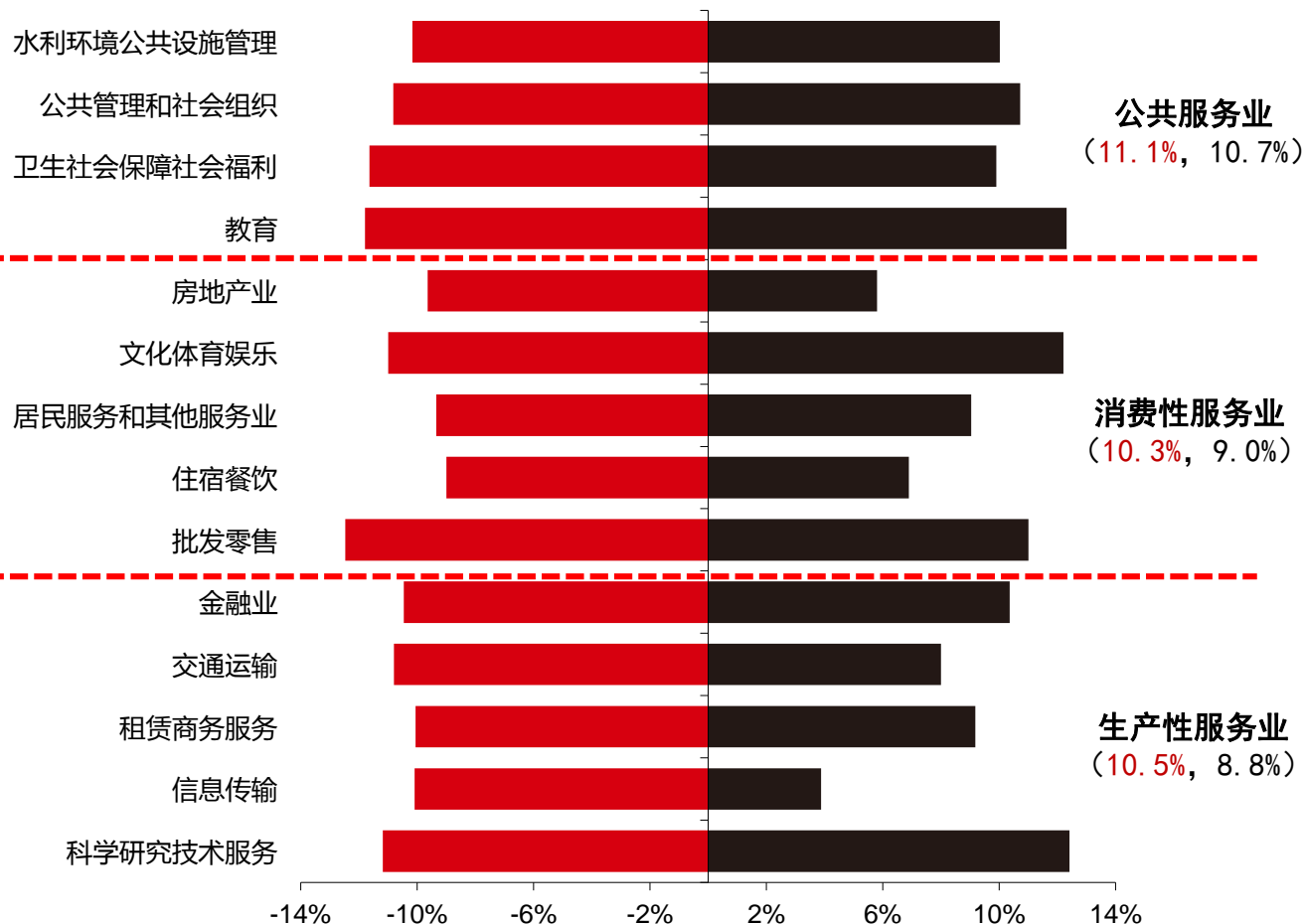


能源结构变革, 也将促进光伏、新能源汽车等产业的发展



五大趋势变化2：服务业升级将推动劳动收入和全要素生产率的上升

■ 近15年劳动生产率复合增长率 ■ 近15年人均工资复合增长率



服务业发展将更多依托更精细、更个性的需求升级。

- 新兴服务业：对需求人群的精准画像、居民收入不断提升所涌现出的更加高端化的需求。
- 新冠疫情所带来的服务行业线上线下相结合、精细化程度愈发提高的转变将不会是短期现象，而是长期趋势。

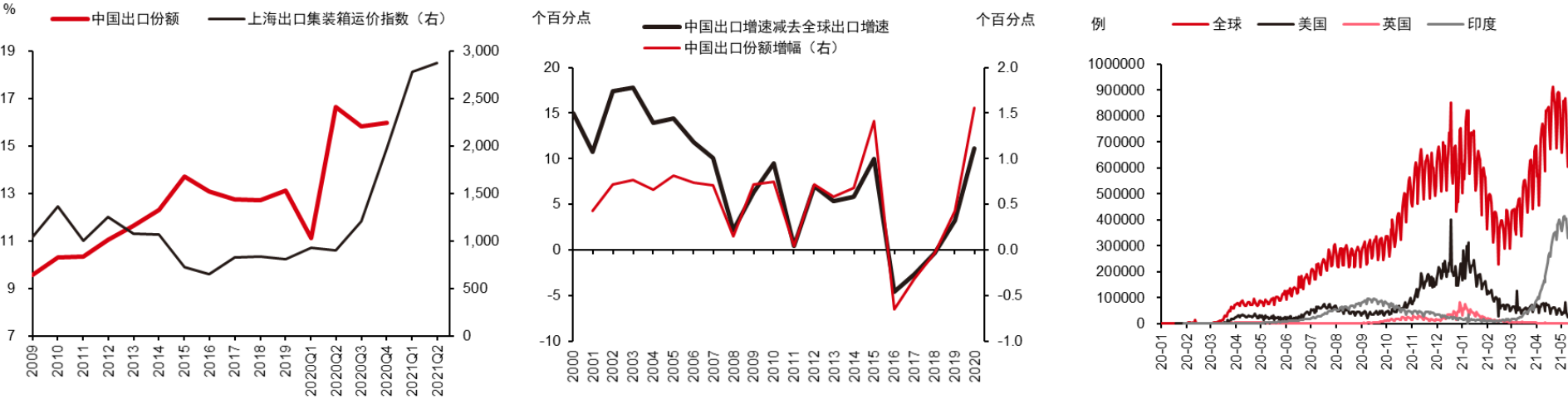
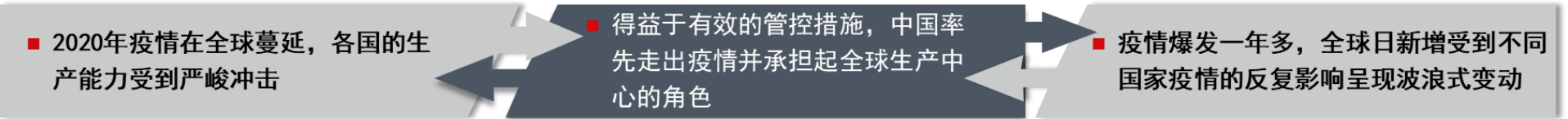
依托制造业提供高端全面服务，生产服务业潜力巨大。

- 2006年-2019年，我国生产服务业就业人员平均增长速度最快，消费服务业和从公共服务业平均增速偏低且相近。
- 工业化水平的进一步提升、工业产业结构的升级细化，中间服务需求会快速递增。

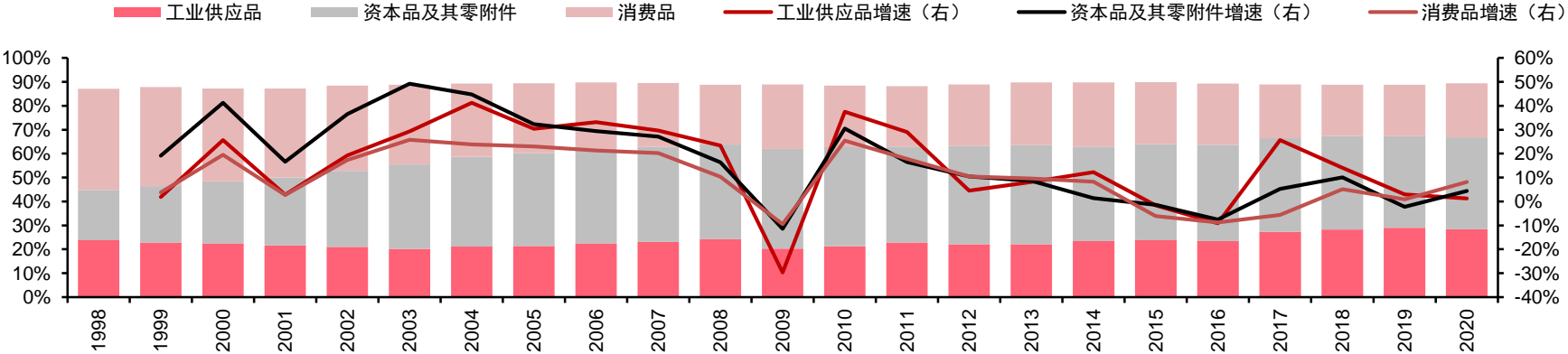
新兴服务业业态将逐渐涌现，例如：

- 物联网、大数据、人工智能等行业的快速发展会创造出一批相关生产性服务业岗位；
- 高端教育、社区养老、高端医疗也会随着居民需求升级而成为重要新兴服务业。

五大趋势变化3：产业链的竞争力成为左右出口趋势的决定性力量

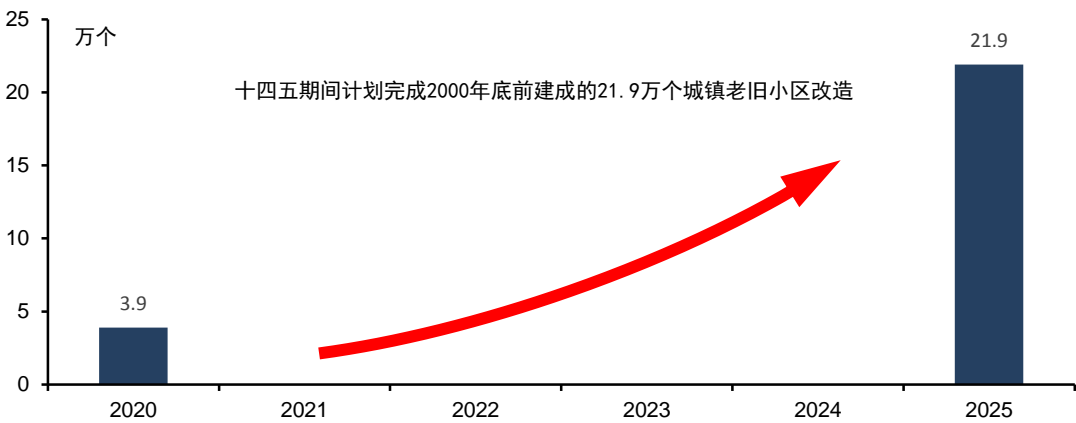


中国产业链完备，疫情背景下生产品和消费品出口增长齐头并进

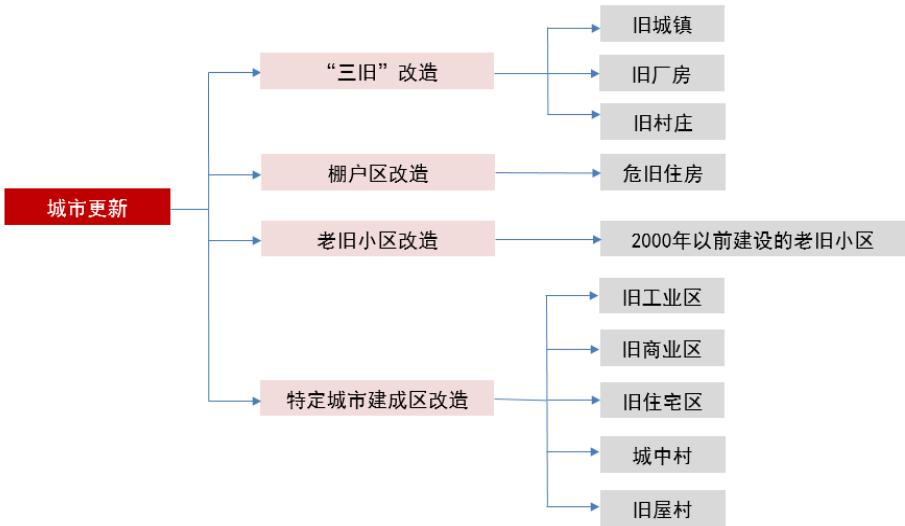


五大趋势变化4：地方政府行为从更重基建转向更重产业

老旧小区改造为代表的城市更新将接力棚改，“十四五”期间计划改造21.9万个老旧小区



城市更新的范畴更广，纳入了老旧小区改造和特定城市建成区改造



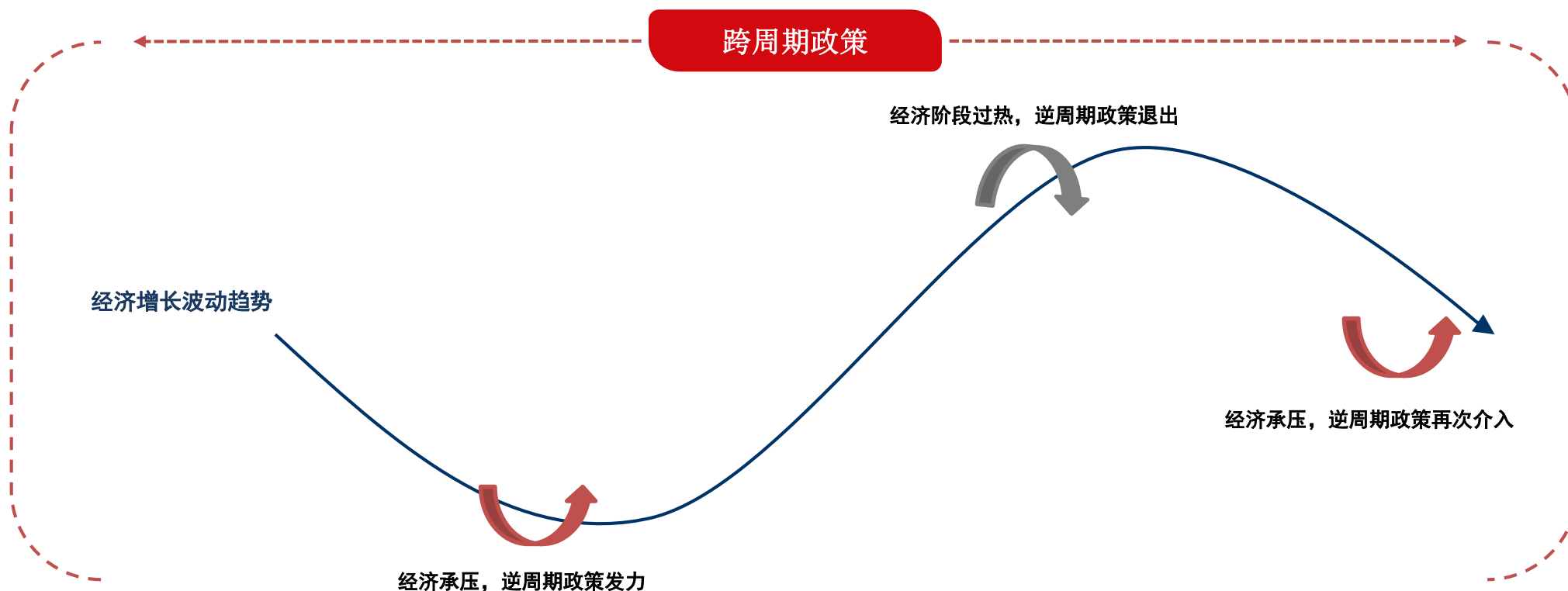
城市群与都市圈发展进一步加快，各地区域之间的协同效应有望进一步增强



•资料来源：Wind，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，中信证券研究部

五大趋势变化5：总量政策操作从“逆周期”向“跨周期”转型

- “跨周期”蕴含了政策“**稳定、连贯、更可持续**”的特征，更注重中长期、更偏向结构性。
- “跨周期”的宏观调控更进一步，是对“逆周期”的完善与升级：通过以财政政策和货币政策为主要手段，叠合与就业、产业、投资、消费、区域等政策的协同发力，更全面的宏观政策部署和设计将加强对经济结构的调整与优化，推动经济高质量发展，服务于我国实现社会主义现代化的中长期发展目标。



跨周期政策将更注重中长期、更偏向结构性

财政政策：放水养鱼支持经济、时间换空间化解债务

- 财政资金力争在提升科技创新能力、优化产业结构方面可以起到“四两拨千斤”的撬动作用：一方面可与企业、学校等形成合力加大基础研究力度；另一方面可通过减税降费、专项补助、政府投资基金等方式引导资本资源流向战略新兴产业。
- 创新财政资金直达机制来保基本，促进区域差异缩小：我国在去年创新实施新增财政资金直达机制，2021年财政资金直达机制常态化实施，中央财政直达资金范围扩大，常态化直达机制有利于促进区域均衡，加快资金拨付使用效率。此外，未来的财政政策将更向民生领域重点倾斜。
- 针对地方政府隐性债务问题，更多采用以时间换空间的思路，在更长期的维度去缓释压力：财政政策还必须有举措积极稳妥化解存量隐性债务，为下一次可能的经济增速下行压力预留政策空间，预计将集中体现为“严控增量+存量缓释”的具体做法。

货币政策：加强结构性工具设计与储备，珍惜正常利率空间

- 我们认为“跨周期”的政策部署将主要围绕加强结构性工具的设计与储备，珍惜我国的正常利率空间，在“稳增长”与“防风险”中找平衡。
- 在货币政策目标上，货币政策将坚守币值稳定的最终目标，同时，进一步确立保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配的中介目标，将在长期稳住货币总量。
- 在创新的货币政策工具和畅通的货币政策传导机制上，央行也进一步明确了以OMO和MLF利率作为中期政策利率、以LPR作为信贷市场的定价基准的发展方向，同时珍惜正常利率空间，这对于央行施行跨周期政策的效用将起到积极作用。
- 在对结构性目标的部署上，央行以永续债为突破口，促进银行多渠道补充资本；同时通过持续健全结构性货币政策工具体系，设计再贷款、再贴现等结构性货币工具，引导金融资源流向科技创新、小微企业、绿色发展等国民经济重点领域和薄弱环节，促进提升经济发展的可持续性和韧性。

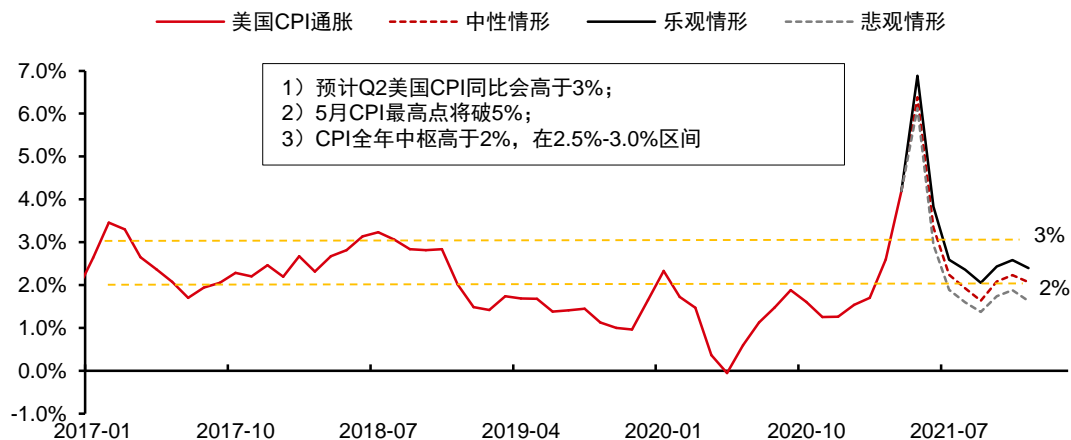
2 宏观（海外）篇

- **2021H2全球经济复苏推向高潮，但力度仍有分化。**
 - 1) 疫苗接种加快、刺激政策落地进一步强化全球经济复苏预期，上调今年和下半年的全球GDP增速预测；
 - 2) 疫苗接种进度不同步决定国别间经济修复仍有分化，预计发达国家复苏进度领先新兴国家；
 - 3) 基准情形下，预计2021年全球经济增速将达6%左右。预计2021年美国、欧元区、日本的实际GDP增速分别达7.0%、4.1%、2.0%，其中美国Q2环比改善幅度最大。
- **美国整体通胀自Q2高点逐步回落至2-3%左右。**
- **美联储下半年将释放Tapering信号，欧央行货币正常化相对滞后。**
 - 我们预计年内在8-9月份美联储会逐步向市场释放未来缩减QE的预期；Q4公布相关细节计划，年底或明年初执行Tapering。
 - 预计欧央行货币正常化的时点将明显滞后于美联储，PEPP计划至少持续至2022年3月，边际政策收紧最早可能出现在2022年中期。
- **拜登基建与欧洲复苏基金将在下半年落地，关注拜登加税幅度。**
 - 预计拜登的基建计划大概率在今年9-10月通过“预算调节”方式落地。
 - 预计拜登政府将会采取循序渐进的做法，初期的加税规模会有一定折扣，企业所得税税率可能从21%上调至25%。
 - 欧洲复苏基金有望在今年6-7月获得最终批准，可能于2021年7月开始正式投资支出，对Q3欧洲经济带来明显提振。
- **资产配置建议：风险资产震荡走高，股票>大宗>债券。**
 - 在疫苗广泛有效应用的假设下，预计发达国家经济复苏将推向高潮，新兴国家经济复苏力度也处于边际改善的趋势。
 - 预计在2021H2整体需求恢复的背景下，通胀中长期上行的预期仍难以证伪。
 - 流动性盛宴下的估值驱动将让位于盈利增长驱动，风险资产下半年可能震荡走高，我们看好股票>大宗>债券。
- **风险因素：下半年主要风险来自全球新冠疫情的反复和美国政策的不确定性。**

全球主要经济体实际GDP增速和CPI预测（E表示预测值）

| | 2020Q4 | 2021 | | | | 2020年 | 2021年E | 2022年E |
|--------------|--------|------|------|-----|-----|-------|--------|--------|
| | | Q1 | Q2E | Q3E | Q4E | | | |
| GDP增速 | | | | | | | | |
| 美国 | 4.3 | 6.4 | 10.0 | 6.8 | 4.8 | -3.5 | 7.0 | 4.0 |
| 欧元区 | -2.8 | -2.4 | 5.6 | 8.5 | 4.9 | -6.6 | 4.1 | 4.2 |
| 日本 | 11.6 | -5.1 | 5.0 | 4.5 | 2.3 | -4.7 | 2.0 | 2.1 |
| CPI同比 | | | | | | | | |
| 美国 | 1.3 | 1.9 | 3.8 | 3.3 | 3.3 | 1.2 | 3.0 | 2.3 |
| 欧元区 | -0.3 | 1.0 | 1.7 | 2.0 | 2.3 | 0.3 | 1.7 | 1.3 |
| 日本 | -0.8 | -0.4 | -0.1 | 0.1 | 0.8 | 0.0 | 0.1 | 0.6 |

2021年美国CPI价格走势预测



资料来源：BEA, Bloomberg, 中信证券研究部预测；预测值中季度值为实际GDP环比折年率，年度值为同比增速 注：-代表低配/看空；0代表中性；+代表高配/看多。

未来6个月大类资产配置建议

| 类别 | 超配 | 平配 | 低配 |
|----|-----|----|----------|
| 股票 | √ | | |
| 债券 | | | √ |
| 商品 | | √ | |
| 货币 | USD | | JPY, EUR |

2021H2全球大类资产配置建议

| | ++ | + | 0 | - | -- |
|-----|--------|---|---|---|----|
| 股市 | 美国 | √ | | | |
| | 欧元区 | √ | | | |
| | 日本 | √ | | | |
| | 新兴国家 | √ | | | |
| 国债 | 美国 | | | √ | |
| | 欧元区 | | | √ | |
| | 日本 | | | √ | |
| | 新兴国家 | | | √ | |
| 企业债 | 投资级-美国 | | √ | | |
| | 投资级-欧洲 | | √ | | |
| | 高收益-美国 | √ | | | |
| | 高收益-欧洲 | √ | | | |
| 汇率 | 美元 | √ | | | |
| | 欧元 | | √ | | |
| | 日元 | | | √ | |
| | 新兴国家 | | √ | | |
| 大宗 | 黄金 | | √ | | |
| | 原油 | | √ | | |
| | 工业金属 | | √ | | |
| | 农产品 | | √ | | |

3 A股策略篇

■ 全球经济共振复苏，通胀扰动高点已过

- 疫苗接种控制疫情的大趋势不变，各国疫苗接种率差距将缩小；
- 全球经济从错位复苏到共振复苏，供需矛盾缓解后“再通胀”交易接近尾声，通胀阴霾渐散，扰动高点已过。

■ 宏观流动性外松内稳，市场流动性依然充裕

- 就业目标难度高，联储宽松周期长，预计明年才会缩减购债规模；国内宏观政策“不急转弯”，货币稳健中性，银行间流动性宽松；
- 政策看点在高质量发展，包括创新、绿色、共享等，以及国企改革与资本市场改革；
- 下半年A股资金预计净流入2200亿元，其中外资或继续超预期，公募新发回暖，赎回改善。

■ A股下半年共振上行，四季度空间更大

- 基本面有韧性，A股盈利增速结构分化，下半年周期弱化，成长占优，而消费对非金融增速贡献最大；
- A股依然处于中长期上行通道中，下半年将进入2021年慢涨“三部曲”中的共振上行期；
- 节奏上三季度震荡缓慢上行，四季度上行空间更大。

■ 淡化周期思维，三季度聚焦成长，四季度增配消费

- 信用周期下行期，建议淡化周期逻辑，重视估值空间和弹性，结合政策催化布局主题。
- 三季度聚焦成长，包括成长类制造的新能源、科技自主可控、国防安全和智能制造；成长类消费中的化妆品、医美、免税、运动服饰、新型烟草等；主题方面关注能源安全和国防机弹。
- 四季度坚持成长配置外，推荐战略增配大消费，重点关注3条主线：一是电商；二是品牌服饰、美妆日化；三是传统的可选耐用品，如家电、汽车、3C电子；主题方面关注上海自贸港和数字人民币。

■ 风险因素

- 全球疫情反复、疫苗接种不及预期；中美科技贸易领域摩擦加剧；国内经济复苏进度不及预期；国内外宏观流动性超预期提前收紧。

A股投资策略假设与核心研判一览表（上）

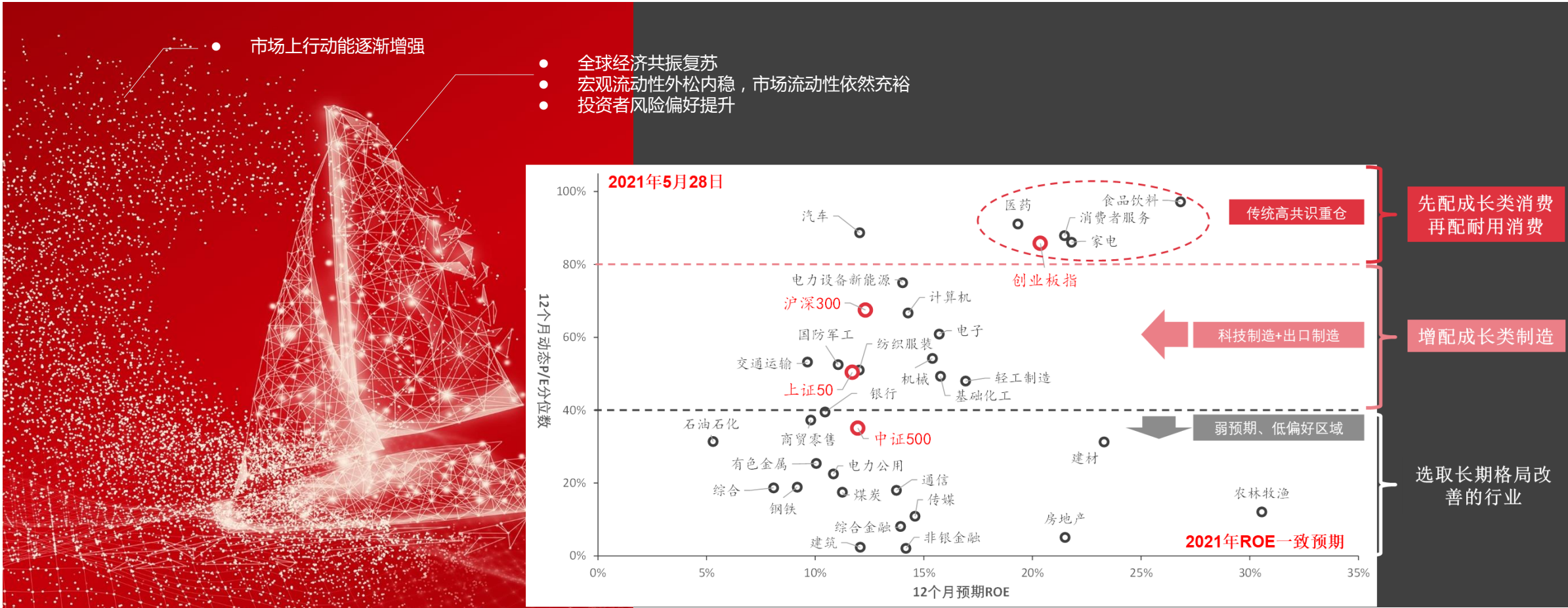
| 分项指标 | 单位/说明 | 2021Q1 A | 2021Q2 E | 2021Q3 E | 2021Q4 E | 2022Q1 E | 2022Q2 E | 2021年E |
|---------|---------------|--|-------------------------------------|---------------|---------------------|----------------|--------------|------------|
| 海外因素 | | | | | | | | |
| 海外疫情 | 疫苗接种进度 | 欧美开始接种 | 美、英达到60%抗体覆盖 | 欧陆国家达到60%抗体覆盖 | 发达经济体疫情缓解，新兴经济体接种提速 | 主要新兴市场国家实现群体免疫 | | 疫苗逐步控制疫情 |
| 中美博弈 | 主要事件 | 中美分歧真空期 | 贸易谈判有所推进，科技博弈继续；中美双方领导人可能通过视频或电话会晤。 | | | | | 相对缓和 |
| 国内宏观 | | | | | | | | |
| GDP | 19年来年化同比% | 5.0 | 5.7 | 5.8 | 5.9 | 5.5 | 5.7 | 5.6 |
| | 季调环比% | 0.6 | 2.0 | 1.4 | 1.2 | 1.8 | 1.4 | / |
| 社会消费品零售 | 19年来年化同比% | 5.7 | 5.5 | 6.8 | 7.2 | 6.4 | 7.0 | 6.4 |
| 固定资产投资 | 19年来年化同比% | 2.7 | 5.0 | 4.5 | 4.6 | 3.0 | 4.3 | 4.4 |
| 进出口总额 | 19年来年化同比% | 12.5 | 13.6 | 14.8 | 12.1 | 10.5 | 10.3 | 13.3 |
| CPI | 当季同比% | 0.0 | 1.5 | 1.6 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 1.4 |
| | 当季环比% | 1.1 | -0.3 | 1.2 | 0.5 | 1.0 | -0.3 | / |
| PPI | 当季同比% | 2.1 | 7.4 | 5.8 | 4.2 | 0.5 | -2.2 | 4.9 |
| | 当季环比% | 3.4 | 1.5 | -1.2 | -0.6 | -0.6 | 0.0 | / |
| 新增社融总量 | 万亿元/当季 | 10.2 | 8.3 | 8.8 | 5.3 | 10.2 | 8.2 | 32.6 |
| M2 | 季末同比% | 9.4 | 7.9 | 8.0 | 8.3 | 8.0 | 8.4 | 8.3 |
| A股盈利 | | | | | | | | |
| 全市场 | | 40.7 | 29.3 | -1.0 | 6.5 | -4.0 | -7.2 | 17.0 |
| 大金融 | 当季同比%，中证800口径 | 7.3 | 21.1 | 2.2 | 1.9 | -6.7 | 0.6 | 7.7 |
| 非金融 | | 156.9 | 40.9 | -4.7 | 14.1 | -0.2 | -16.6 | 32.2 |
| 工业 | | 286.4[107.1] | 63.5[31.3] | -11.3[-6.9] | 6.9[3.9] | -2.7[-1.5] | -28.1[-16.1] | 37.3[20.1] |
| 消费 | 当季同比% | 87.2[38.4] | 23.8[8.2] | 5.0[1.4] | 19.2[6.1] | 3.4[1.1] | 4.6[1.4] | 27.5[9] |
| TMT | [对当季非金融增速贡献%] | 65.6[4.9] | -3.7[-0.3] | 6.1[0.3] | 15.5[1] | 17.3[0.8] | -3.2[-0.2] | 14.0[0.9] |
| 医药 | | 58.8[6.5] | 19.3[1.6] | 8.1[0.5] | 59.1[3.2] | -9.3[-0.6] | -25.4[-1.8] | 31.1[2.2] |
| 政策与主题 | | | | | | | | |
| 创新 | 主要看点 | 一系列反垄断案例或逐步落地 国家中长期科技规划 基础研究十年行动方案 | | | | | | - |
| 绿色 | 主要看点 | 碳达峰行动方案，碳交易启动 | | 细分行业碳达峰配套政策 | | 国家绿色发展基金启动投资 | | - |
| 共享 | | 放开三孩 | | | 促进共同富裕行动方案 | | | - |
| 资本市场改革 | 主要看点 | 绿色金融和ESG投资支持政策 | | | 全面注册制 | ESG强制信息披露 | | - |
| 国企改革 | | 落实国企改革三年行动，优化布局，改善激励，强化管资本的体制 | | | | | | - |

19

A股投资策略假设与核心研判一览表（下）

| 分项指标 | 单位/说明 | 2021Q1 A | 2021Q2 E | 2021Q3 E | 2021Q4 E | 2022Q1 E | 2022Q2 E | 2021年E |
|---------------------|--------------|------------|------------|------------|--------------|-------------|----------|---------|
| 宏观流动性 | | | | | | | | |
| 货币政策 | 定调与操作 | 稳健中性，资金面波动 | 稳健中性，资金面平稳 | 稳健中性，资金面平稳 | 稳健中性，资金面边际收紧 | 稳健中性 | 稳健中性 | 稳健中性 |
| 财政政策 | 规模与看点 | 赤字率3.2% | | 专项债新增3.6万亿 | | 预计赤字率3-3.3% | | |
| 国内长端利率走势 | 区间，10年国债收益率% | 3.1~3.3 | 3.0~3.2 | 3.0~3.2 | 3.1~3.4 | 3.0~3.4 | 3.0~3.4 | 3.0~3.4 |
| 美欧日央行扩表规模 | 亿美元 | 8435 | 8310 | 8696 | 6411 | 6400 | 4400 | 31852 |
| 人民币汇率 | 区间，CNY/USD | 6.5-6.6 | 6.3-6.6 | 6.2-6.4 | 6.4~6.6 | 6.5-6.7 | 6.5-6.7 | 6.2-6.6 |
| 美元指数 | 1978=100 | 93.2 | 89 | 88 | 92 | 93 | 94 | 88-94 |
| 市场流动性 | | | | | | | | |
| 产业资本+PE | 净流动，亿元 | -600 | -800 | -700 | -500 | -600 | -600 | -2600 |
| 外资 | 净流动，亿元 | 999 | 600 | 800 | 900 | 800 | 700 | 3299 |
| 国内公募 | 净流动，亿元 | 5650 | -1000 | 100 | 1000 | 200 | 400 | 5750 |
| 险资+理财子 | 净流动，亿元 | -550 | 600 | 625 | 850 | 700 | 700 | 1525 |
| 私募+游资 | 净流动，亿元 | 5400 | 600 | 600 | 800 | 500 | 600 | 7400 |
| 资金分流(IPO+定增) | 净流动，亿元 | -761 | -900 | -850 | -1400 | -800 | -900 | -3911 |
| 合计 | 净流动，亿元 | 10138 | -900 | 575 | 1650 | 800 | 900 | 11463 |
| 大势研判打分（空~多：-10~+10） | | | | | | | | |
| 海外因素 | 打分 | - | - | +1 | +4 | +3 | +1 | - |
| 基本面 | 打分 | - | - | +3 | +8 | +2 | +5 | - |
| 政策 | 打分 | - | - | +2 | +8 | +8 | +5 | - |
| 流动性 | 打分 | - | - | +3 | +3 | -2 | -2 | - |
| A股整体走势 | 加权得分 | - | - | +2.8 | +5.4 | +1.9 | +1.6 | - |

资料来源：历史数据来自Bloomberg和Wind；其它为中信证券研究部预测

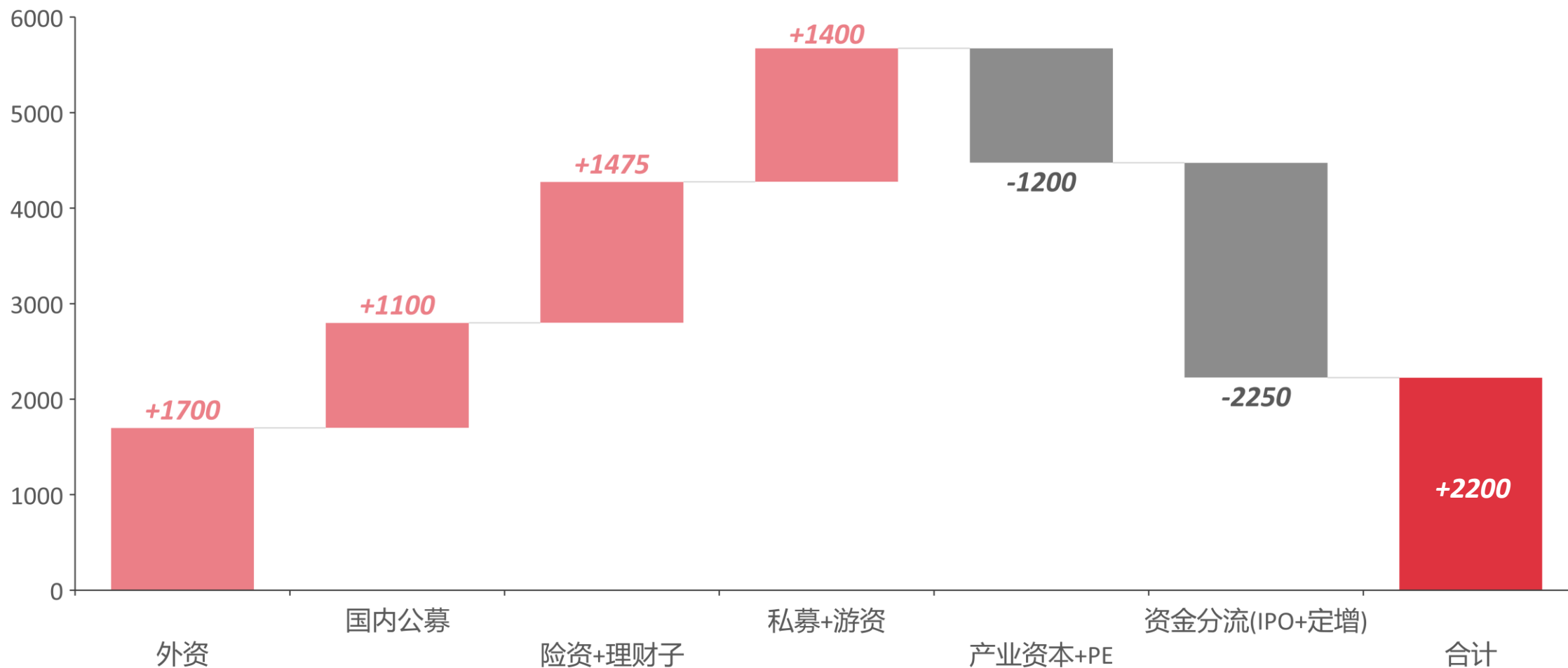


资料来源：Wind一致预期；中信证券研究部绘制

注1：左图仅统计各行业中在Wind有机构提供一致盈利预期覆盖的个股，动态P/E的历史数据从2009年开始统计；

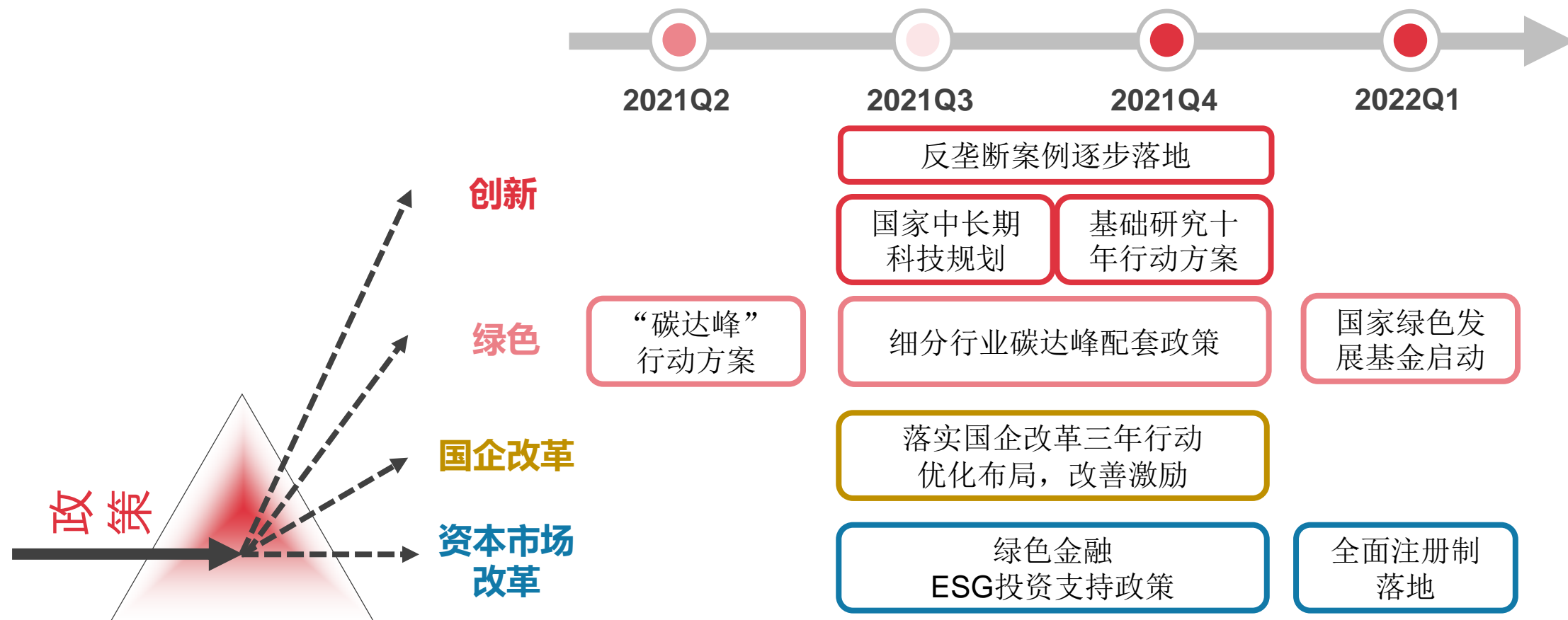
下半年A股净流入资金2200亿元

2021年下半年A股主要投资者资金净流动规模预测



资料来源：中信证券研究部策略组预测

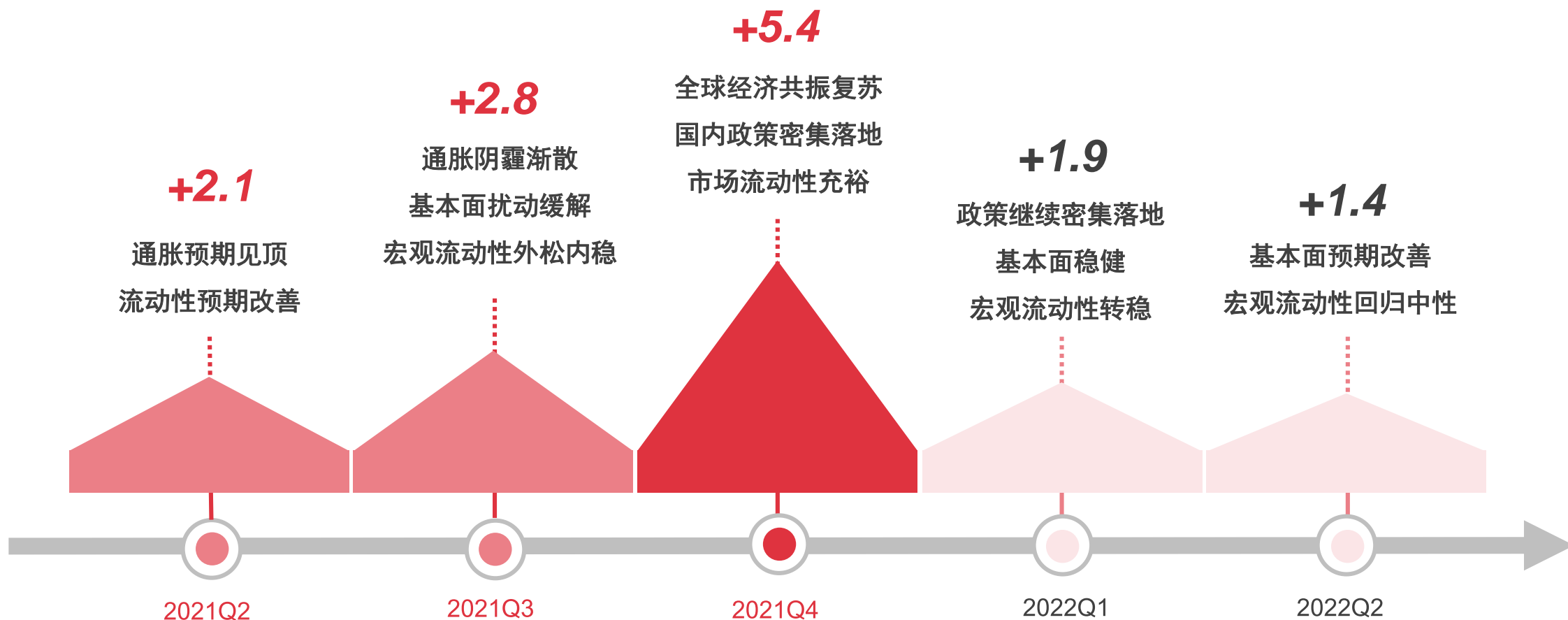
政策“不急转弯”，看点在高质量发展



资料来源：Wind；中信证券研究部政策专题组预测。

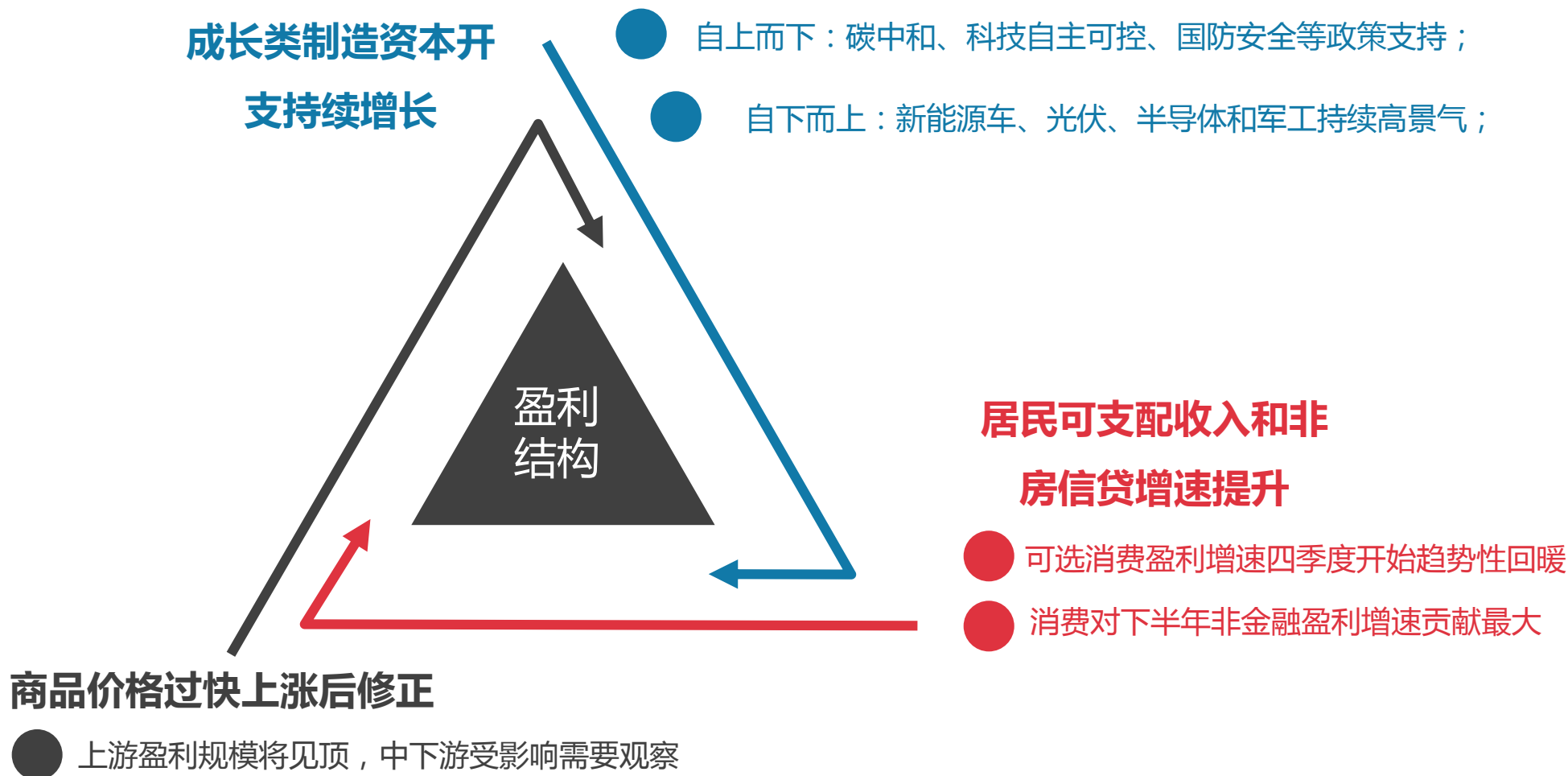
A股下半年共振上行，四季度空间更大

各季度A股大势综合得分（2021Q2~2022Q2）



资料来源：各季度打分根据我们对宏观、政策、流动性、海外因素四条主线在各季度研判打分加权汇总得到，与各季度市场涨跌幅度并非一一对应，中信证券研究部策略组预测、绘制

影响下半年A股盈利趋势的三大因素



淡化周期思维，三季度聚焦高成长，四季度增配大消费

6月

三季度：继续聚焦高成长品种

四季度：战略布局大消费

成长类制造

新能源（新能源车、光伏、储能）
科技自主可控（半导体设备、材料，设计，工业软件）
国防安全（航空发动机、军队信息化、军工新材料、航空配套）
科技赋能制造（服务机器人、华为产业链、智能驾驶、AIoT设备）

成长型消费

化妆品、医美
免税、运动服饰
新型烟草

大消费

电商
线上占比高的消费（品牌服饰、美妆日化）
可选耐用消费品（家电、汽车、3C电子）

主题

能源安全

国防机弹

上海自贸港

数字人民币

4 港股、美股策略篇

■ 展望下半年，复苏进入“下半场”：再通胀 VS 增长。

- 下半年市场最核心焦点：1. “再通胀”交易的持续性，以及对中游行业的利润挤压；2. 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；3. 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。

- 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。

■ 新经济的增长“成色”将经受检验。

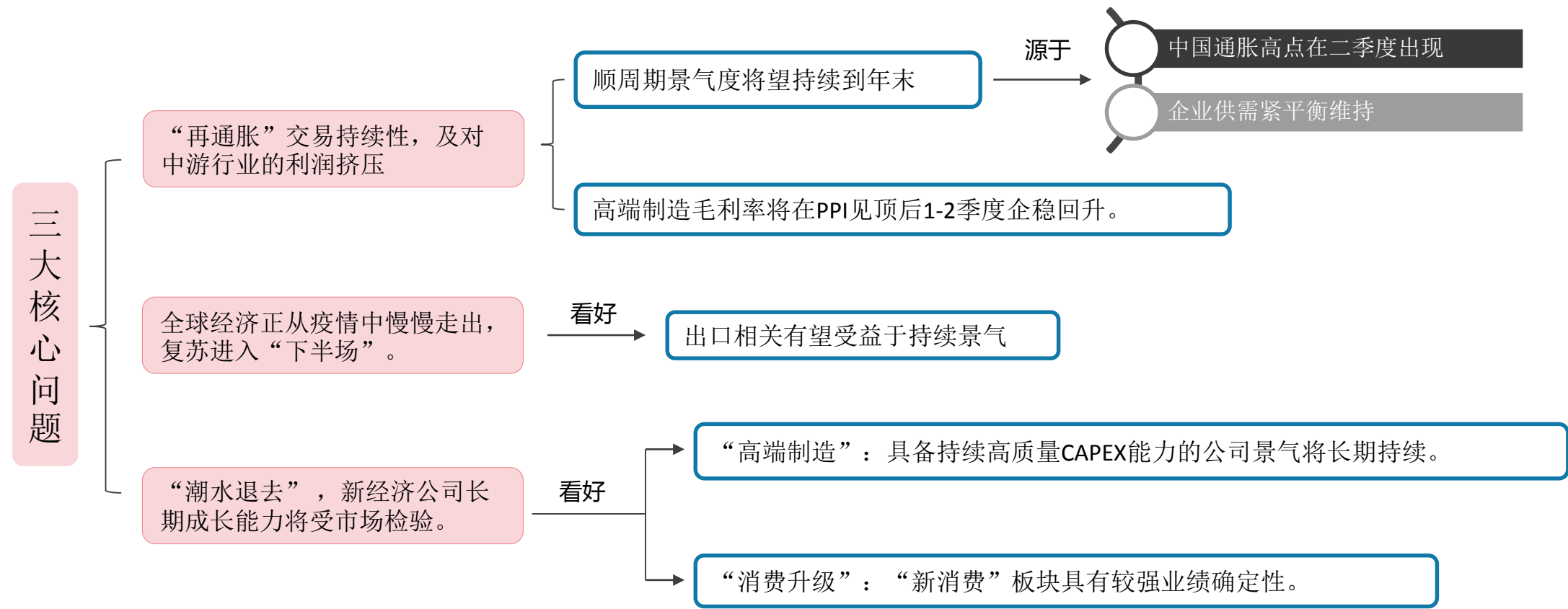
- 短期看，在经济复苏向好、需求十分旺盛的背景下，出口中的化工、有色、消费电子等海外业务占比较高的行业将保持较高景气。
- 更长维度看结构性机会，“高端制造”和“消费升级”将是高增长的两个最重要方面。高端制造和医药的营收高增长，具备持续高质量CAPEX能力的公司景气将长期持续；短期受益服务性消费复苏的休闲服务行业，以及消费升级下的“新消费”板块具有较强业绩确定性。

■ 配置建议。

- 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）。

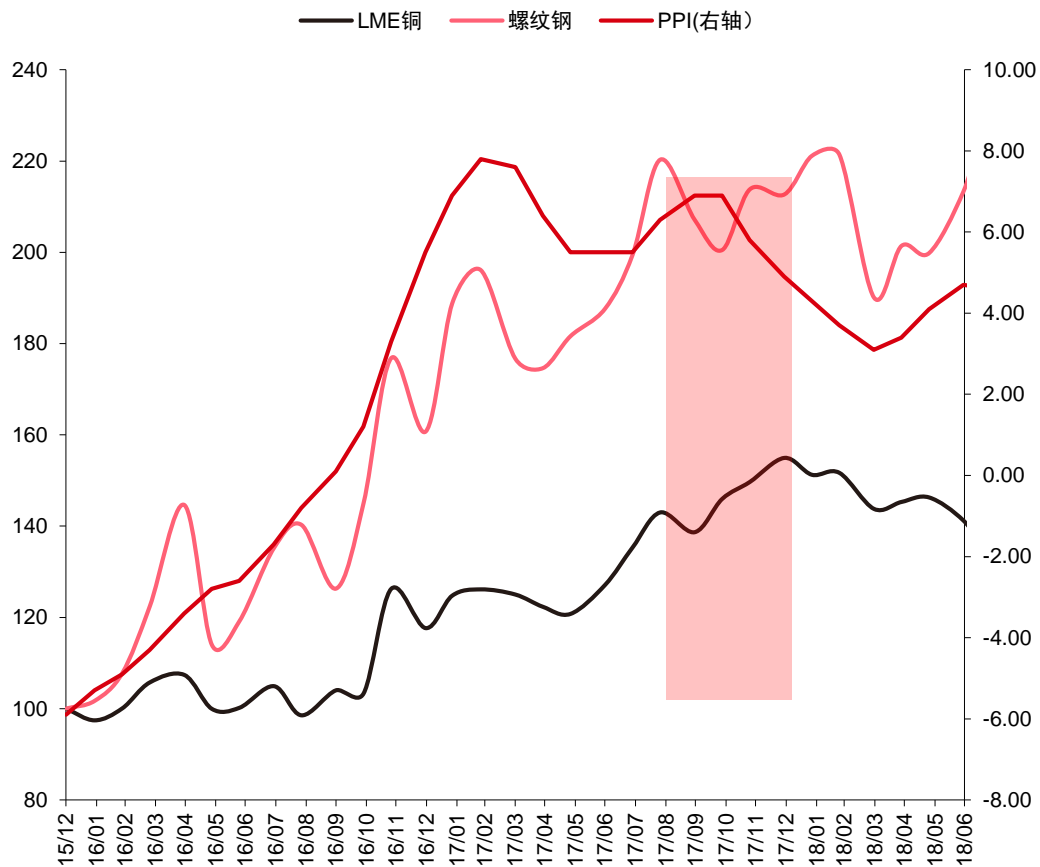
■ 风险因素。

- 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。

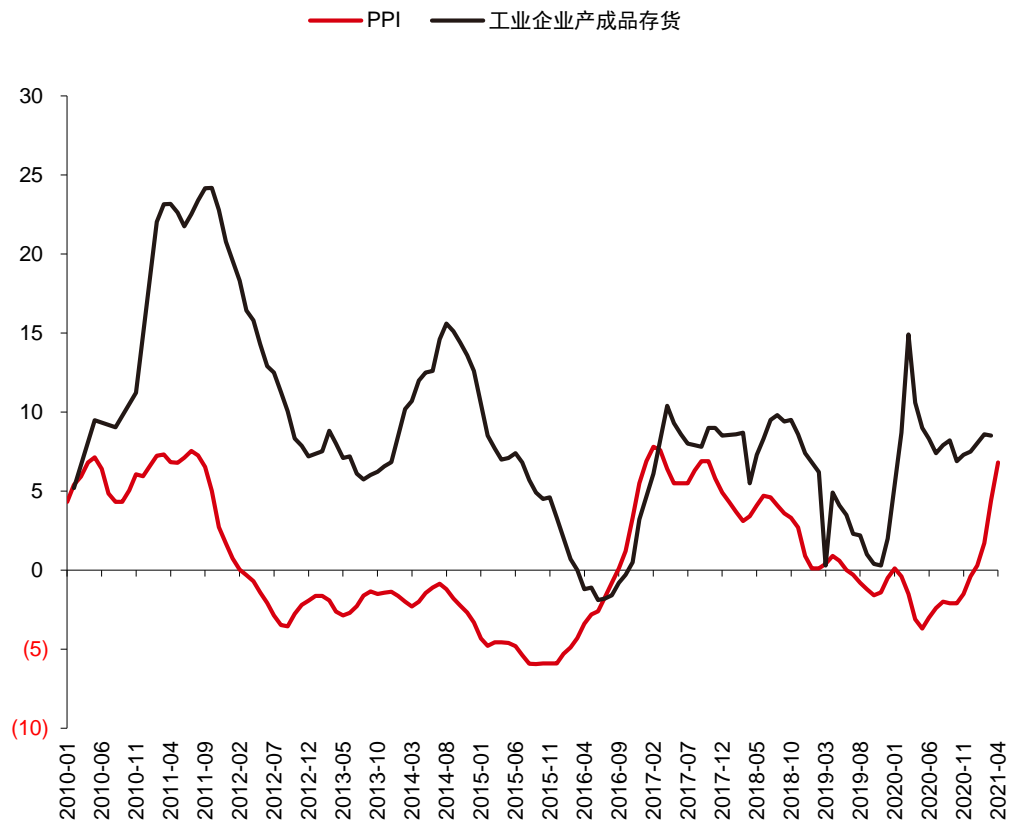


通胀同比见顶，但“顺周期”景气度维持高位

2017年通胀高点后上游原材料价格仍高位运行约一季度



当前工业企业端主动补库存进入下半场



资料来源: Wind, 中信证券研究部

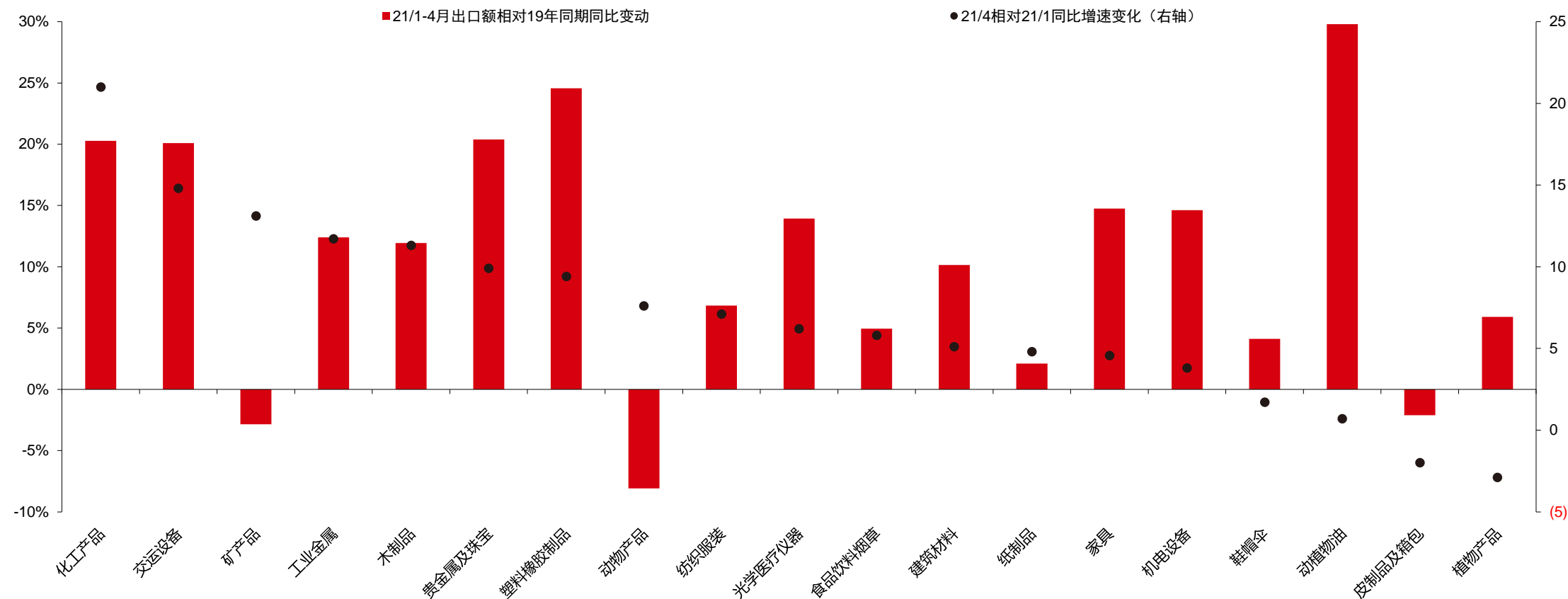
对中游制造的利润挤压可控

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

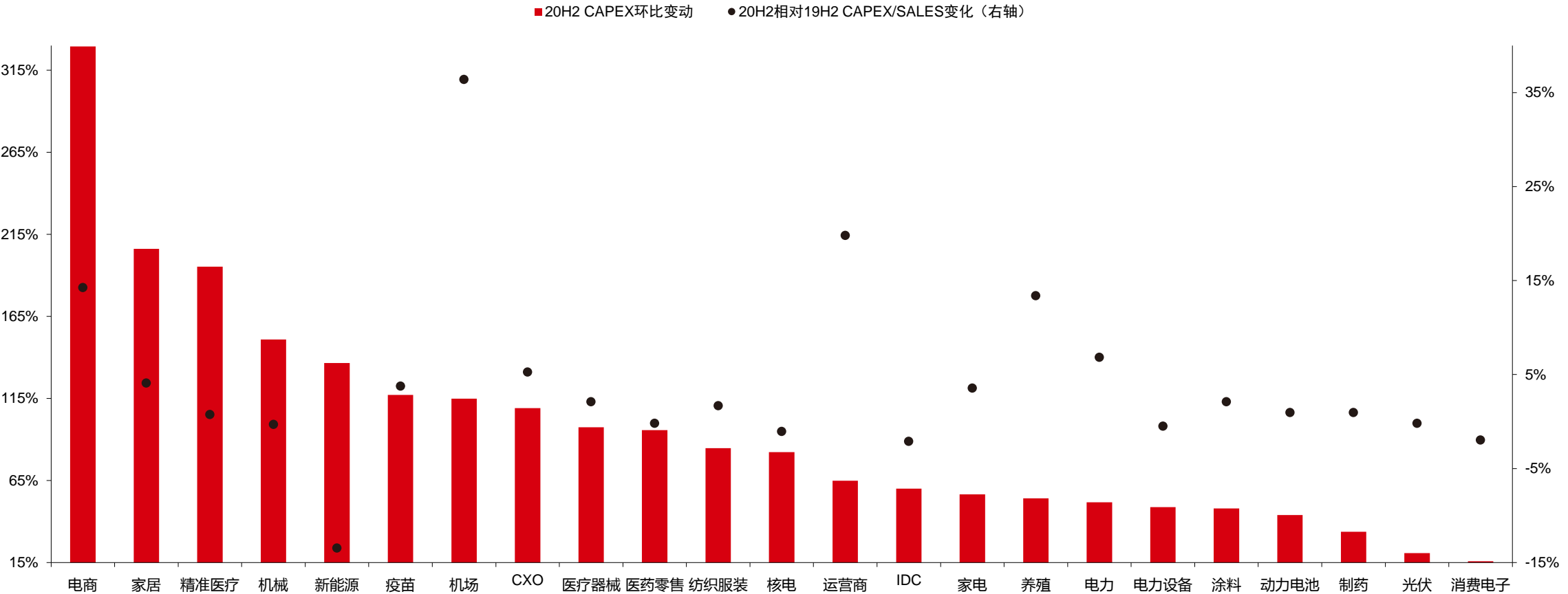
化工、交运设备、工业金属等板块出口持续景气



资料来源：Wind，海关总署，中信证券研究部

具备持续高质量CAPEX能力的公司景气料将长期持续

高端制造和医药的营收高增长，具备持续高质量CAPEX能力的公司景气料将长期持续

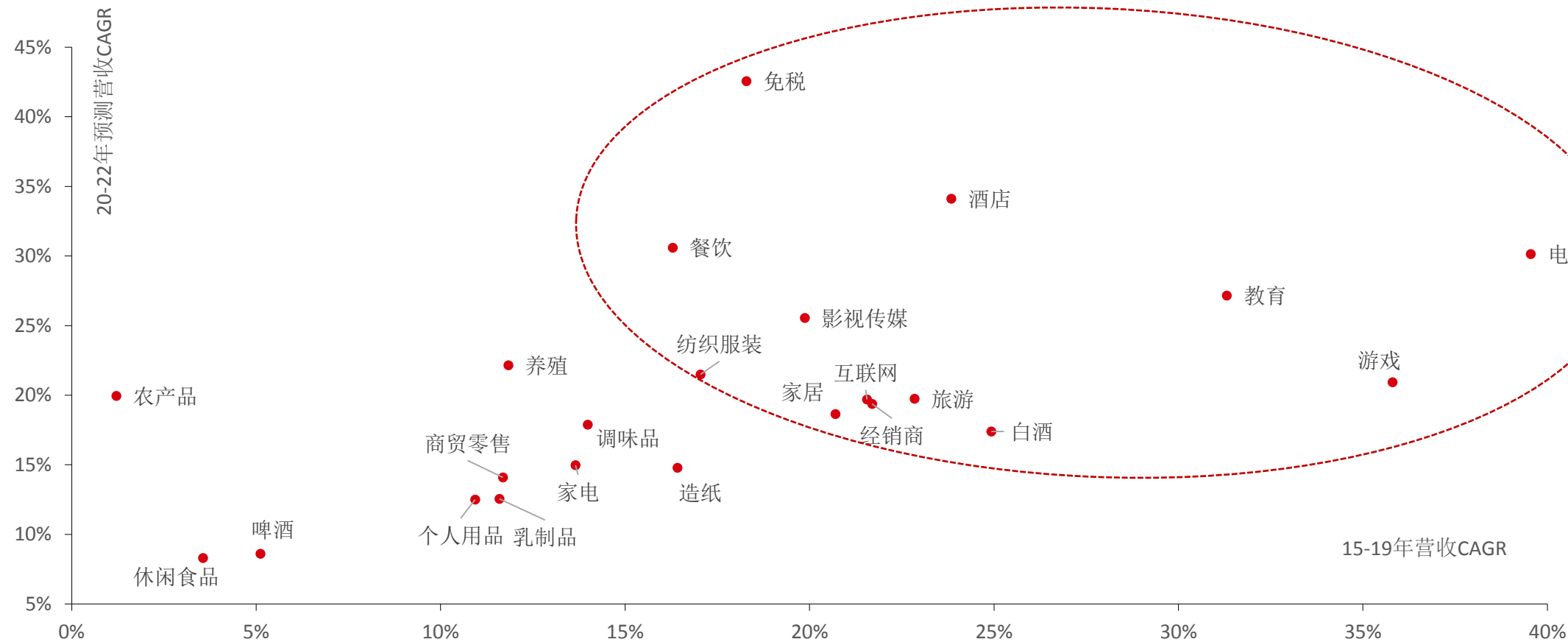


资料来源：Wind, Bloomberg, 中信证券研究部

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 | |
|------|----------|--|--|
| 高端制造 | 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） |
| | 新能源汽车产业链 | 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） |
| 医药 | 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） |
| | CXO | 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） |

细分消费板块的增速



资料来源：Wind，Bloomberg一致预期，中信证券研究部

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 | 运动服饰 | 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世代的结构性价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 | 出行产业链 | 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） |

- **美国经济快速复苏带来“过渡性”通胀压力。**
 - PMI及期限利差等领先指标都显示美国经济仍处于快速重启阶段。
 - 需求的正常化导致“过渡性”通胀显现无疑。
 - 短期美国企业面临的“用工荒”以及薪资上涨的压力也有望缓解。
- **美股流动性最大的变量：散户的取向。**
 - 在“过渡性”通胀压力以及支持就业复苏的取舍下，我们判断美联储下半年仍将维持超宽松的货政操作，预计美联储将于明年开启并完成缩减购债计划。
 - 预测今年标普500企业的回购额也将同比反弹38%至近7000亿美元。
 - 但若风险事件爆发，“散户加杠杆”资金流出将对美股造成冲击。
- **加税：下半年美股最大的风险。**
 - Tax Foundation测算拜登的各项加税措施将合计导致美国的长期GDP萎缩1.62%。
 - 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。
- **美股下半年展望：风险加剧，3季度或为集中爆发点。**
 - 在无新的催化因素下，美股大市进一步上行的空间有限。
 - 若美联储于8月底确定性地释放削减购债的信号，且民主党于9月底前如期通过加税法案，则3季度下旬或是美股风险集中爆发的时间点。
 - 如果资本利得税改的起始有效日最终确定为2022年1月1日，则“散户加杠杆”资金的大概率流出可能会在4季度对美股表现造成负面影响。
 - 行业层面，短期上我们仍偏好受益于经济重启、PPI-CPI剪刀差扩大的能源、原材料和工业，及收益率曲线“陡峭化”+回购重启+拨备减少利好的银行；临近年底，建议关注估值切换后，维持高成长性、获ETF持续配置的科技巨头。
- **警惕欧洲的政治风险，但预计新兴市场不会出现资金外流。**
 - 下半年需警惕德国总理默克尔卸任后以及苏格兰可能进行公投的政治风险。
 - 新兴市场整体来看，外部风险预计不会导致资金流出。
- **风险因素。**
 - 美债收益率持续大幅上行，信用利差走阔抬升融资成本；美元升值致海外收入受汇兑影响；中美关系再度恶化；疫情再度爆发、经济重启受阻；全球资金大幅流出新兴市场。

全球市场2021年下半年投资策略图解

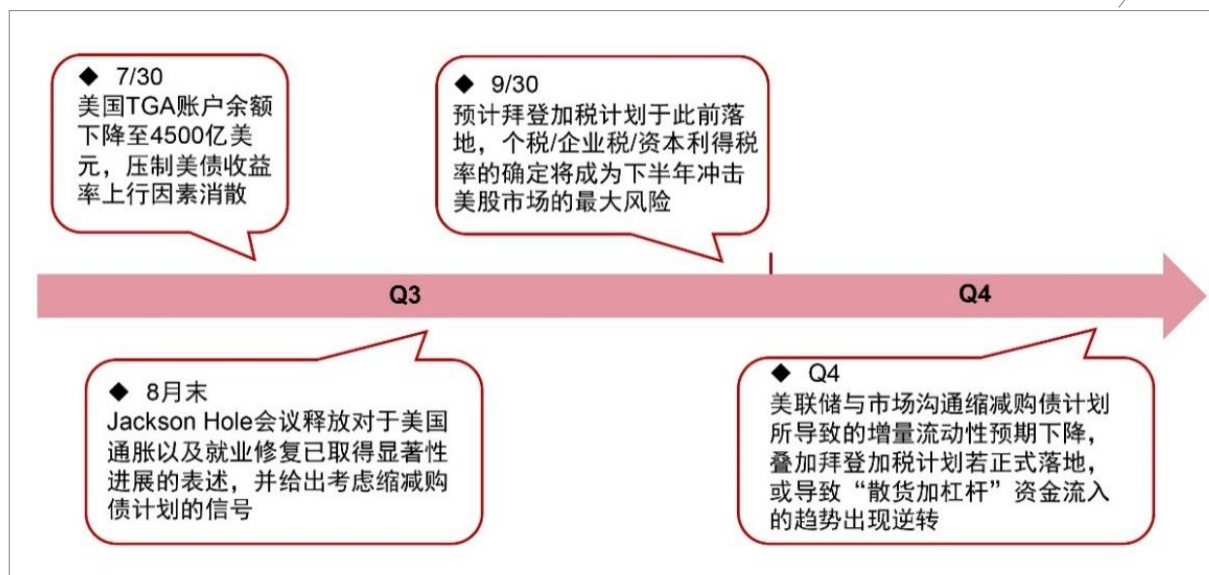
- 美股：进一步上行空间有限，3季度或为风险集中爆发点。 →
- 欧洲市场：警惕政治风险
- 新兴市场：外部风险预计不会导致资金流出。

美国经济快速复苏带来“过渡性”通胀压力。

标普高位估值透支基本面超预期利好

投资策略

- 短期：仍偏好受益于经济重启、PPI-CPI剪刀差扩大的能源、原材料和工业；收益率曲线陡峭化+回购重启+拨备减少利好的银行；
- 临近年底时：建议关注估值切换后，维持高成长性、获ETF持续配置的科技巨头。



流动性变量

缩减购债计划

散户加杠杆 资金流出

加税是下半年美股最大风险

5 FICC（固定收益）篇

- 疫情后供需缺口或导致通胀波动加大，全球低通胀格局扭转或成为未来全球资本市场最大变量
- 国内经济：债务周期去年四季度见顶，经济周期或将于今年二三季度见顶
 - 出口+地产的双轮驱动继续推动二三季度经济稳健回升，经济周期或在债务周期见顶后于二三季度见顶。
 - 预计国内通胀周期二季度见顶，国内商品震荡，海外商品高点延后，关注核心通胀。
- 海外环境：通胀趋于上行，预计财政法案落地，宽松货币退出
 - 全球经济：延续复苏趋势，警惕印度疫情
 - 美国通胀：周期错位+政策宽松，助力通胀走高
 - 美国财政：刺激法案大概率落地，关注债务风险
 - 美国货币：宽松政策逐渐退出
- 政策组合：去杠杆转向债务周期见底与稳增长
- 持盈保泰：利率低位震荡，警惕四季度债务周期见底和海外政策收紧预期，预计十年国债到期收益率区间为3.0%~3.4%。

■ 疫情之后的中国经济呈现地产、出口“双轮驱动”的特征

- 二者在4月的两年平均同比增速均超过10%，在整个疫后复苏的过程中也是支撑中国经济最核心的驱动力。
- 地产投资波动增加但短期仍有支撑，外需的强势在二三季度有望延续。二三季度“双轮驱动”的格局有望维持。同时，制造业投资、商品消费稳步向好也会为经济贡献边际增量。

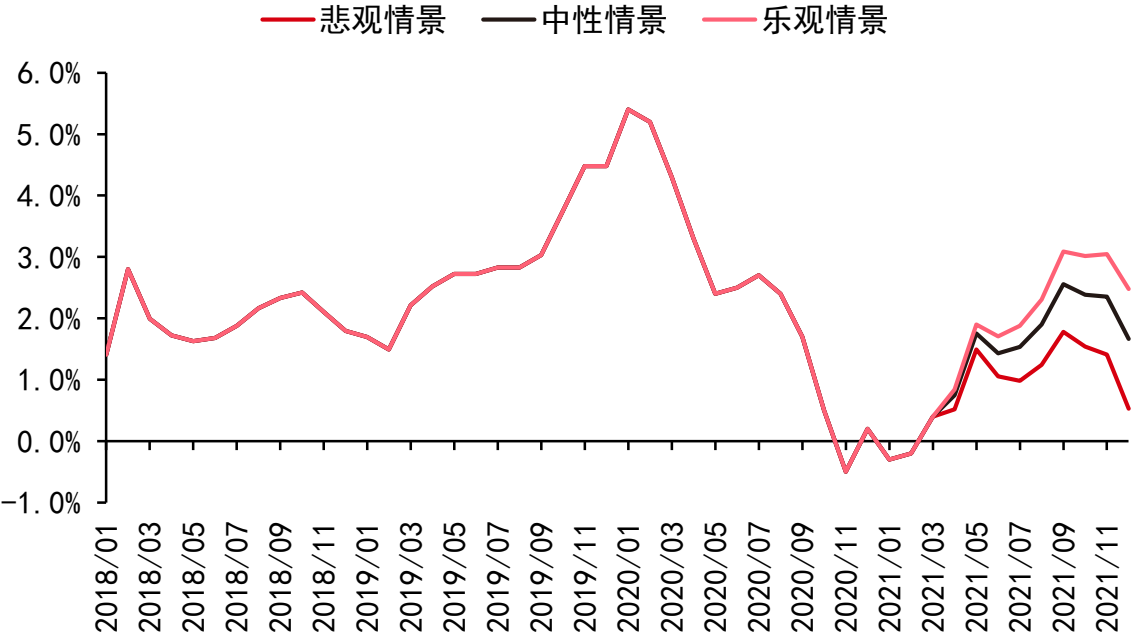
“双轮驱动”的经济增长（%）

| 宏观经济指标 | 2021年4月 | 2021年3月 | 2021年1-2月 | 2020Q4 | 2020Q3 | 2020Q2 | 2020Q1 |
|--------|---------|---------|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 工业增加值 | 6.8 | 6.2 | 8.1 | 7.1 | 5.8 | 4.4 | -8.6 |
| 制造业投资 | 3.4 | -0.3 | -3.4 | 8.7 | 1.6 | -4.9 | -25.2 |
| 地产投资 | 10.3 | 7.7 | 7.6 | 11 | 11.8 | 8 | -7.7 |
| 基建投资 | 3.8 | 5.8 | -1.6 | 5.8 | 6.4 | 8.1 | -16.4 |
| 社零 | 4.3 | 6.3 | 2.7 | 3.2 | -0.4 | -3.8 | -19.6 |
| 出口 | 16.8 | 10.3 | 15.2 | 16.7 | 8.4 | -0.2 | -13.6 |
| 进口 | 10.7 | 16.7 | 8.2 | 4.9 | 3.1 | -9.7 | -3.2 |
| 社融 | 11.7 | 12.3 | 13.3 | 13.3 | 13.5 | 12.7 | 11.5 |

供需缺口的结构性压力仍然存在

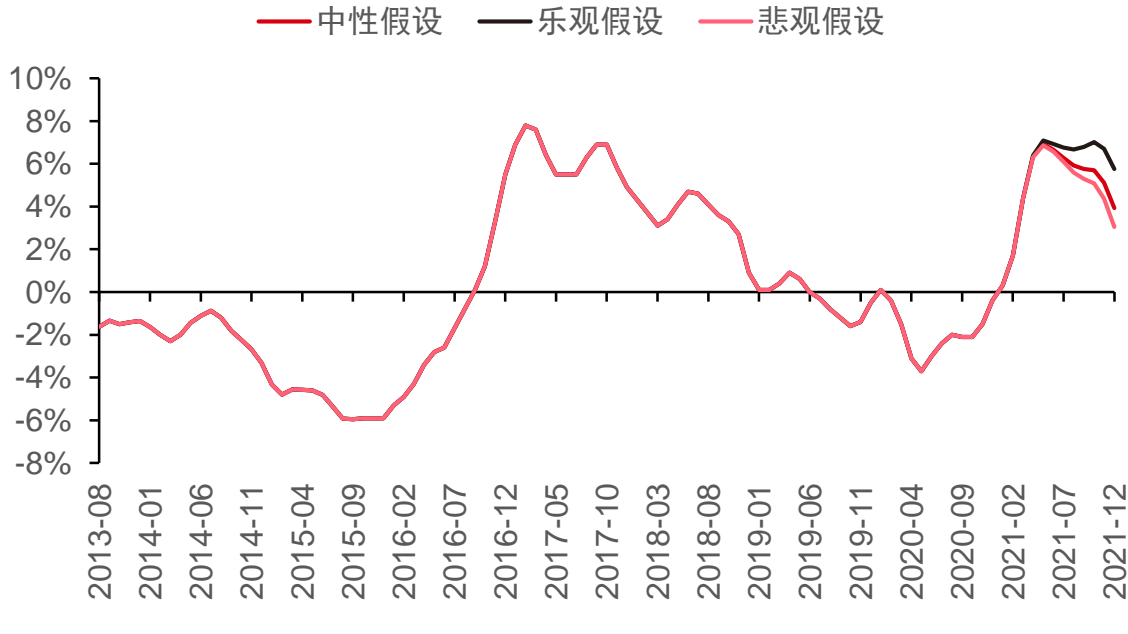
- 未来工业品价格的波动将会受到国内、国外两个供需缺口的影响
- 预计二季度PPI同比高点过后回落速度慢，年内仍将高于3%，CPI同比持续上行

CPI同比情景测算



资料来源：Wind，中信证券研究部测算

PPI同比情景测算



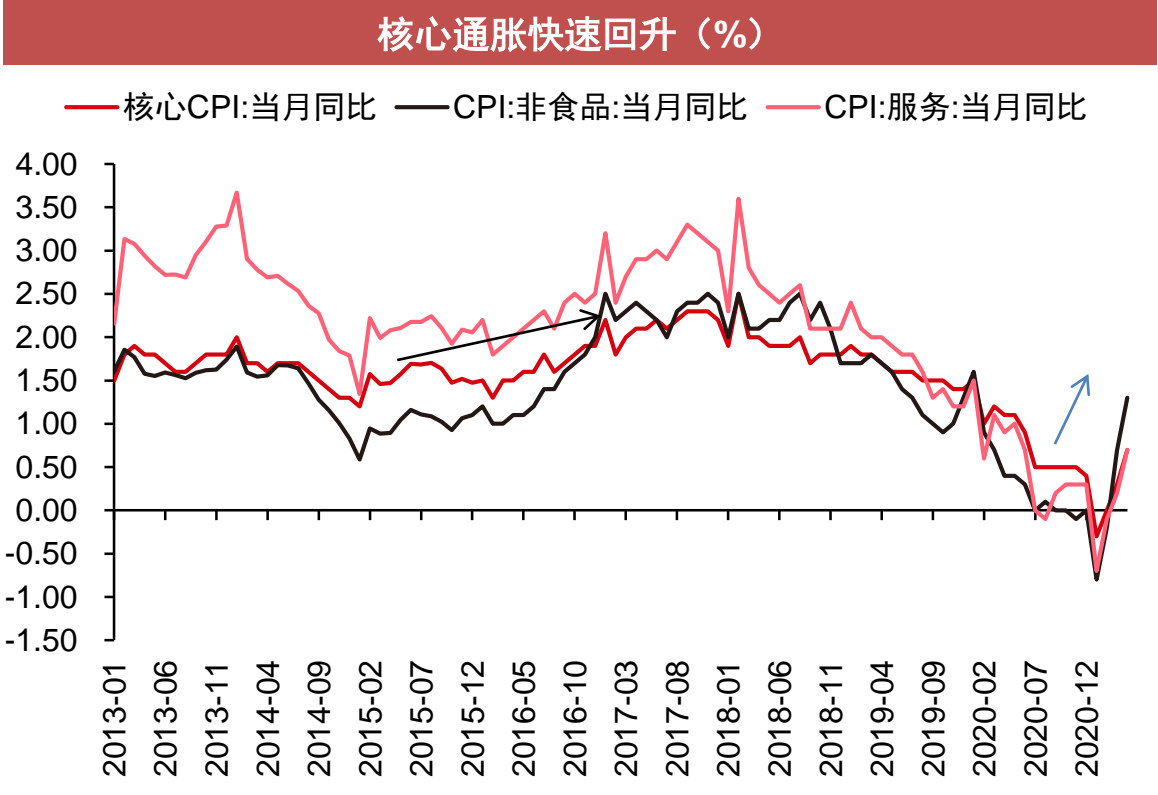
资料来源：Wind，中信证券研究部测算

涨价存在扩散和传导迹象，关注通胀传导

- 疫情防控形势较好的背景下服务消费需求回升，前期上游原材料价格持续上涨也逐步向下游传导
- 4月上游工业品涨价的主力从石油石化产业链转向煤炭、黑色金属产业链
- 除CPI和PPI外，后续应更全面关注核心通胀

| 工业品涨价品种有所扩散 (%) | | | | | | | | | | |
|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 指标名称 | 2021-04 | 2021-03 | 2021-02 | 2021-01 | 2020-12 | 2020-11 | 2020-10 | 2020-09 | 2020-08 | 2020-07 |
| PPI:煤炭开采和洗选业:环比 | 2.80 | -3.10 | 1.60 | 6.40 | 3.50 | 2.20 | 2.10 | 0.30 | -0.90 | 0.60 |
| PPI:石油和天然气开采业:环比 | 0.40 | 9.80 | 7.50 | 8.20 | 7.90 | 0.90 | -4.90 | -2.30 | 3.60 | 12.00 |
| PPI:黑色金属矿采选业:环比 | 2.20 | 4.40 | 5.90 | 4.90 | 3.30 | 0.00 | 0.70 | 3.10 | 4.30 | 2.70 |
| PPI:有色金属矿采选业:环比 | 1.40 | 1.10 | 0.30 | 1.80 | 0.70 | -0.40 | -0.30 | 0.60 | 3.10 | 2.50 |
| PPI:非金属矿采选业:环比 | 0.70 | 0.00 | 0.10 | 0.40 | 0.30 | 0.30 | 0.10 | 0.70 | -0.30 | -0.30 |
| PPI:木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:环比 | -1.10 | 0.00 | 0.30 | 0.40 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.00 |
| PPI:造纸及纸制品业:环比 | -0.30 | 2.30 | 1.60 | 0.80 | 0.20 | 0.50 | 0.30 | 0.10 | 0.40 | 0.80 |
| PPI:石油、煤炭及其他燃料加工业:环比 | -0.90 | 5.70 | 4.90 | 5.30 | 5.30 | 1.70 | -1.60 | -0.50 | 1.20 | 3.40 |
| PPI:化学原料及化学制品制造业:环比 | 2.10 | 5.30 | 2.10 | 1.00 | 2.30 | 2.20 | 1.10 | 0.90 | -0.20 | -0.10 |
| PPI:化学纤维制造业:环比 | 1.00 | 3.70 | 3.60 | 3.60 | 1.50 | 1.90 | 1.00 | -1.20 | -1.20 | -1.60 |
| PPI:橡胶和塑料制品业:环比 | 0.70 | 1.10 | 0.30 | 0.40 | 0.80 | 0.30 | 0.00 | -0.10 | -0.20 | -0.30 |
| PPI:非金属矿物制品业:环比 | 1.00 | -0.10 | -0.40 | 0.00 | 0.40 | 0.70 | 0.30 | 0.40 | -0.40 | -0.80 |
| PPI:黑色金属冶炼及压延加工业:环比 | 5.60 | 4.70 | 2.30 | 3.80 | 3.30 | 1.50 | -0.10 | 1.30 | 1.50 | 1.10 |
| PPI:有色金属冶炼及压延加工业:环比 | 2.10 | 4.50 | 1.50 | 0.90 | 3.90 | 1.10 | -0.30 | 0.70 | 3.00 | 3.10 |
| PPI:金属制品业:环比 | 1.40 | 1.20 | 0.60 | 0.60 | 0.60 | 0.10 | 0.10 | 0.20 | 0.10 | 0.10 |
| PPI:通用设备制造业:环比 | 0.40 | 0.40 | 0.00 | 0.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.20 | -0.10 | 0.00 |
| PPI:铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:环比 | 0.20 | 0.10 | -0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.20 | -0.30 | -0.10 | 0.10 | 0.00 |
| PPI:电气机械及器材制造业:环比 | 0.90 | 0.80 | 0.20 | 0.20 | 0.60 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.40 | 0.20 |
| PPI:农副食品加工业:环比 | -0.80 | 0.20 | 0.90 | 1.60 | 1.00 | 0.80 | -0.10 | 0.20 | 1.60 | 1.00 |
| PPI:食品制造业:环比 | 0.50 | 0.40 | 0.20 | 0.10 | 0.00 | 0.40 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PPI:酒、饮料和精制茶制造业:环比 | -0.10 | 0.30 | 0.40 | 0.20 | 0.20 | 0.30 | -0.10 | 0.10 | 0.00 | 0.20 |
| PPI:烟草制品业:环比 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.00 | 0.00 | 0.10 |
| PPI:纺织业:环比 | 0.60 | 1.90 | 0.80 | 0.50 | 0.20 | 0.50 | 0.30 | -0.50 | -0.40 | -0.70 |
| PPI:纺织服装、服饰业:环比 | 0.00 | 0.30 | 0.00 | -0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | -0.10 | -0.20 | -0.20 |
| PPI:印刷业和记录媒介的复制:环比 | 0.10 | 0.50 | 0.10 | -0.10 | 0.00 | -0.30 | -0.20 | 0.00 | 0.10 | -0.40 |
| PPI:医药制造业:环比 | 0.00 | -0.10 | 0.10 | -0.10 | 0.10 | 0.10 | -0.10 | -0.10 | 0.00 | -0.10 |
| PPI:专用设备制造业:环比 | 0.00 | 0.20 | 0.00 | -0.10 | 0.00 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 | -0.10 |
| PPI:汽车制造业:环比 | -0.10 | 0.00 | -0.20 | 0.00 | -0.20 | -0.10 | -0.10 | 0.10 | -0.10 | 0.10 |
| PPI:计算机、通信和其他电子设备制造业:环比 | 0.70 | 0.40 | -0.30 | -0.20 | -0.10 | -0.40 | -0.20 | -0.70 | -0.40 | -0.30 |
| PPI:电力、热力的生产和供应业:环比 | -0.20 | 0.20 | 0.20 | -0.20 | 0.70 | 0.30 | 0.00 | -0.20 | -0.30 | -0.30 |
| PPI:燃气生产和供应业:环比 | -3.30 | -1.60 | -0.70 | 3.90 | 4.10 | 2.80 | 0.40 | -0.20 | -0.20 | 0.20 |
| PPI:水的生产和供应业:环比 | 0.00 | 0.00 | 0.30 | 0.30 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.10 | 0.10 |

资料来源: Wind, 中信证券研究部



资料来源: Wind, 中信证券研究部

美债利率年内或达2%

■ 综合实际利率和通胀预期，2%对于10年期美债利率而言可能是比较中性的参考点位

- **实际利率0%点位：**从上轮大规模宽松周期来看，10年期TIPS突破0%发生在缩减QE信号后，而此信号目前尚未出现。
- **通胀目标2%点位：**通胀预期的参考点位在2%附近；只要经济和通胀预期足够强，10Y美债收益率回到2%甚至以上仍是大概率事件。

美国10Y TIPS以0为分界 (%)



资料来源：Wind，中信证券研究部

美国过去10年核心CPI和通胀预期均在2%左右 (%)

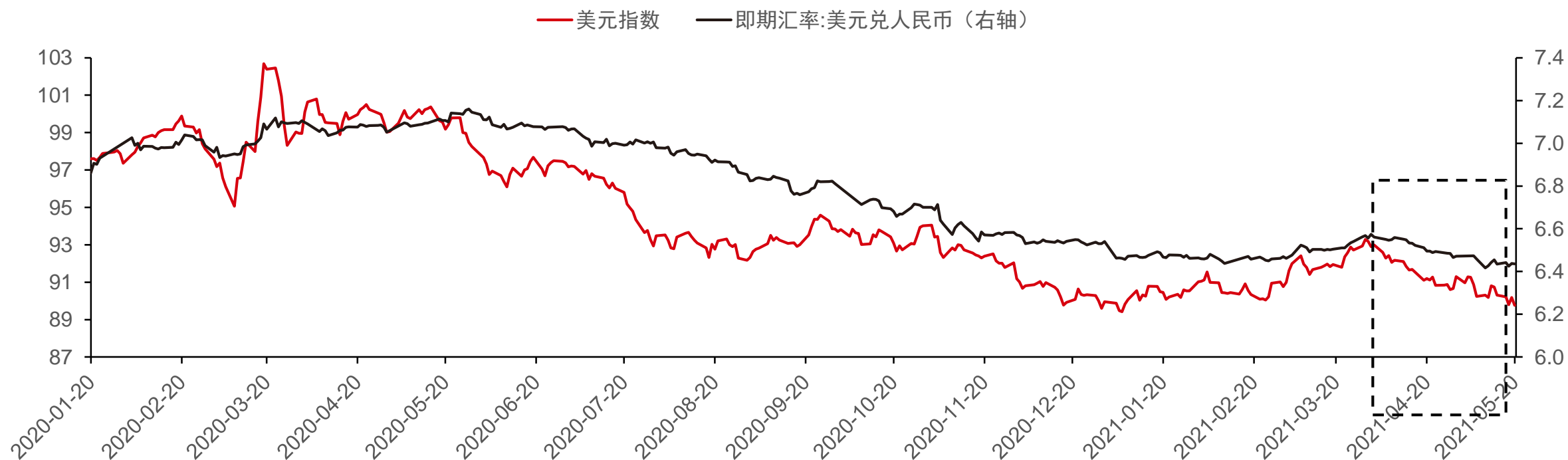


资料来源：Wind，中信证券研究部

■ 在对美出口保持强劲的基础上，人民币汇率仍有升值空间

- 考虑到全球其他地区疫情的反复，以及美国内需的修复，预计短期内中国对美出口将保持强劲，贸易顺差或继续走高，拉动人民币继续升值。

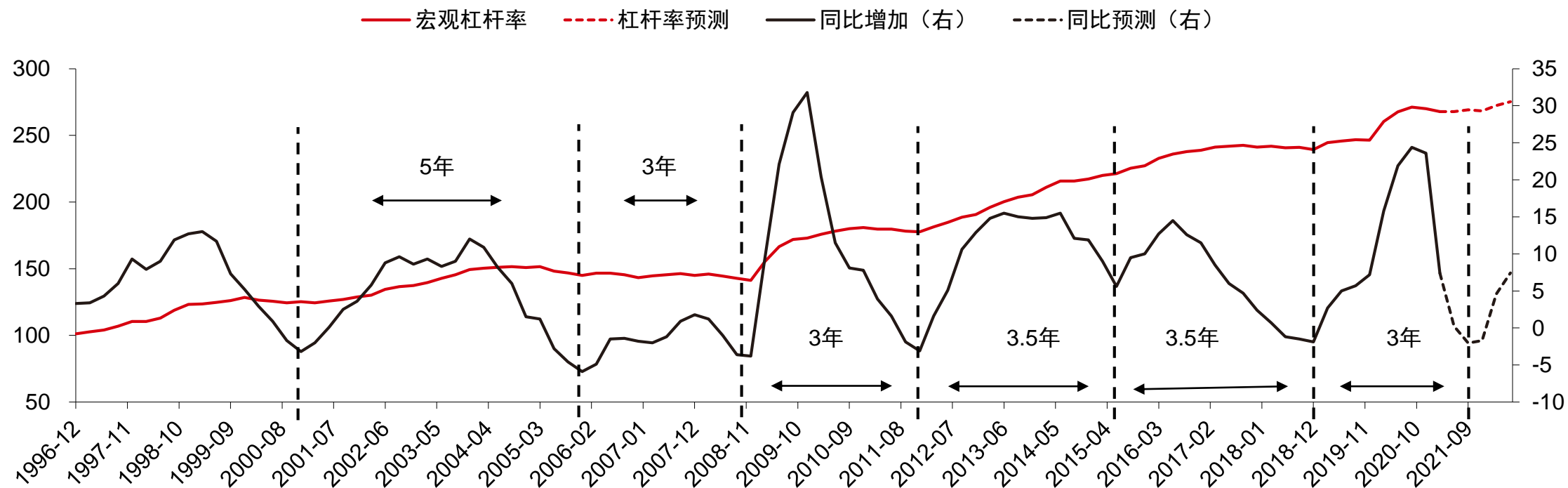
本轮人民币升值走势



政策重心：下半年去杠杆向稳增长切换

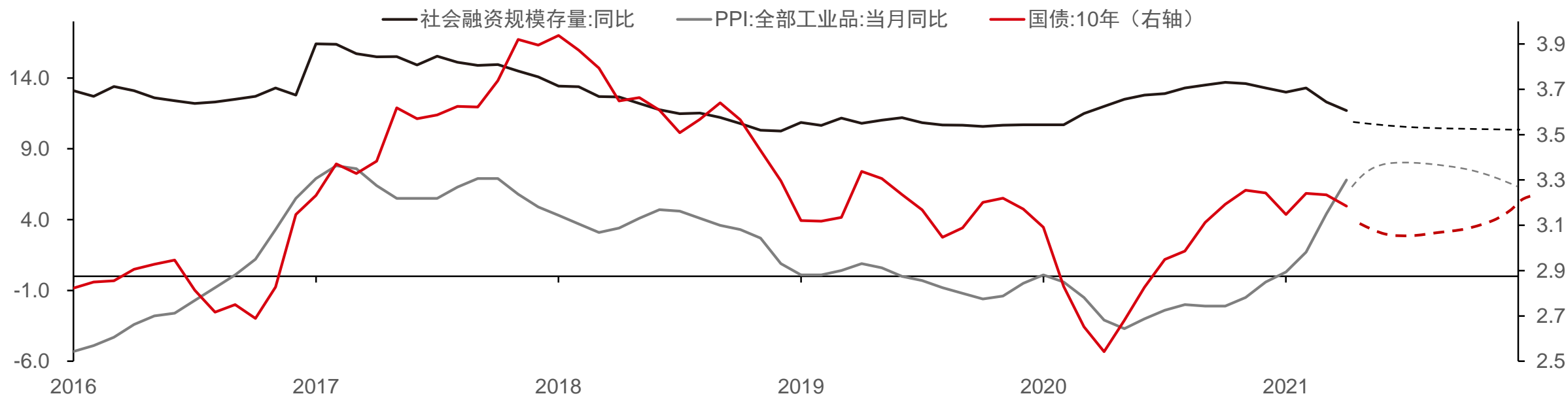
- 本轮债务周期进入下半场，债务周期下行最快阶段已过
- 政策重心由去杠杆向稳增长切换，新一轮债务周期有望在年底重启

2021下半年对应本轮债务周期下行阶段的下半场（%，%）



- 四季度债务周期有望见底回升，利率或将面临上行压力；新一轮债务周期或将在年底或明年年初重启
- 国债3.0%底部约束仍存，预期十年国债到期收益率区间为3.0%~3.4%

债务周期见底后，利率或面临上行压力（%，%）



- 多空博弈下的拉锯行情，期待中短久期骑乘效应
- 在分化行情中博取收益，下半年更需要关注高等级债稳配置行情或情绪错杀下估值分化的机遇

各类债券国开利差对比（单位：bps）



资料来源：Wind，中信证券研究部

6 FICC（大类资产配置）篇

■ 建议股债均衡配置，低配商品：

- 根据“债务-通胀”双周期模型，2021年下半年对应的周期阶段预计将是金融周期（债务周期）继续下行、实体经济周期（通胀周期）开启高位缓慢下行阶段，即将本轮短周期从过热转向回落阶段，预计股票、债券表现好于商品
- 在广义流动性仍处收缩阶段的情况下，权益资产压力仍存，建议下半年股债大体均衡配置

■ A股淡化周期思维，逐步转向成长主线

- PPI通胀担忧的顶点已过，上半年交易经济复苏的特征已告结束，下半年应淡化周期思维，逐步转向成长主线

■ 利率低位震荡，四季度或将面临上行压力

- 四季度政策目标重心将转向稳增长，叠加美联储等海外央行货币政策收紧压力加大，或出现“紧货币+稳信用”组合

■ 商品总体上行空间和投资机会料已不大

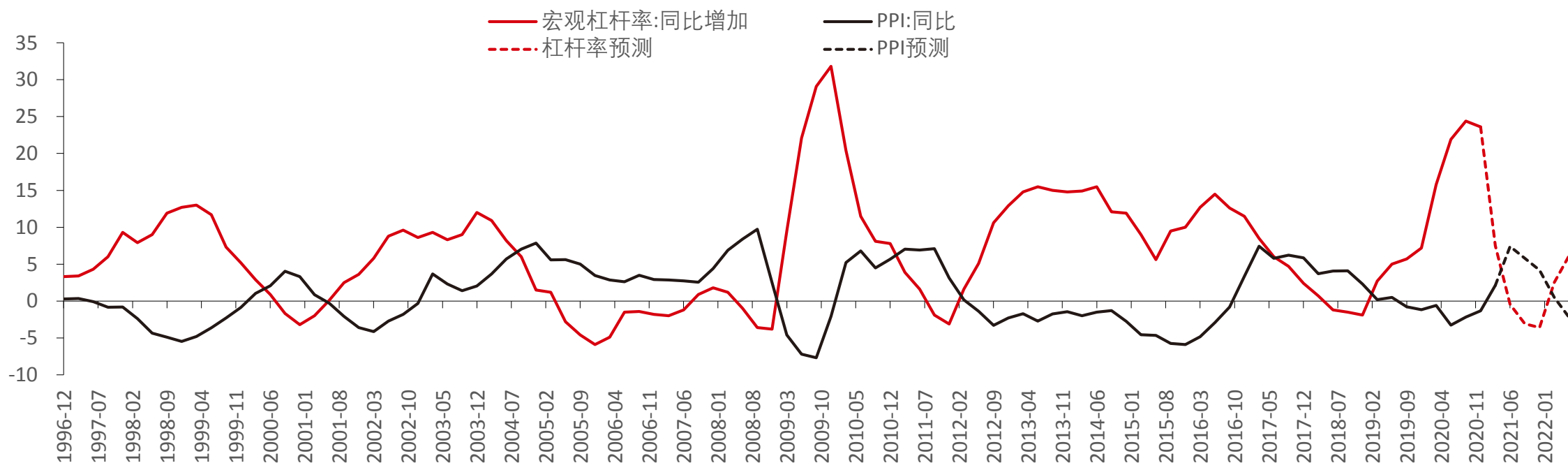
- 全球经济复苏亦在进行之中，预计油价中枢中长期仍将上行
- 美元实际利率重回低位区间，下行空间有限，预计金价将在较小范围内震荡，黄金配置性价比中性
- 决策层持续关注大宗商品价格上涨，黑色系商品政策风险不容忽视

■ 风险因素：全球疫情反复，疫苗接种或效果不及预期；主要大宗商品价格再度大幅上行；国内货币政策快速收紧

周期轮动：从过热向回落阶段过渡

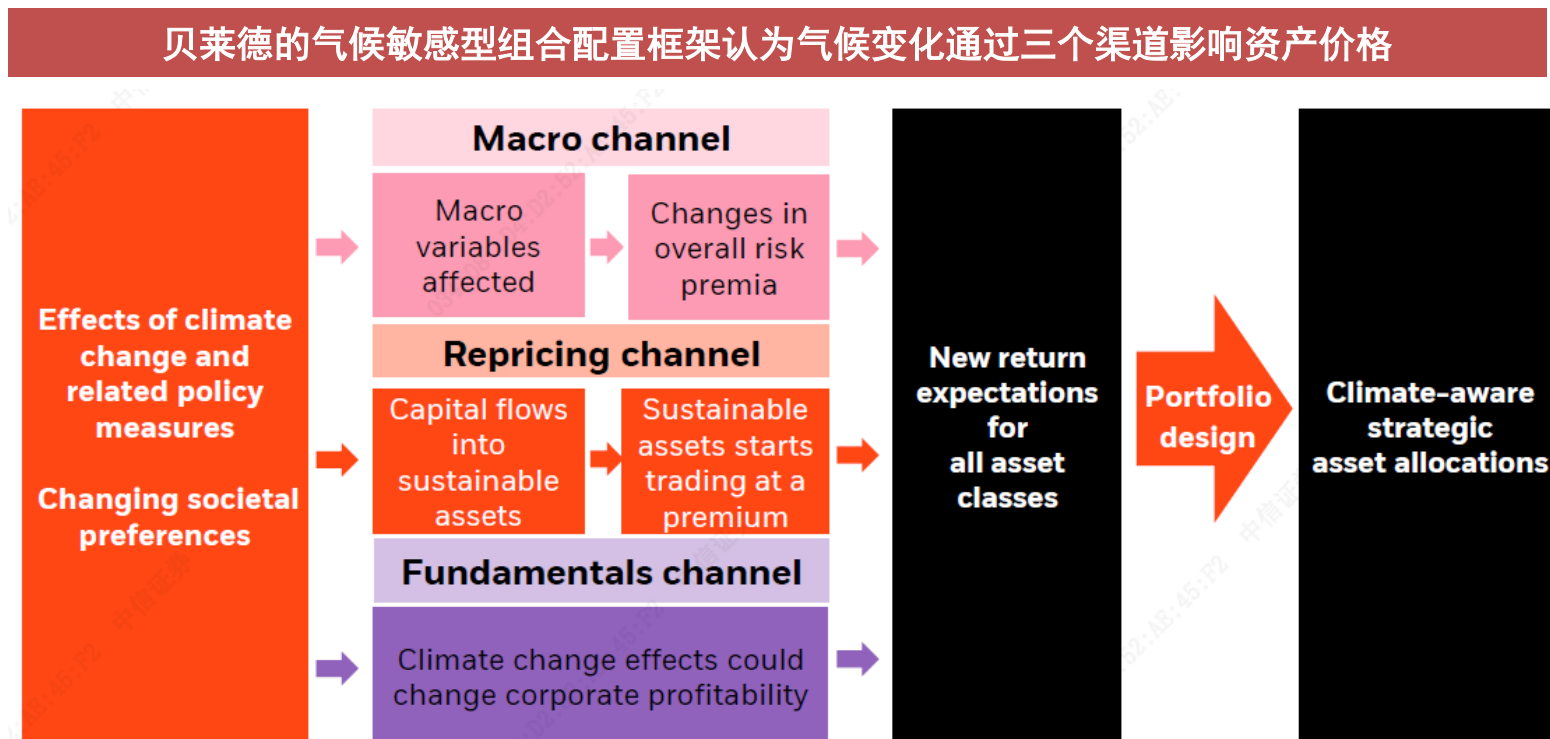
- 预计下半年伴随通胀周期的见顶回落，本轮短周期将从过热向回落阶段过渡

2021H2对应的周期阶段是金融周期下行阶段尾声，实体经济周期下行阶段的起点（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

- 碳达峰、碳中和（简称“双碳”）已上升为国家战略，碳排放经济转型将对几乎所有公司的商业模式、经营效益产生深刻影响，从根本上影响资产配置框架和结果。
 - 对于资产配置分析框架的影响，可从预期收益、风险管理角度思考
 - 对于资产配置结果的影响，则要区分长期、短期
 - 从预期收益角度来看，宏观、重定价和基本面或是分析气候变化影响的三个维度



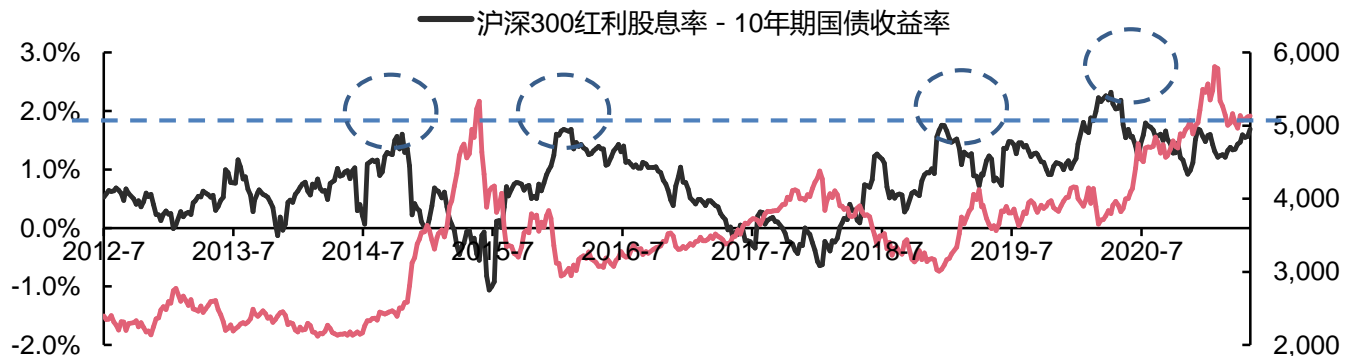
- 中证全指股权风险溢价接近2010年以来均值，股债相对估值偏向股票
 - 从整体估值水平来看，A股当前相较2020年末和2021年2月初更加均衡
 - 中期来看，沪深300红利指数估值仍较长期债券更有吸引力
- 但在广义流动性仍处收缩阶段的情况下，权益资产仍然存在压力，建议下半年股债大体均衡配置
- 除贵金属外的主要大宗商品在经历了几乎普涨的上半年后，料将走向分化，总体机会明显下降，建议调为低配
- A股：维持标配，关注点从盈利弹性转向估值空间

A股股权风险溢价回到2010年以来均值水平附近



资料来源：Wind，中信证券研究部

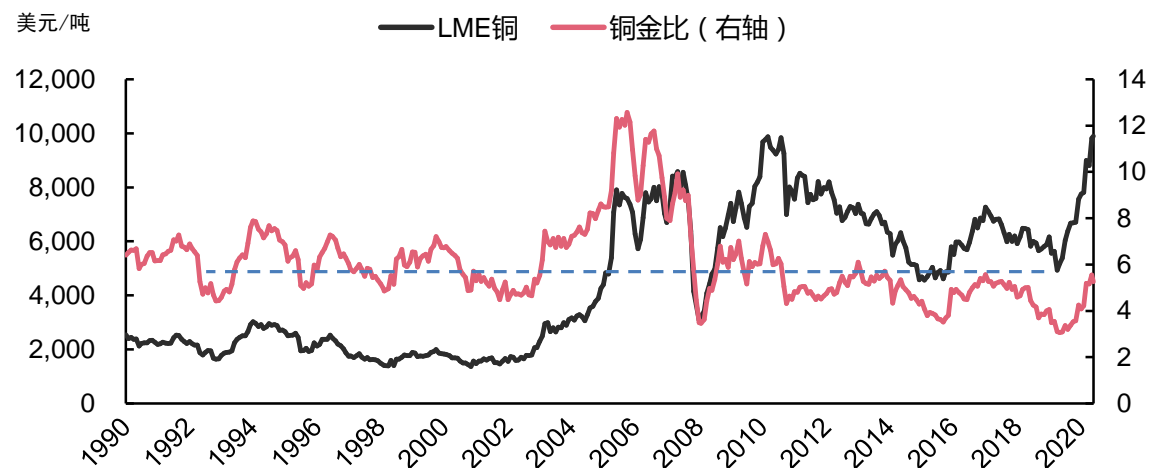
5月21日，沪深300红利指数股息率与10年期国债收益率之差约为1.7%



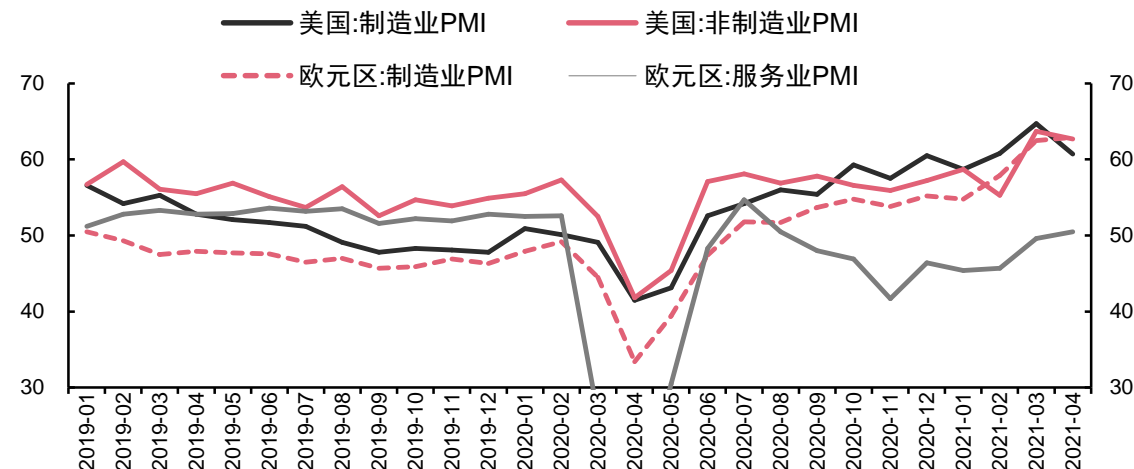
资料来源：Wind，中信证券研究部

大宗商品：整体上行空间料已不大，黑色系商品政策风险不容忽视

铜金比已从2020年的历史低点向均值水平回归



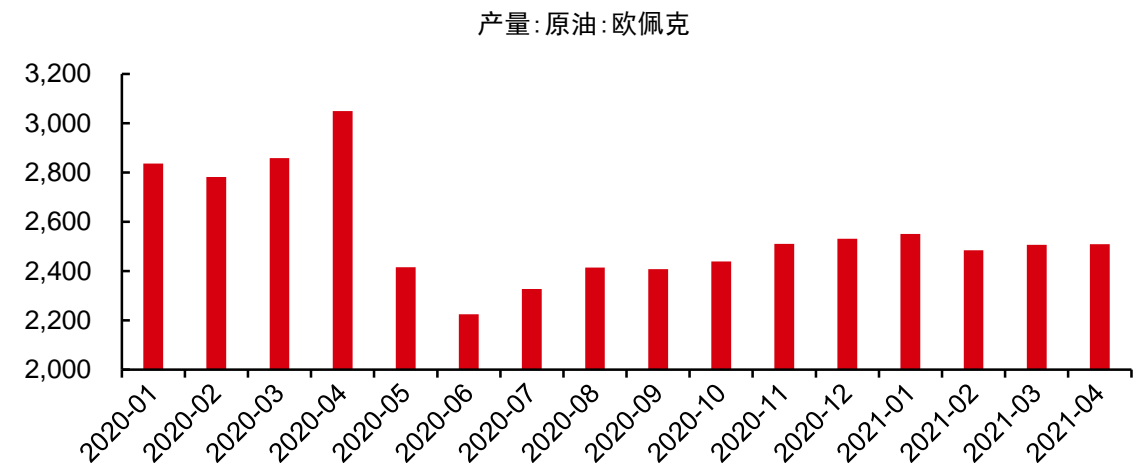
年初以来美欧经济延续复苏



美国原油库存回到2015年以来均值水平



过去1年欧佩克减产执行情况较好



7 ESG投资篇

■ 疫情催化 ESG 投资热，如何借鉴主流 ESG 基金的投资策略落脚实践？

- 疫情爆发伊始，全球主要金融市场遭遇重挫，而 ESG 投资却呈异军突起之态，为投资者带来超额收益。
- 后疫情时代，企业社会责任(S)愈发受到市场和公司管理层的重视，而公司治理(G)则成为决定企业可持续发展的基石。
- 截止 2021 年初，全球责任投资总资产管理规模达 103 万亿美元，对比 2006 年发起时规模仅 5 万亿美元，年均复合增长率达 22.3%。

■ 我们认为复合策略是ESG投资的大趋势。

- ESG 投资策略主要分为七大类。目前负面剔除和 ESG 整合的应用最为广泛，而可持续发展主题投资近年增长显著。
- 中国当前的 ESG 基金，在“双碳”战略背景下投资方向以环保(E)为主，而欧美向食品安全、女性平权、智慧城市等社会(S)议题延伸。

■ ESG 投资理念为六大产业带来的新机遇：

- 零售行业：新老零售行业共同打造绿色可持续发展的闭环。
- 互联网科技行业：科技至善还是科技藏恶？我们建议投资者在关注科技企业基本面的同时，也需注意其如何赋能环境保护与社会治理等 ESG 理念，并需警惕其背后所蕴藏的道德风险。
- 医药行业：以制药为民为本，规避产品安全与环境风险，并把握医疗平权新机遇。
- 能源行业：随着清洁能源的普及和达到“碳中和”的目标，储能技术的发展将至为关键。
- 房地产行业：从“绿色建筑”走向“健康建筑”，既关注环境，更关注人本身。
- 金融行业：借力 AI 技术，甄别违反社会责任的交易行为，做负责任的银行与可持续发展的保险企业。

■ 风险因素。

- ESG 理念渗透不及预期；ESG 法规政策推进和支持不及预期；全球经济恢复进度不及预期等。

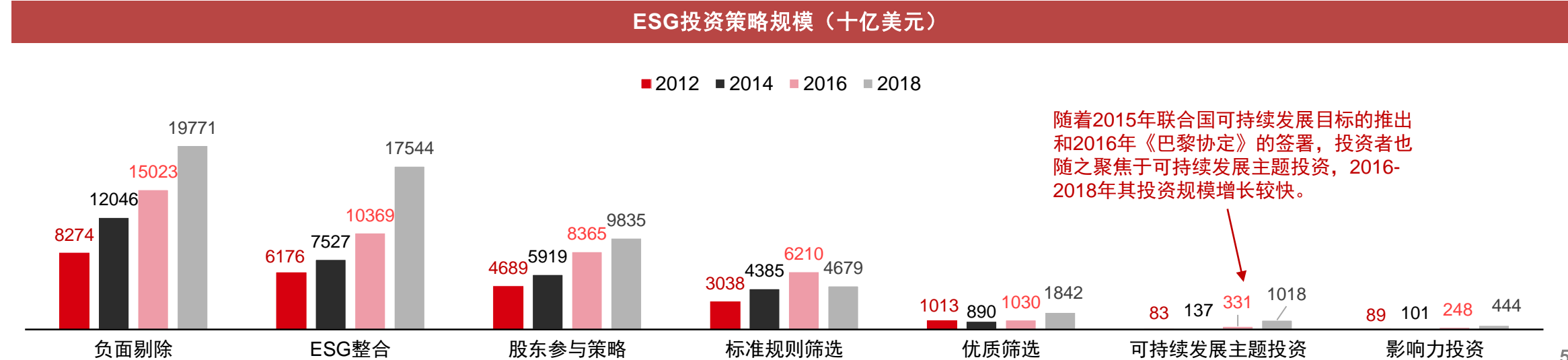
什么是ESG投资？

- ESG的投资理念综合了环境(Environment)、社会责任(Social Responsibility)和公司治理(Corporate Governance)三方面。参考MSCI ESG评级体系的筛选因子，环境部分主要包括对气候变化的影响、自然资源的有效利用、产生的污染及环境治理机会等；社会责任部分主要包括人力资源管理、产品安全和对社会的贡献等；公司治理方面则主要针对商业道德、管理层报酬、反垄断行为等内容。

| MSCI ESG评级筛选因子 | | | | | | | | | | MSCI ESG评级体系 | | |
|--|------------|----------|--------|---------|---------|----------|---------|------------|-------|--------------|-------------------------------|---|
| 环境影响(E) | | | | 社会责任(S) | | | | 公司治理与行为（G） | | 领先 | AAA | 微软（MSFT.US） 英伟达（NVDA.US） 欧莱雅（OR.FP） |
| 气候变化 | 自然资源 | 污染与浪费 | 环境治理机会 | 人力资本 | 产品责任 | 股东分歧 | 社会机会 | 公司治理 | 企业行为 | | | AA |
| 碳排放量 | 水资源节约 | 有毒物排放与废弃 | 清洁技术 | 劳工管理 | 产品质量与安全 | 有争议的采购行为 | 沟通渠道 | 董事会 | 商业道德 | | 中等 | A |
| 产品碳足迹 | 生物多样性与土地利用 | 包装材料与废弃 | 绿色建筑 | 健康与安全 | 化学品安全 | | 融资机会 | 薪酬 | 纳税透明 | BBB | | 谷歌（GOOG.US） 亚马逊（AMZN.US） |
| 融资环境影响 | 原材料采购 | 电子废弃物 | 可再生能源 | 人才发展 | 金融产品安全 | | 医疗服务渠道 | 所有权和管理 | 反竞争行为 | BB | | 沃尔玛（WMT.US） AT&T（T.US） |
| 气候变化脆弱程度 | | | | 供应链劳工标准 | 数据隐私安全 | | 营养与健康机会 | 会计事务 | 腐败行为 | 落后 | B | Facebook（FB.US） 大众汽车（VOW.GR） |
| 利用关键因子加权的三步法： 1. 根据公司所在行业选取关键因子 2. 测评公司的风险暴露程度 3. 衡量公司的风险管理能力 | | | | | 尽职调查 | | | 金融系统稳定性 | CCC | | 新闻集团（NWS.US） 嘉年华邮轮（CCL.US） | |
| | | | | | 人口与健康风险 | | | | | | | |

■ 落脚至如何通过ESG理念进行投资，目前市场主流的ESG投资策略主要分为“负面剔除”、“ESG整合”、“股东参与策略”、“标准规则筛选”、“优质筛选”、“可持续发展主题投资”和“影响力投资”七大策略。在实际应用中，大部分基金经理人都会结合七大策略中的两种及以上进行使用。因此我们认为，复合策略才是大势所趋。

| | |
|--------------|---|
| • 负面剔除： | 基于ESG标准，从投资组合中剔除特定行业及公司。 |
| • ESG整合： | 以系统性的方式将ESG因子纳入投资分析中，以降低风险、提高回报。即在进行投资决策时，除了分析财务数据，也需考虑所有环境、社会与公司治理风险与机遇。 |
| • 股东参与策略： | 通过投票权、高管交流、股东提案等方式行使股东权利，监督和推动被投企业的ESG践行情况。 |
| • 标准规则筛选： | 以国际组织制订的ESG标准进行筛选剔除。 |
| • 优质筛选： | 选取行业内ESG绩效较高的公司进行投资。 |
| • 可持续发展主题投资： | 投资于可持续发展相关的主题，如清洁能源、绿色技术、可持续农业、性别平等。 |
| • 影响力投资： | 过去以一级市场为主，旨在解决传统资本市场关注不足的民生需求，尤其关注弱势群体；现在泛指能够对社会产生正向影响的投资。 |



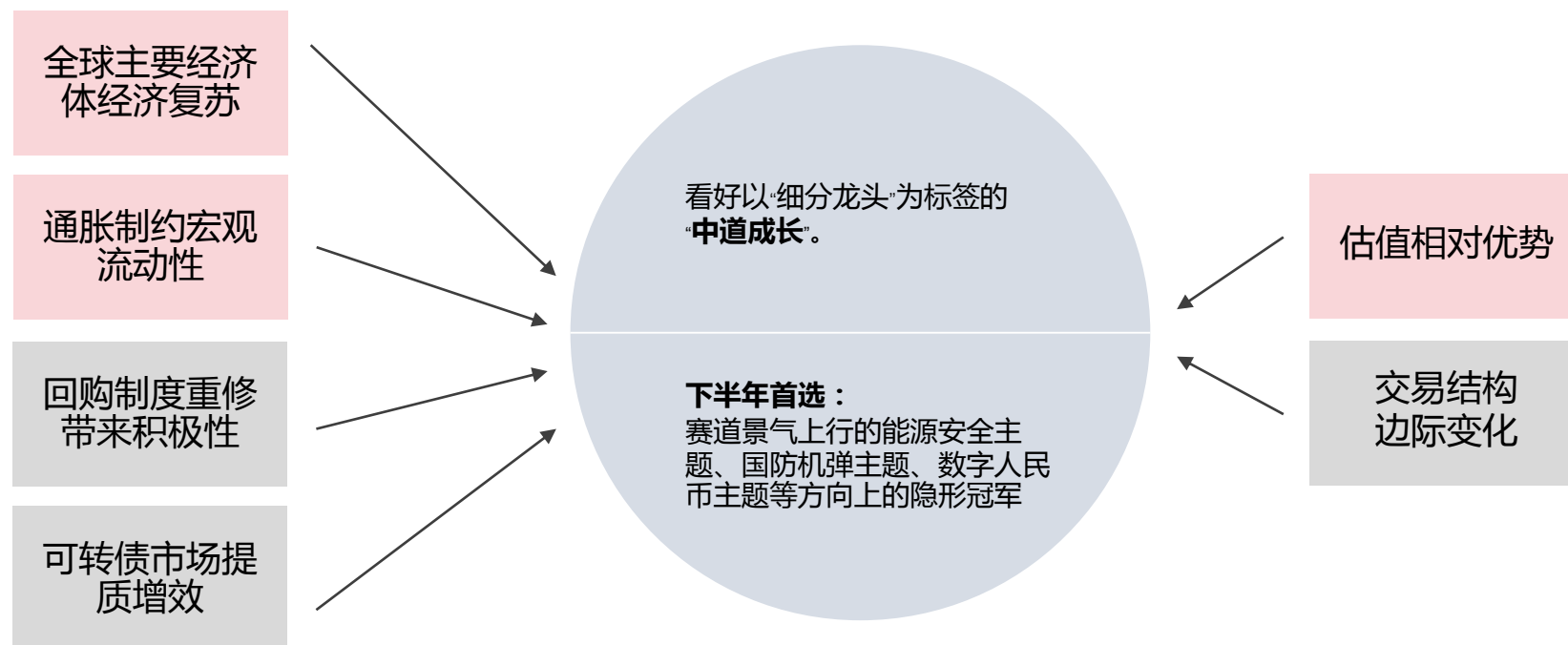
资料来源：《ESG投资发展报告》（中证指数有限公司），中信证券研究部

ESG在六大产业中的投资启示

| | 关键词 | 环境影响（E） | 社会责任（S） | 公司治理（G） |
|---------|--|---|---|--|
| 零售行业 | <ul style="list-style-type: none"> 新老零售行业共同打造绿色可持续发展的闭环 | <ul style="list-style-type: none"> 借助平台影响力辐射上下游合作伙伴，建立更加绿色的供应链体系，共同践行低碳理念 积极布局绿色包装和生产 | <ul style="list-style-type: none"> 建立产业链闭环，帮助小型零售商和农户建立更标准化和规模化的供销体系 | <ul style="list-style-type: none"> 建议对新零售平台的供应链管理体系及相关供应商的ESG践行情况进行评估 |
| 互联网科技行业 | <ul style="list-style-type: none"> 科技赋能美好生活 警惕科技发展带来的ESG风险 | <ul style="list-style-type: none"> 新兴技术赋能环境治理等社会难题 需警惕大量计算产生的碳排 | <ul style="list-style-type: none"> 利用新兴技术改善人类生活 警惕数据隐私安全、算法歧视等社会声誉风险 | <ul style="list-style-type: none"> 需警惕大型互联网科技公司面临的反垄断监管风险 |
| 医药行业 | <ul style="list-style-type: none"> 以制药为民为本 规避产品安全与环境风险 把握医疗平权新机遇 | <ul style="list-style-type: none"> 需警惕制药公司在生产过程中废水、废气、废渣和恶臭气体等对环境的污染风险 | <ul style="list-style-type: none"> 借助互联网医疗的低成本和信息传播便利性，制药公司有望提高药物可及性，实现医疗平权 | <ul style="list-style-type: none"> 需警惕制药公司因缺乏完善的质量管理体系所带来的药物产品安全风险 |
| 能源行业 | <ul style="list-style-type: none"> 随着清洁能源的普及和“碳中和”目标，储能技术发展将致为关键 | <ul style="list-style-type: none"> 依托新能源技术发展，能源活动将从电力生产、终端消费和电能储存等维度开展低碳化转型 | | |
| 房地产行业 | <ul style="list-style-type: none"> 关注“绿色建筑”与“健康建筑” | <ul style="list-style-type: none"> 零碳建筑成为行业发展方向，关注低能耗建筑科技企业；光伏建筑一体化行业处于爆发前夜 | <ul style="list-style-type: none"> 关注在“健康建筑”领域有所布局的房地产商及物业管理公司 | |
| 金融行业 | <ul style="list-style-type: none"> 借力AI技术，甄别违反社会责任的交易行为 做负责任的银行与可持续发展的保险企业 | <ul style="list-style-type: none"> 融资活动等金融资源向绿色产业倾斜以践行低碳理念 关注“绿色保险”践行者，尤其是环责险及碳保险 | <ul style="list-style-type: none"> 通过借贷及资金流动情况提前识别犯罪活动 关注不断进行农险创新，协助乡村振兴的保险企业 | |

8 主题策略篇

- **从DCF估值体系向PEG估值体系切换。**
 - 在经济复苏、盈利驱动这一主线下，投资选股思路正从DCF估值转向PEG估值体系。
 - PEG估值体系关注的是企业估值与增长的匹配度，更看重企业近期的成长性。
 - 当下随着经济进入复苏态势，企业盈利增速较快，且利率出现抬升趋势，投资者将更加关注盈利，偏好业绩爆发力强、估值处于相对低位的企业。
- **创业板、中证500为代表的“中道成长”相对估值水平更低，业绩增长弹性更强，在PEG估值体系下优势凸显。**
 - 在PEG估值体系下，“中道成长”性价比更具优势。
- **美债收益率的上行趋势预计将对以沪深300为代表的核心资产带来影响。**
 - 外资对A股核心资产的定价权越来越大。
 - 展望2021下半年，随着疫苗快速接种、美国经济复苏与通胀预期提升，美国长债收益率波动上行，预计将对A股核心资产造成一定影响。
- **创业板、中证500为代表的“中道成长”对应公募超配比例有大幅提升空间。**
 - 截至2021Q1，公募基金对创业板超配比例为3.4%。
 - 截至2021Q1，公募基金对中证500的超配比例为-3.6%，相较于沪深300高达13.8%的超配比例提升空间巨大。
- **回购、可转债两大政策工具配套助推“中道成长”增长动力加强。**
 - 回购制度的重修加大了企业回购的积极性和自主性。
 - 可转债募集资金对规划扩张产能、围绕主业横向纵向并购整合的细分龙头提供了资金支持，迎来了通过产业链整合快速成长为行业龙头的快车道机会，有助于提升“中道成长”的增长动力。
- **投资策略：**
 - 我们认为市场风格将从一线龙头的“价值投资”演绎切换为以“细分龙头”为标签的“中道成长”。
 - 在此背景下，赛道景气上行的能源安全主题、国防机弹主题、数字人民币主题等方向上的隐形冠军有望成为下半年首选品种。
- **风险因素：**
 - 全球经济复苏进程或存在不确定性；创业板、中证500成分股流动性相较主板存在一定弱势；以创业板、中证500为代表的中道成长存在业绩高增的持续性短于预期的风险。



9 产业策略篇

■ 从2C到2B：数字化转型加速。

- 消费领域数字化转型快速演进，互联网红利逐渐消退。
- 反垄断背景下，头部互联网公司持续加大布局下一代数字红利的投资。
- 企业端数字化转型加速；智能汽车和无人驾驶等领域亦正在经历技术和商业模式的快速演进。
- 判断千行百业数字化转型将是下一轮科技红利的关键，也是中国未来国际竞争力的关键，料将孕育产业投资机会。

■ 数字基础设施和数字化转型：关注5G、云计算、SaaS和产业互联网。

- 1) 5G：数字化转型的网络基础设施。
- 2) 云计算与IDC：数字化的算力基础设施，持续快速增长。
- 3) 软件SaaS：数字化的载体，传统软件龙头转型加速。
- 4) 半导体：数字化的原材料，叠加国产替代，长周期景气可期。

■ 下一代科技硬件：AIoT与智能汽车。

- 1) AIoT：数字化的触角，智能终端创新迭代，模组和控制器领域东升西落。
- 2) 智能汽车与智能驾驶：未来十年最大的单品市场机遇。

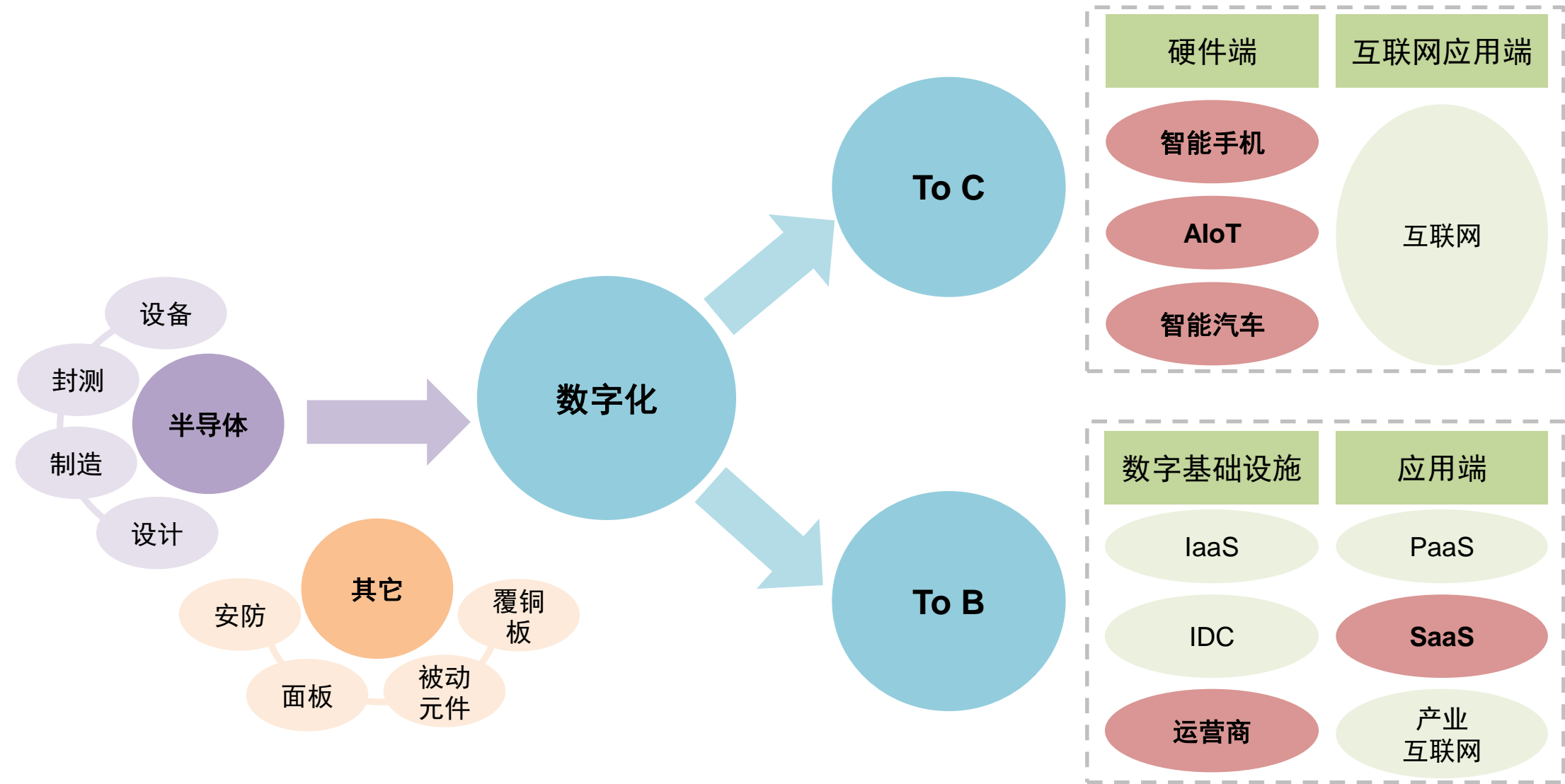
■ 互联网的转型与创新：互联网平台投资布局数字化转型，新锐公司围绕Z世代创新。

- 1) 互联网巨头投资布局数字化转型：有望打开中长期成长空间。
- 2) 新锐公司围绕Z世代结构性人口红利布局。

■ 投资策略：数字化进程加速，ToB领域的企业数字化料将孕育更多投资机会。

- 未来6个月，建议重点关注的领域包括：数字化基础设施、软件SaaS、产业互联网和软件开发外包、AIoT和智能汽车、半导体、互联网等。
- 具体公司包括：A股：中国联通、金山办公、深信服、恒玄科技、海康威视、工业富联、亿联网络、和而泰等；港股：小米集团、微盟集团、中国软件国际、舜宇光学科技、腾讯控股、阿里巴巴、心动公司、哔哩哔哩、联想集团等；美股：微软、亚马逊、ServiceNow、Snowflake、Zoom、英伟达、涂鸦智能、万国数据等。

- 全球疫情不确定性的风险；
- 市场流动性不及预期的风险；
- 海外市场出现大幅波动的风险；海外复工复产不及预期的风险；
- 国际间贸易冲突加剧的风险、地缘政治冲突加剧的风险；
- 个人用户、企业市场需求复苏不及预期的风险；
- 针对科技巨头的政策监管持续收紧的风险；
- 相关产业政策不达预期的风险等。



资料来源：中信证券研究部绘制

■ 消费者迭代背景下关注新品类新品牌新渠道机会。

- 中国人口结构上呈现出明显的老龄化、城镇化、中产化趋势。
- 我们认为对中国内地消费趋势存在较大边际影响的人群包括Z世代、“银发族”和低线城市居民。
- 基于中国人口趋势和结构，收入提升背景下的消费升级以及新兴人群趋动下的品类爆发机会、品牌化高端化机会以及渠道变革机会显著。

■ 主线一：品类爆发和升级。

- 目前较为显著的品类爆发机会聚焦于化妆品、医美、运动、新型烟草等行业，从投资角度品类爆发机会整体配置特征明显。

■ 主线二：品牌化、高端化。

- 在相对成熟、传统的消费领域，催生新消费新品牌的机会。
- 我们认为可积极关注成熟大赛道的品牌迭代机会和高端化等升级机会。

■ 主线三：渠道迭代和变革。

- 疫情进一步强化了线上渠道消费习惯，但同时带来两点重要新变化：非计划性消费显著增多+FMCG、生鲜等中低客单品类线上渗透率快速提升。

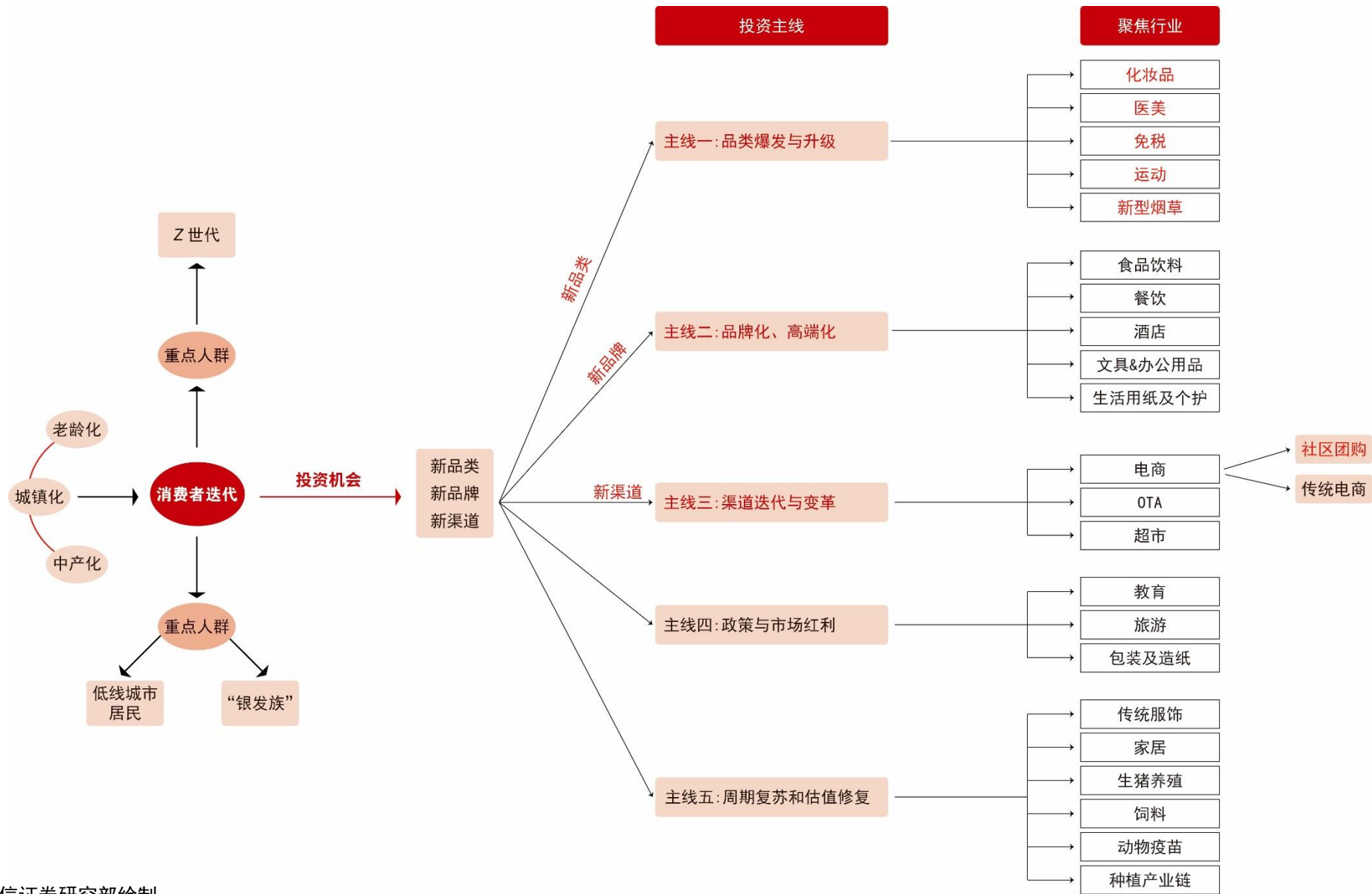
■ 投资策略。

- 真正具备经营优势、能够保持长期成长的消费龙头企业，其阶段性的高估具备合理性。
- 我们始终看好中国内需市场潜力，中长期人群边际变化、收入持续提升推动消费升级背景下，新品类、新品牌、新渠道的结构性机会明显。
- 建议积极持续配置化妆品、医美、免税、运动服饰、新型烟草、餐饮产业链相关的速冻食品、复合调味品、供应链等品类爆发机会，即好赛道。同时，在白酒、啤酒、基础调味品、饮料、日化、文具、电商、酒店、餐饮等格局相对稳定、增长相对稳健的领域，关注品牌化高端化趋势，持续配置护城河更宽的头部企业及具备细分创新能力的新消费企业，即好公司。
- 2021年下半年消费产业推荐组合：美团-W、拼多多、华熙生物、贵州茅台、五粮液、欧派家居、首旅酒店、蒙牛乳业、华润啤酒、中国中免、思摩尔国际、晨光文具、海大集团、安踏体育、稳健医疗、视源股份、丸美股份、绝味食品、唯品会、中宠股份。

■ 风险因素。

- 疫情再次出现波动，对经济的冲击超出预期进而影响消费；部分子行业预期过高；政策支持力度低于预期；市场流动性、公司治理风险等。

消费产业2021年下半年投资策略图解



资料来源：中信证券研究部绘制

■ 大背景：从供需错位向产业升级转型。

- 后疫情时代，全球产业竞争引发的先进制造业转移、碳中和带动的新一代全球能源清洁化大势加速来临。
- 大宗原材料正处于供需矛盾最大化时点，制造业内部结构差异加大，“通胀”还是“通缩”在不同细分领域均有演绎。
- 展望下半年，建议从两条逻辑寻找中国制造的投资机遇：1、受益政策、产品升级带动的成长品类，尤其是格局清晰、ToC端或者有政策考核、补贴的环节盈利确定性更强；2、受益欧美供应链重启的中游制造和品牌加速出海的制造巨头，此类行业借助中外景气错位，增长更优。

■ 政策+产品升级催化新品类加速渗透，且下半年价格传导最优。

- 部分受益于政策利好、产品升级等还处于成长期的新兴赛道预计下半年将持续高景气，且良好的格局+更畅通的价格传导，下半年盈利确定性也更佳。
- 传统制造行业需重点关注后续成本拐点。
- 汽车行业上半年因芯片短缺导致需求好于供给，若下半年芯片供给改善或催化行业总量回暖。
- 重点推荐：新能源汽车产业链（包括部分整车、电池、材料、资源）、光伏（硅料、逆变器等）、储能、服务机器人、集成灶、投影仪、智能驾驶供应链、军工（航空发动机、军队信息化、军工新材料）、新型电力系统等。

■ 海外供应链重启带动中游出口提升，疫情后时代制造龙头加速品牌出海。

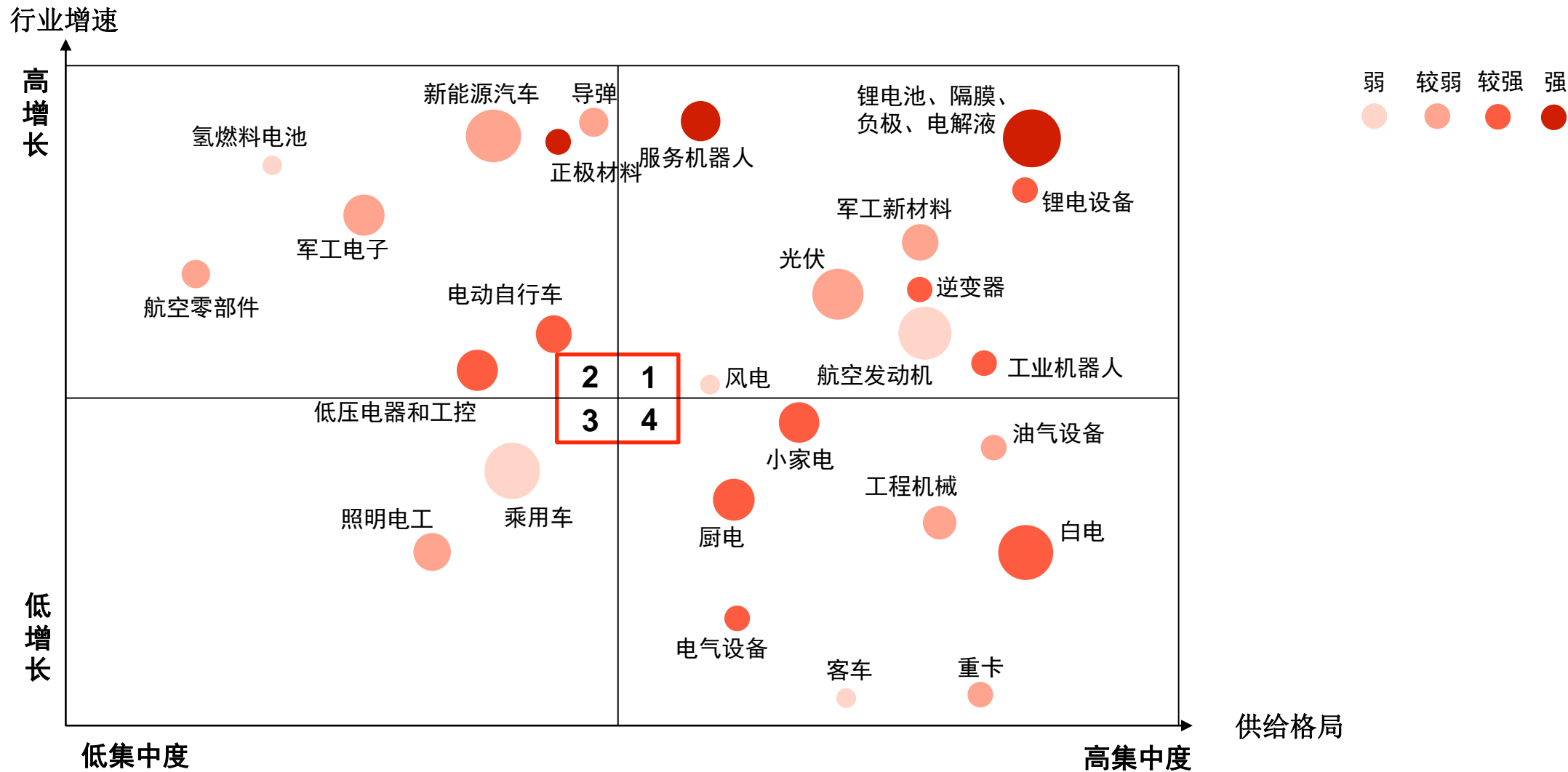
- 后续关注欧美全民免疫带动供应链重启以及美国地产高景气加大对中国中游工业品、装备的采购需求。
- 疫情加速海外渠道线上化，以及传统渠道商更加注重供应链的稳定可靠，均有助于推进中国优质制造品牌加速全球化。
- 重点推荐：白电、部分小家电、新能源汽车供应链、逆变器、工具五金、检测设备等。

■ 投资策略。

- 从行业成长性、价格传导两个维度分析，重点推荐两类投资机会：
 - 1、受益政策利好、产品升级的新兴成长赛道，优选格局清晰的龙头，例如：新能源汽车产业链、光伏（硅料、逆变器等）、储能、服务机器人、集成灶、投影仪、智能驾驶供应链、军工（航空发动机、军队信息化、军工新材料）、新型电力系统等；
 - 2、受益海外供应链重启提振订单需求的中游制造以及借力疫情加速品牌出海的制造龙头，例如：白电、部分小家电、新能源汽车供应链、逆变器、工具五金、检测设备等。

- 全球疫情反复导致需求复苏不及预期；
- 逆全球化加剧导致出口业务承压；
- 原材料持续上涨导致盈利不及预期；
- 军工采购低于预期；
- 基建设备等投资低于预期等。

制造产业2021年下半年投资策略图解



备注：1、气泡大小表示行业规模的相对大小
 2、气泡颜色表示2021年行业价格传导能力（精确的预测见报告《制造产业2021年下半年投资策略—发力新制造，走向全球化》2021-5-31）

■ 流动性宽松叠加需求旺季，大宗商品高景气度仍有望延续。

- 主要大宗商品价格2020年四季度以来持续冲高。
- 我们认为流动性宽松环境有望持续至四季度，同时疫情冲击后的全球需求复苏进程尚未结束，供应端长期增产潜力不足，大宗商品的高景气度仍有望延续。

■ 周期产业有望持续迎来业绩兑现，把握低估值行业龙头配置机会。

- 短期，产品价格普涨行情下，预计周期产业公司将持续迎来行业景气度回升下的业绩兑现。
- 长期，行业龙头有望持续提升优势赛道市场份额，并不断拓展新的业务版图，成长性可期。
- 近期经历市场整体调整后，各行业龙头公司估值重回中等偏下水平，当前时点建议积极关注低估值、兼具成长属性的行业龙头。

■ 把握碳中和、材料国产替代战略机遇，拥抱高成长行业投资机会。

- 在碳中和战略和国家政策支持下，清洁能源、储能、半导体、5G、可降解材料、环保材料、负排放等领域未来发展前景明确，给相关行业上游原料、中游材料领域带来发展机遇。
- 成长性行业中的国内龙头企业已初具规模，未来在国内大体量市场培育下，预计新兴行业中具备技术优势或资源壁垒的龙头公司将具有持续成长的空间和机遇。

■ 投资策略：

- 全球需求复苏进程仍在持续，叠加供应端长期增产潜力不足，大宗商品高景气度有望延续，在此背景下，我们推荐两条投资主线：
- （1）周期板块景气度复苏下有望迎来持续的业绩兑现，且龙头公司有望通过市占率提升、新业务拓展持续成长。当前时点建议积极关注低估值、兼具成长属性的行业龙头，推荐紫金矿业、洛阳钼业、赣锋锂业、宝钢股份、万华化学、宝丰能源、恒力石化、中国海洋石油、陕西煤业等；
- （2）碳中和、材料国产替代战略下，国内相关领域公司将迎来持续成长的发展机遇，推荐新材料板块已初具规模的龙头公司抚顺特钢、国瓷材料、雅克科技、硅宝科技等。

■ 风险因素：

- 全球流动性收紧的风险；大宗商品价格大幅波动的风险；全球经济和需求复苏不及预期的风险；中美关系反复的风险；碳中和、新能源、安全、环保等政策环境变化的风险。

周期产业各子行业2021年下半年投资逻辑

| 行业 | 投资逻辑 |
|------|---|
| 贵金属 | 通胀和美元配合下，预计二三季度均价有所抬升。疫情控制下的风险偏好提振，成为压制金价大幅上涨的因素。但预计除美国外的国家和地区经济也开始逐步复苏，叠加美国宽松货币政策与财政政策刺激下，通胀预期可能再起利多金价。考虑复苏初期的通胀节奏和美联储流动性释放节奏，预计Q2/Q3/Q4黄金均价分别为1820/1850/1800美元/盎司。 |
| 工业金属 | 消费旺季叠加流动性宽松，工业金属价格高位运行趋势有望持续。2021Q2铜铝价格上行至十年历史高位，随着消费旺季来临，我们预计铜铝金属价格高位运行趋势延续。维持2021年铜价1.2万美元/吨和铝价2万元/吨的价格判断，铜铝相关上市公司股价尚未完全兑现金属价格上涨的预期。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。 |
| 钢铁 | 下半年钢企盈利有望继续提升，继续看好普钢企业的配置机会。在基本面与预期的共同支撑下，当前钢铁行业正处于价格和利润同涨阶段。我们判断下半年行业利润有望保持环比增长态势，钢铁企业基本面普遍良好。从中期来看，行业集中度将有大幅提升空间，盈利稳定性有望增强，有望支撑钢铁板块估值提升。 |
| 金属材料 | 金属材料关注需求快速增长的硬质合金、钛材和高温合金。金属材料方向，随着国产替代比例的不断攀升和下游应用领域的持续推广，需求高增长的磁材、硬质合金、钛材和高温合金等行业公司均将受益于量价齐升带来的利润快速增长。 |
| 油气开采 | 维持2021年Brent油价中枢60-65美元/桶预测，建议积极关注上游低估值优质标的配置机会。近期欧美封锁解禁提振需求预期，叠加流动性宽松推动油价重回近70美元/桶的前高。从基本面角度分析，我们认为此轮油价上行周期仍有望延续半年及以上，此轮油价峰值更可能在需求更为坚实的2021年底或2022上半年出现。但与下半年相比，近期（5-7月）油价在供应端和流动性层面的确定性更强，若需求复苏势头良好，近期油价有望突破前高，触及更高的价格区间。 |
| 化工 | 化工行业景气上行，聚焦低估值龙头投资机会。化工行业需求自2020年下半年陆续回升，叠加全球供需错配情况，多数化工子行业景气持续上行，特别是2021年春节之后多个化工产品价格维持高位。一方面化工子行业龙头公司长期竞争优势显著，MDI龙头万华、钛白粉龙头龙蟠佰利、民营炼化龙头恒力石化等预计将具有长期成本优势；另一方面经历近期市场整体调整后，化工龙头公司估值重回中等偏下水平，当前建议积极关注低估值行业龙头投资机会。 |
| 新材料 | 关注碳中和、国产替代战略下的新材料投资机遇。碳中和政策预计将加速可降解塑料等环保材料需求提升，且有望持续推升风光锂电等新能源需求，推升相关上游化工新材料需求。电子材料及半导体材料领域短期需求持续复苏，长期产业转移及国产化推进趋势不改，建议关注格局良好的细分赛道优质标的。 |
| 煤炭 | 关注盈利弹性及国企改革下的长期成长性。2021年以来，行业景气持续向好，需求的高增速以及安监、环保约束下偏紧的供给，推动煤价高位的持续性不断超预期。目前预期下半年经济活动可以稳定在高位水平，对煤炭需求形成有力的支撑，供给端虽然有季节性的产量增加，但系统性大幅提升的空间有限，预计下半年供需整体维持紧平衡的状态，煤价也可维持高位均衡，利好煤炭企业的业绩增长。但考虑行业长期预期依然受到“碳中和”政策等能源结构调整的压力，依然维持行业“中性”评级。建议下半年继续关注盈利弹性有优势，长期受益于国企改革下有成长预期的龙头公司 |

- **后疫情时代医药行业加速恢复，机构持仓环比提升。**
 - 与疫情相关的板块（疫苗、ICL、医疗器械之抗疫品种）景气度较高。
- **创新研发迎来爆发期，迈向国际化的星辰大海。**
 - 1) 化药带量采购常态化，创新研发系核心竞争要素；
 - 2) 创新药行业利好政策频出，极大鼓励创新药企业发展。国家医保目录加快纳入新上市药品，创新药享受政策红利；
 - 3) 国内获批创新药呈爆发式增长，放量迅速；
 - 4) 我国创新药正向更高层次的first-in-class转变，部分国产创新药临床疗效不输进口药物，国产创新水平达到新阶段；
 - 5) 国内药企多个创新药海外权益转让，研发实力国际认可。
- **医疗器械在新机制下再平衡，高景气下有分化。**
 - 真正具有临床价值的产品将受到青睐；
 - 建议投资者重点关注国际化、国产化、新诊疗、新消费四大主线。
- **CXO--创新研发的卖水者，行业持续高景气。**
 - 1) 充分享受研发创新红利，CRO/CDMO等医药外包服务行业景气度持续上升；
 - 2) 海外疫情的爆发加速了产业链转移，临床前项目需求有望继续传导到临床CRO和CDMO公司的后期阶段项目；
 - 3) CDMO行业的远期外包率和龙头市占率天花板有望随之提升；
 - 4) 预计科学服务行业市场将进一步扩容。
- **后疫情时代疫苗有望迎来黄金发展十年。**
 - 1) 伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，疫苗行业未来业绩确定性较强；
 - 2) 疫苗行业监管体系的迅速严格化与完善化，竞争优势向龙头倾斜；
 - 3) 新冠病毒类流感化概率高，预计全球2021年新冠疫苗销售额有望破五百亿美金，新冠疫苗国内销售额规模有望达千亿级别。

- **液体活检和肿瘤早筛—千亿级癌症检测蓝海。**
- **疫情影响逐渐消除，2021年血制品行业有望恢复稳定增长。**
- **零售板块渠道价值进一步凸显，成长性持续兑现。**
 - 1) 药店零售端渠道价值在集采扩面等政策推进下重要性日益显现；
 - 2) 疫情催化互联网+政策密集出台，医保线上支付助力处方外流加速；
 - 3) 行业规范性政策正在持续推进，集中度有望进一步提升；
 - 4) 龙头规模优势不断体现，业绩增长持续兑现。
- **医疗服务景气度提升，长期上行空间显著。**
 - 1) 医疗消费升级叠加人口老龄化拉动行业需求；
 - 2) 医疗服务行业赛道景气度高，行业成长属性强；
 - 3) 医改政策影响持续发酵，民营专科领域蓬勃发展；
 - 4) 民营专科有望受益于公立医院薪酬绩效改革措施；
 - 5) 我国ICL行业处于发展初期，疫情及DRGs政策推动其加速增长。
- **投资策略。建议关注：**
 - 1) 研发管线丰富的龙头药企恒瑞医药、复星医药等；
 - 2) 直接受益创新审评和进口替代的国产中高端医疗器械龙头迈瑞医疗、大博医疗、安图生物和消费级医疗器械三诺生物等；
 - 3) “卖水者”逻辑下的药明康德、泰格医药、凯莱英、九洲药业、泰坦科技和山东药玻等；
 - 4) 医疗服务及商业药店领域的爱尔眼科、上海医药、老百姓、益丰药房、大参林和一心堂等；
 - 5) 精准医疗大发展下的金域医学、艾德生物、华大基因等；
 - 6) 疫苗产业链上的智飞生物、康希诺、康泰生物、华兰生物等；
 - 7) 消费升级趋势下的大健康消费龙头企业云南白药、片仔癀等。

- 带量采购政策执行进度与力度超预期；
- 一级市场生物制药企业融资热度下降；
- 高值耗材治理力度超预期；
- 创新药临床研发失败。

医疗健康产业2021年下半年推荐子领域及推荐逻辑

医药行业子领域

推荐逻辑

| | |
|-----------|---|
| 创新药 | 创新研发迎来爆发期，迈向国际化的星辰大海。1) 化药带量采购常态化，创新研发系核心竞争要素；2) 创新药行业利好政策频出，极大鼓励创新药企发展。国家医保目录加快纳入新上市药品，创新药享受政策红利；3) 国内获批创新药呈爆发式增长，放量迅速；4) 我国创新药正向更高层次的first-in-class转变，部分国产创新药临床疗效不输进口药物，国产创新水平达到新阶段；5) 国内药企多个创新药海外权益转让，研发实力国际认可。 |
| 医疗器械 | 医疗器械在新机制下再平衡，高景气下有分化。医疗新基建下，我国医疗器械行业将保持高景气，但更重要的是在国内医疗器械招采和支付政策革新背景下，真正具有临床价值的产品将受到青睐，这样引发医疗器械行业内部的高度分化，我们建议投资者重点关注国际化、国产化、新诊疗、新消费四大主线。 |
| CXO | 创新研发的卖水者，行业持续高景气。1) 充分享受研发创新红利，CRO/CDMO等医药外包服务行业景气度持续上升；2) 海外疫情的爆发加速了产业链转移，CDMO公司扩产更加积极，临床前CRO公司的高速增长，临床前项目需求有望继续传导到临床CRO和CDMO公司的后期阶段项目；3) 新技术需求爆发式增长的驱动下，CDMO行业的远期外包率和龙头市占率天花板也有望随之提升；4) 中国科研经费，特别是在生物医药和新材料等领域的持续增长，将带动市场对科研实验用品需求的增加，预计科学服务行业市场将进一步扩容。 |
| 疫苗 | 后疫情时代疫苗有望迎来黄金发展十年。1) 疫苗行业是医药行业的一个细分子赛道，其竞争门槛高，产品审批严格，伴随着人口老龄化、新冠疫情催化及大众健康意识觉醒，其未来业绩确定性较强；2) 2016及2018年，我国相继爆发了两起重大安全事故，带来疫苗行业监管体系的迅速严格化与完善化。《疫苗管理法》将开启中国疫苗新时代，竞争优势向龙头倾斜；3) 新冠病毒类流感化概率高，全球2021年新冠疫苗销售额有望破五百亿美金。新冠疫苗国内销售额规模有望达千亿级别。 |
| 液体活检和肿瘤早筛 | 液体活检和肿瘤早筛--千亿级癌症检测蓝海。当前时点，看好中国液体活检行业，主要有以下四方面原因：① 中国庞大的3000万癌症患者人群催生巨大的癌症治疗市场；② 癌症早筛（提高5-7倍生存率）和精准肿瘤学创造了持续的液体活检需求；③ NGS测序价格的降低（全基因组600美元以下）加速液体活检的临床应用；④ 全行业仍然处于起步阶段，中国潜在市场规模为千亿级别（2025年）。 |
| 血制品 | 疫情影响逐渐消除，2021年血制品行业有望恢复稳定增长。2020年国内血制品企业采浆受疫情影响较2019年下降8-9%左右，我们认为国内厂家血浆阶段性供给紧张持续至2021Q1（之后有望逐步恢复），而海外疫情对进口企业采浆的影响传导至国内，则于2021Q1逐步显现；需求端随着国内疫情基本控制，行业终端需求有望恢复至10%-15%的增速，供需格局改善下景气度有望持续提高。我们认为2021年国内血制品企业随着采浆缺口的影响逐渐消除，供给将恢复正常，替代进口量将显著增加，血制品行业有望恢复稳定增长。 |
| 医药零售 | 零售板块渠道价值进一步凸显，成长性持续兑现。1) 药店零售端渠道价值在集采扩面等政策推进下重要性日益显现；2) 疫情催化互联网+政策密集出台，医保线上支付助力处方外流加速；3) 行业规范性政策正在持续推进，集中度有望进一步提升；4) 龙头规模优势不断体现，业绩增长持续兑现。 |
| 医疗服务 | 医疗服务景气度提升，长期上行空间显著。1) 医疗消费升级叠加人口老龄化拉动行业需求；2) 医疗服务行业赛道景气度高，行业成长属性强；3) 医改政策影响持续发酵，民营专科领域蓬勃发展；4) 民营专科有望受益于公立医院薪酬绩效改革措施；5) 我国ICL行业处于发展初期，疫情及DRGs政策推动加速增长。 |

■ 基建和开发投资均维持稳健增长，房地产销售可能前高后低。

- 预计2021年二季度起进入专项债发行高峰，全年基建投资增速5.1%。
- 较低的资金成本、企业旺盛的推货意愿都推动市场高景气。
- 不过，调控可能导致全年销售前高后低，原材料涨价客观上也进一步延迟了竣工高峰的到来。

■ 房地产开发企业盈利能力下降，唯强化运营能力和优化组织结构方能打破僵局。

- 土地市场竞争激烈，信用利差扩大，核心城市限价，都造成房地产企业盈利能力下降。
- 多因素推动供求缺口出现，水泥、玻璃等材料价格弹性形成。

■ 碳中和推动装配式建筑，城市燃气、生态园林等行业料将转型发展。

- 装配式建筑全生命周期或降低碳排放超过40%，随着渗透率上升，考虑政策补贴因素，2024年成本有望和现浇建筑持平。
- 城市燃气行业的商业模式正在向综合能源和增值服务转型，通过逐步切换至更清洁的能源供给品类，在碳中和远景下维持当前能源供给商业模式。

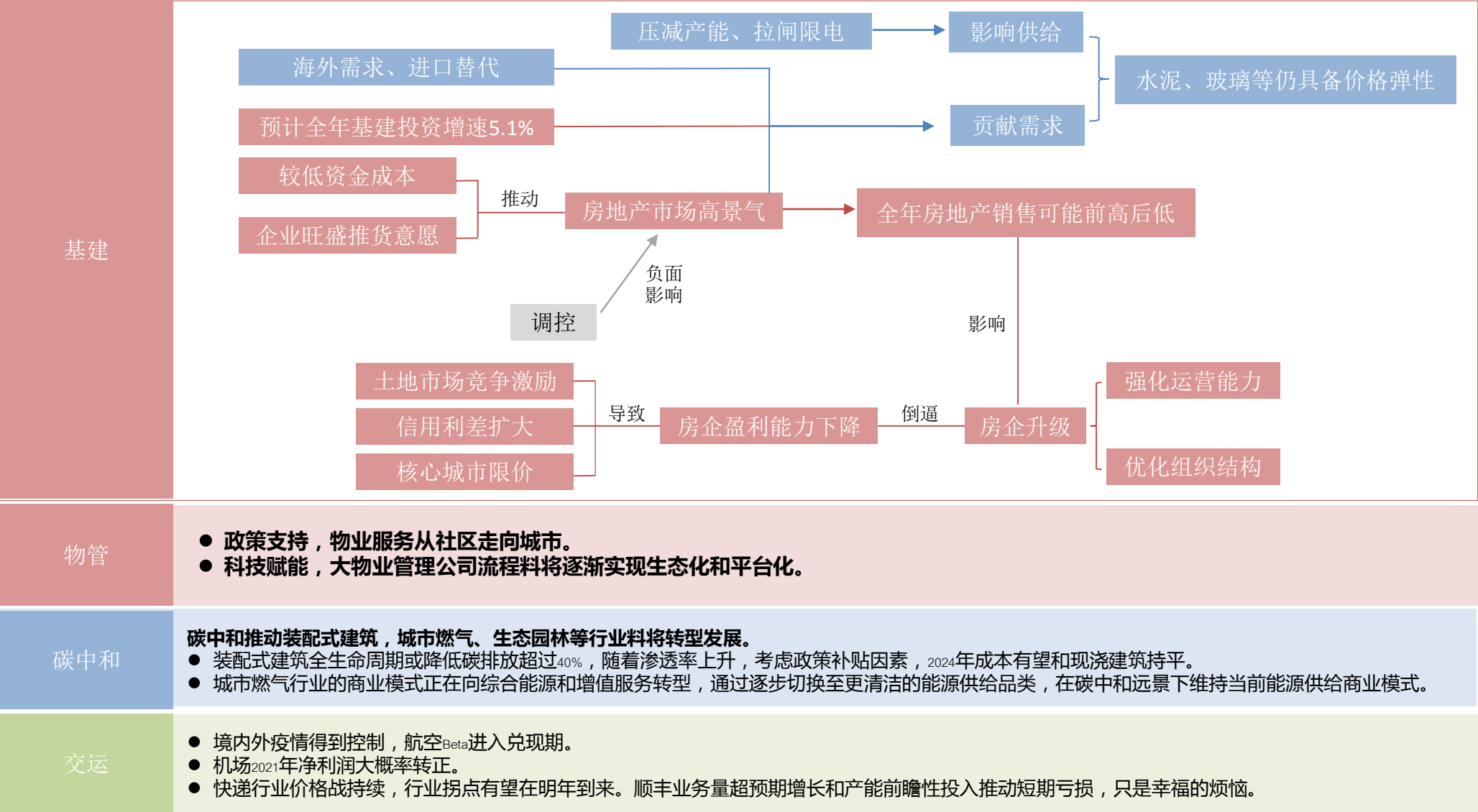
■ 物业管理市场壮大，集中度提升和服务升维。航空和机场期待后疫情时代重构繁荣。快递行业竞争格局拐点将近。

- 政策支持，物业服务从社区走向城市。科技赋能，大物业管理公司流程料将逐渐实现生态化和平台化。
- 境内外疫情得到控制，航空Beta进入兑现期。机场2021年净利润大概率转正。快递行业价格战持续，行业拐点有望在明年到来。

■ 推荐组合。我们推荐万科A（万科企业）、龙湖集团、远大住工、东珠生态、华新水泥、旗滨集团、世茂服务、绿城服务、长江电力、川投能源、顺丰控股和中国国航。

■ 风险因素。疫情防控效果不及预期的风险；财政、货币政策结构性发力不及预期；原材料继续大幅上涨挤压中游盈利的风险。

基地产业2021年下半年投资策略图解



标的：

龙湖集团、万科A（万科企业）、碧桂园、保利地产、金地集团、旭辉控股集团、世茂集团等；

远大住工、中国建筑国际、金螳螂、中国建筑、中国中铁、东珠生态、绿茵生态、中天精装、中国巨石、北新建材、华新水泥、旗滨集团。

绿城服务、世茂服务、保利物业、金科服务、碧桂园服务。

长江电力、川投能源、华能水电、中国广核（A&H）、福能股份、信义能源，建议关注新奥股份、新奥能源（H）等。

中国国航、南方航空、春秋航空、华夏航空、上海机场及顺丰控股。

■ 权益大时代已经到来。

- 发展资本市场是解决外部中美关系和内部人口老龄化两大矛盾的主要手段。
- 通过资本市场撬动工程师红利，促进技术发展，创造增量价值，以弥补养老金和公共支出缺口符合商业逻辑。
- 测算中国家庭金融资产占比1个百分点的上升，可以带来4-5万亿元财富管理增量。
- 新《证券法》、资管新规、公募投顾牌照、证券综合账户等政策，推动资本市场机构化和国际化进程。

■ 互联互通正在将中国资本/资产引入全球金融体系。

- 中国香港市场是中国新经济主战场。
- 一季度末公募基金港股配置比例为9.4%，距离配置上限50%仍有巨大提升空间。

■ 交易所壁垒最高，金融科技、资产管理、财富管理是蓝海。

- 香港交易所是股权大时代的直接受益者。
- 金融科技被纳入新监管框架之后，头部平台有望更专注于轻资产商业模式，以及在行业供给侧改革中获得更大市场份额。
- 资产管理加速迭代，人才是核心竞争力，头部效应已经显现。
- 财富管理（大理财）正在以用户为中心解构与重构，在银行、证券、保险、互金全面开花。

■ 证券：步入可持续增长新时代。

- 业务增长模式可持续，盈利波动性在减弱。
- 建议坚持左侧策略，关注创新业务新动向。

■ 保险：从长计议，选择有未来的公司。

- 寿险：①需求端弱复苏，新机遇在中高端。②供给端通过并购破圈，弥补前端流量不足和后端资源不足。
- 产险：①车险改革和线上化，产险龙头盈利修复。②龙头公司积极变化，线上化率提升、续保率提高、利用数据优势提升客户筛选和定价能力、加大布局汽车后市场降低赔付成本。
- 投资：出现积极变化，重视权益投资与主业协同、提升互联网、消费投资能力、重视集中度风险。破圈成功要素是机制和关键人的引领，这是未来关注重点。

■ 金融科技：头部平台加速整改，迈向行稳致远新周期。

- 监管意在拉平准绳，强化反垄断，需重点关注数据隐私安全。
- 纳入金控公司管理的背景下，行业业务模式进一步调整，短期盈利承压并需补足资本金，潜在流动性风险和信用风险大幅降低。

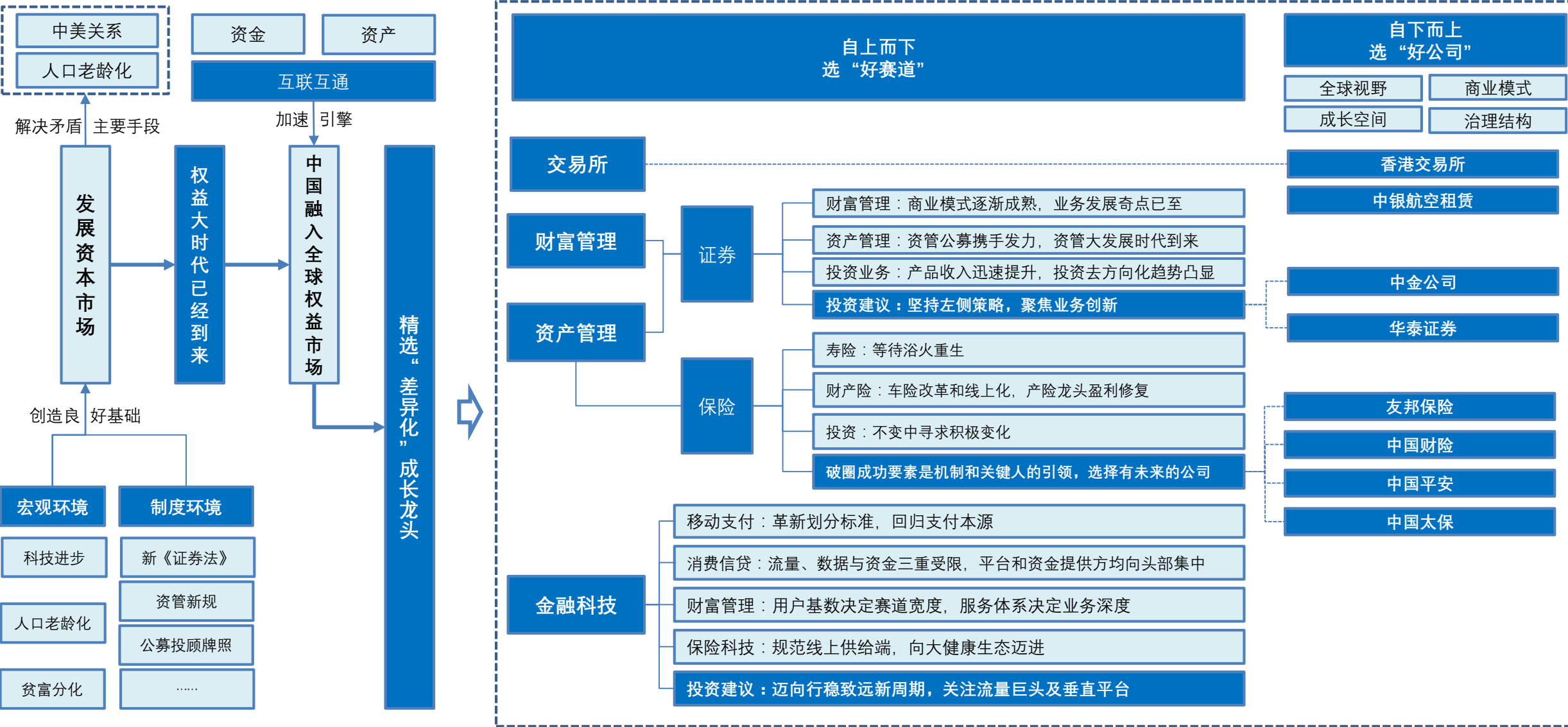
■ 投资策略：精选具备“差异化”能力的成长龙头。

- 在资本加速国际化的过程中，需要以全球视野做国际比较，从长期视角思考公司的商业模式、成长空间和公司治理。
- 当下是极化的存量经济时代，产业升级同时，行业集中度在提高，“差异化”能力被互联网放大，只有完善的公司治理才能吸收公司成长过程中带来的熵增。
- 重点推荐：①港交所（商业模式壁垒最高、直接受益于股权大时代）、②友邦保险（拥有高端客户心智资源）、③中银航空租赁（全球第五大经营性飞机租赁公司）、④中金公司（资源禀赋与资本市场国际化机构化方向契合）、⑤华泰证券（数字化战略清晰）、⑥中国平安（具有银行账户优势、向中高端转型）、⑦中国太保（以负债优势补足服务短板、机制改善中）、⑧中国财险（车险综改最大受益者）。

■ 风险因素。

- 资本市场大幅波动，成交额大幅下降。资本市场开放进度不及预期，券商方向性自营投资风险暴露，财富管理转型效果不及预期。保险代理人队伍继续流失、保单销售继续低迷。金融科技监管政策收紧超预期，宏观经济增速下行带来业务增长下滑和潜在资产风险。

非银行金融行业2021年下半年投资策略图解



资料来源：中信证券研究部绘制

■ 基本面高确定性

- 2021年下半年宏观金融条件料将稳定，银行基本面将保持修复
- 预计上市银行全年营收和净利润增速7.5%/8.1%

■ 估值“高性价比”

- 覆盖银行平均估值0.83x PB（对应2021年）
- 盈利确定性强叠加估值修复，看好板块高胜率和高性价比下的配置价值

■ 个股组合双主线

- 1) 优质银行：商业模式迭代+客户基础沉淀+财务资源积累，估值溢价基础夯实，看好盈利领先带来的持续阿尔法收益，如招商银行、平安银行
- 2) 修复银行：基于Forward PB-“拨贷比-不良率-关注率”筛选逻辑，精选具备风险拐点、估值修复特点的标的，具体包括兴业银行、光大银行、南京银行、江苏银行和大行

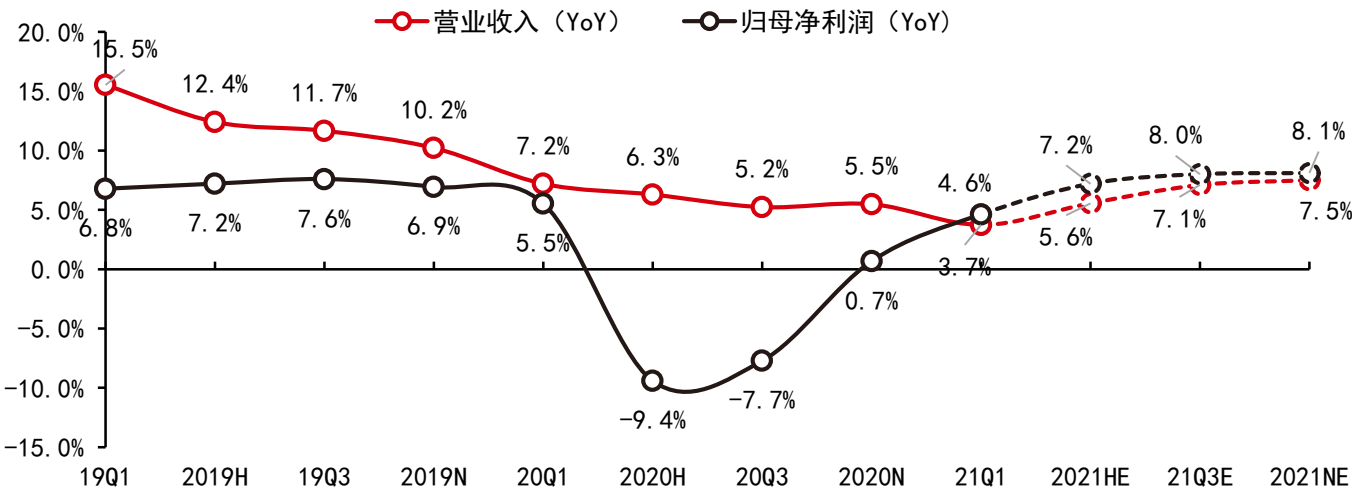
■ 风险因素

- 宏观经济增速大幅下行，银行资产质量超预期恶化。

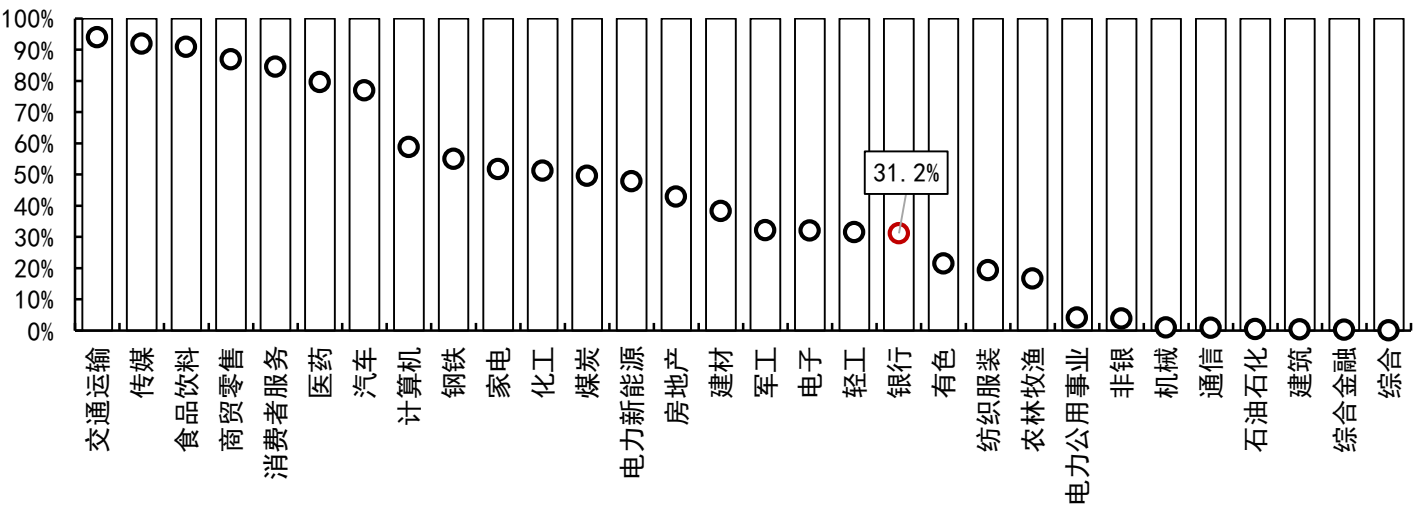
业绩稳增长，估值有空间

- 业绩稳增长，基本面修复夯实绝对收益空间。
- 估值有空间，市场风格催化相对收益。

A股上市银行营业收入及归母净利润累计同比增速



各行业板块PE (TTM) 当前分位水平 (2017年以来)

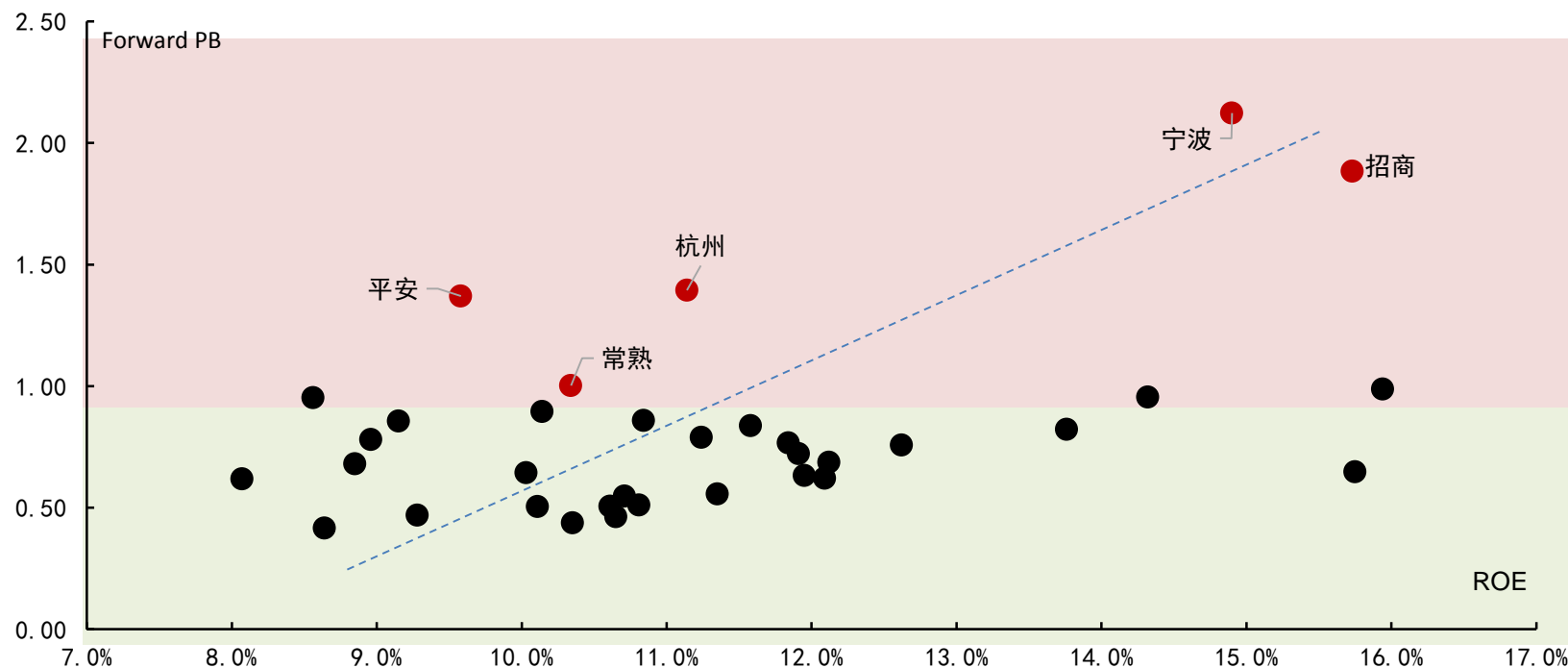


资料来源: Wind, 中信证券研究部预测 注: 股价截至2021年5月20日

个股主线1：优质银行，包括招商银行/平安银行

■ 优质银行：估值溢价延续，盈利领先带来持续阿尔法收益

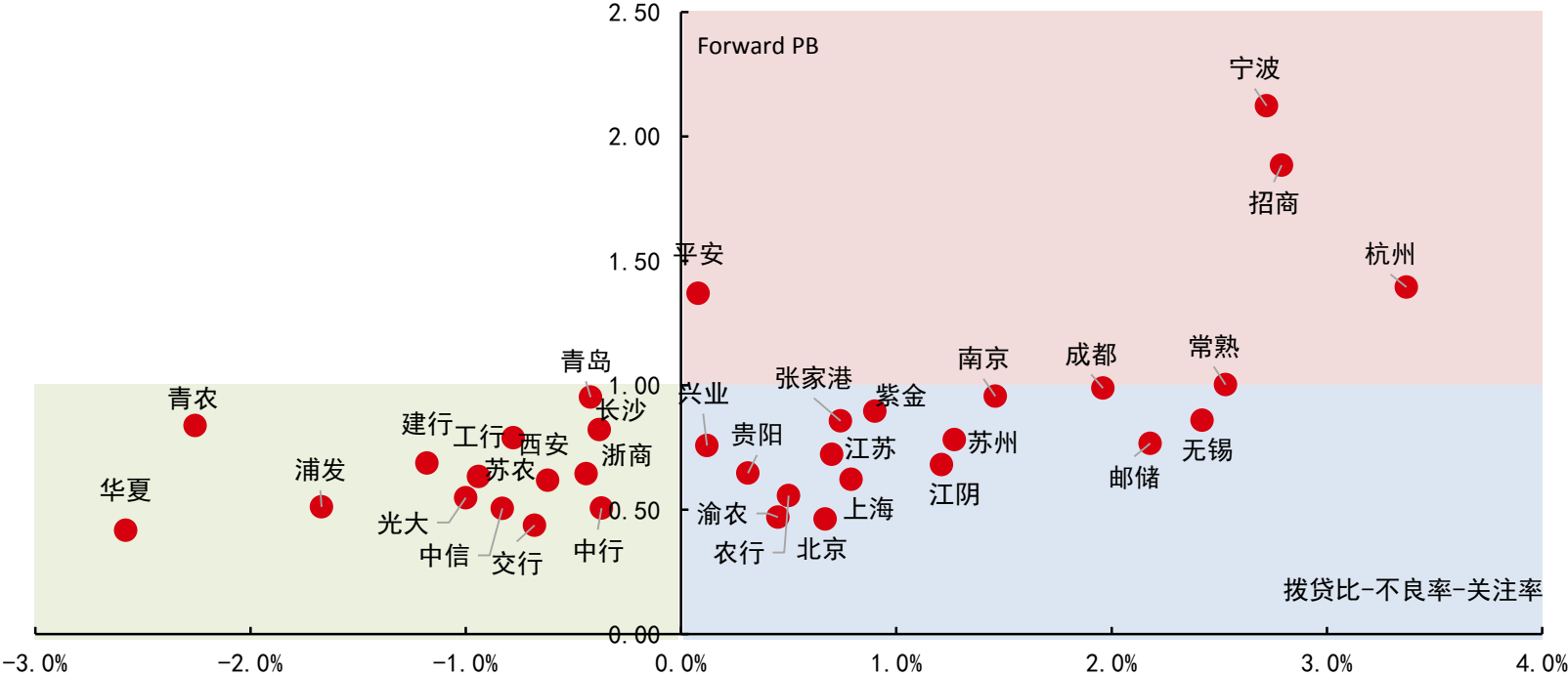
A股上市银行PB-ROE分布



个股主线2：修复银行，关注兴业、光大、南京、江苏银行和大行

■ 修复银行：风险因子进入拐点，看估值常态化修复

上市银行PB-“拨贷比-不良率-关注率”分布



资料来源：Wind，中信证券研究部 注：（1）股价截至5月21日；（2）“拨贷比-不良率-关注率”为2020年数据；（3）ForwardPB基于Wind一致预期

感谢您的信任与支持！

THANK YOU

宏观

诸建芳（首席经济学家）

执业证书编号：S1010510120003

A 股策略

秦培景（首席策略师）

执业证书编号：S1010512050004

港股策略

杨灵修（首席海外策略师）

执业证书编号：S1010515110003

FICC

明明（首席FICC分析师）

执业证书编号：S1010517100001

全球产业策略

何翩翩（全球产业策略首席分析师）

执业证书编号：S1010520050004

消费产业

姜娅（首席消费产业分析师）

执业证书编号：S1010510120056

制造产业

纪敏（首席制造产业分析师）

执业证书编号：S1010520030002

基地产业

陈聪（首席基地产业分析师）

执业证书编号：S1010510120047

周期产业

敖翀（首席周期产业分析师）

执业证书编号：S1010515020001

医疗健康产业

陈竹（首席医疗健康产业分析师）

执业证书编号：S1010516100003

科技产业

许英博（前瞻科技产业分析师）

执业证书编号：S1010510120041

非银

邵子钦（非银首席分析师）

执业证书编号：S1010513110004

银行

肖斐斐（银行业首席分析师）

执业证书编号：S1010510120057

主题策略

刘易（主题策略首席分析师）

执业证书编号：S1010520090002

免责声明



证券研究报告 2021年6月7日

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个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的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）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) 受澳大利亚证券与投资委员会监管，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。