

2021 年 06 月 21 日

## 相关研究

## 证券分析师

汤莹 A0230518100004  
tangying@swsresearch.com  
王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com

## 联系人

汤莹  
(8621)23297818×010-66500578  
tangying@swsresearch.com



# 申万宏源研究所致力于五大专题研究

## ——专题研究荟萃系列报告之一

### 本期投资提示：

- 从 2020 年年末至今，五大专题相关行业深度和个股深度报告约 350 余篇，覆盖宏观、策略、债券、金融工程、农林牧渔、食品饮料、白酒、商贸零售、纺织服装、休闲服务、家电、医药、新能源、公用事业、地产建材、煤炭、钢铁、石油、天然气、有色、汽车、计算机、TMT 行业等。至今共举办 9 场会议，包括年度资本市场年会、“对话”上市公司董事长、化妆品高峰期、碳中和大会以及申万宏源首次英文策略会等等。
- 6 月 23 日，申万宏源将在成都举办 2021 资本市场夏季高峰会，我们事先根据五大专题做了市场调研，关注度排序依次为资产配置、消费与大健康、智能化、碳中和和安全。其中安全专题中，关于“卡脖子”的战略问题会带来细分行业机会，拔得头筹，市场关注度最高；有趣的是，二胎相关投资机会市场关注度在消费与大健康专场居然倒数第一。在 2021 年 3 月春季策略会上按照五大专题划分做专场，报名参与活跃，根据申万宏源机构客户白名单阅读量来看，专场阅读量排序靠前的是：资产配置、智能化和安全、大消费、碳中和等。
- 近半年资产配置专题特别值得关注的观点有：**人口问题受关注，小盘股基本面正走出泥沼**。谈资产配置怎能不谈人口，第七次全国人口普查数据呈现出我国人口结构和经济发展模式、结构之间的相互影响与相互牵制，而“双循环”有望助力我国居民良好的生育意愿潜力的合理释放，本次成都中期战略峰会也有相关专场深度对话。此外，资产配置领域大量报告讨论了汇率、核心资产等话题，其中 3 月“非核心资产”选股正当时，小企业迎来基本面爬坑第一年的判断很有预期差，并被验证。而 1 月下旬《HEAL THE WORLD》中七大预期差提示“茅台们”回调风险；债券方面判断的前三个波段也完美兑现。相关分析师也将在成都会议与来自欧美亚太等区域的投资者现场对话，深度交流。
- **碳中和专题：“广义碳中和”承诺压力大，国家及地区政策意见密集出台**。我们的碳中和研究十分活跃，发布了相关白皮书，并组织了相关大型会议。我国碳中和承诺更大概率**为广义碳中和**，即 IPCC 定义的“净零排放”，减排压力巨大。从我国国情出发，实现碳中和潜力最大的方向是能源结构的清洁化、低碳化，根本性措施是实现能源生产清洁化和能源消费电气化。申万宏源研究各领域纷纷发表了相关研究，比如公用事业分析师预计“十四五”电力供需格局趋紧，新能源行业逐步向龙头集中。此外，建筑行业分析师认为建筑业全生命周期碳排放占比高，主要包括内含和运营碳排放；而有色金属领域分析师认为行业将围绕供给和回收进行碳中和布局；最后，碳中和对在 TMT 产业链中扮演基础设施角色的通信的细分赛道也会产生长期影响。
- **智能化专题：“嵌入式软件”长期前景被低估，AI 将成为今年计算机高景气投资主线**。数字产业化、产业数字化概念如何落地，申万宏源研究两篇报告作出解答。其中嵌入式软件“正是 2020H2 起“智能制造”核心、其长期前景被低估，2021 为 AI 产业化/资本化大年，2021 年后互联网医疗后续配套政策有望加码。关注智能车、智能 TMT 和智能家居领域。
- **消费与大健康专题：消费顺周期行情开启，免税拔头筹；白酒行业以时间换空间；医美的关注度较高**。我们的消费研究团队认为现代服务业顺周期行情开启，从目前情况看，免税>酒店=本地生活>餐饮>国内游>出境游，预计 Q2 会有好的利润表现。白酒板块估值处于高位，以时间换空间。此外，功效性护肤品高景气，二手电商和社区团购崛起。而医美的关注度在上一年很高，申万宏源行业分类体系也进行了与之匹配的调整，欢迎关注。
- **安全专题：信息安全全年机会，看好军工中长期投资价值**。我们一直坚持安全专题研究，军工行业中长期投资价值坚定看好，建议关注业绩增长持续性强的航空总装类、电子信息化及北斗卫星产业相关标的。信息安全领域全年机会，现在是较好得投资期。当然，安全涉及范畴比较广，比如粮食安全、产业链安全等等，我们也都在进行相关研究。
- 本篇报告作为集萃系列报告首篇，将之前半年主要观点和推荐逻辑及标的做了梳理，未来将以月度报告频率发出，旨在为各位投资者提供一个多行业、全方位的信息和思考平台。



申万宏源研究微信服务号

## 目录:

1. 资产配置专题：人民币汇率年内升值空间有限，小盘股基本面正走出泥沼 .....	7
2. 碳中和专题：“广义碳中和”压力不小，国家和地方政策密集出台 .....	9
3. 智能化专题：“嵌入式软件”长期前景被低估，AI 将成为今年计算机高景气投资主线 .....	10
4. 消费与大健康专题：消费顺周期行情开启 .....	12
5. 安全专题：信息安全全年机会，看好军工中长期投资价值	13
6. 附表 .....	14
资产配置专题 .....	14
碳中和专题 .....	32
智能化专题 .....	37
消费与大健康专题 .....	43
安全专题 .....	52

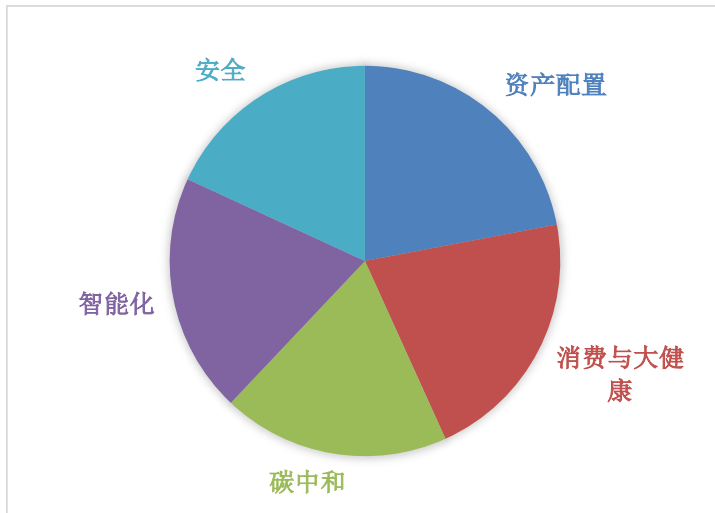
## 图表目录

图 1：五大专题关注度占比.....	5
图 2：资产配置专题中话题关注话题占比.....	5
图 3：消费与大健康专题中话题关注话题占比.....	5
图 4：智能化专题中话题关注话题占比 .....	5
图 5：碳中和专题中话题关注话题占比 .....	6
图 6：安全专题中话题关注话题占比.....	6
图 7：市场关注度最高前五大话题 .....	6
图 8：市场最不关注的前五大话题 .....	6
图 9：碳中和白皮书 .....	10
图 10：智能制造全景——总览（拆分五大环节） .....	11
图 11：投资机会：产品力跃迁下的国产替代及龙头出海.....	11
图 12：以中日韩为首的亚洲数字经济增加值增速全球领先 .....	12
图 13：安全的涵义更广：传统安全+自主可控+网络空间治理 .....	13
附表 1：资产配置宏观相关报告及主要观点 .....	14
附表 2：资产配置策略相关报告及主要观点 .....	16
附表 3：资产配置债券相关报告及主要观点 .....	21
附表 4：资产配置金工相关报告及主要观点 .....	25
附表 5：资产配置大宗相关报告及主要观点 .....	30
附表 6：公用事业行业碳中和相关报告和推荐标的 .....	32
附表 7：电气设备新能源行业碳中和相关报告和推荐标的 .....	33
附表 8：传统能源碳中和相关报告和推荐标的 .....	35
附表 9：建筑建材碳中和相关报告和推荐标的 .....	35
附表 10：通信行业碳中和相关报告和推荐标的 .....	36
附表 11：有色贵金属行业碳中和相关报告和推荐标的 .....	36
附表 12：计算机行业报告及推荐标的： .....	37
附表 13：智联汽车报告及推荐标的： .....	39
附表 14：智能 TMT 报告及推荐标的： .....	41

附表 15：智能家居报告及推荐标的： .....	41
附表 16：医疗信息化报告及推荐标的： .....	42
附表 17：区块链报告及推荐标的： .....	42
附表 18：农林牧渔行业报告和推荐标的 .....	43
附表 19：食品饮料行业报告和推荐标的 .....	44
附表 20：白酒行业报告和推荐标的 .....	46
附表 21：家电行业报告和推荐标的 .....	47
附表 22：医药行业报告和推荐标的 .....	48
附表 23：消费服务业行业报告和推荐标的.....	49
附表 24：消费服务业行业上市公司报告 .....	51
附表 25：安全专题相关报告和推荐标的 .....	52

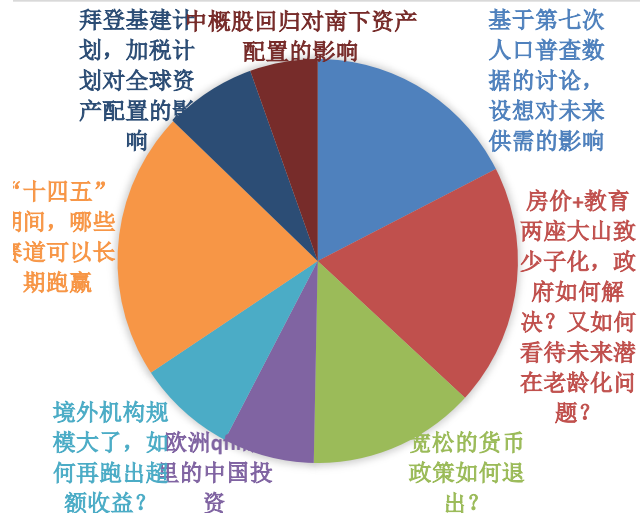
6月23日，申万宏源将在成都举办2021资本市场夏季高峰会，我们事先根据五大专题做了市场调研，关注度排序依次为资产配置、消费与大健康、智能化、碳中和和安全。其中安全专题中，关于“卡脖子”的战略问题会带来细分行业机会’拔得头筹，市场关注度最高；有趣的是，二胎相关投资机会市场关注度在消费与大健康专场居然倒数第一。

图 1：五大专题关注度占比



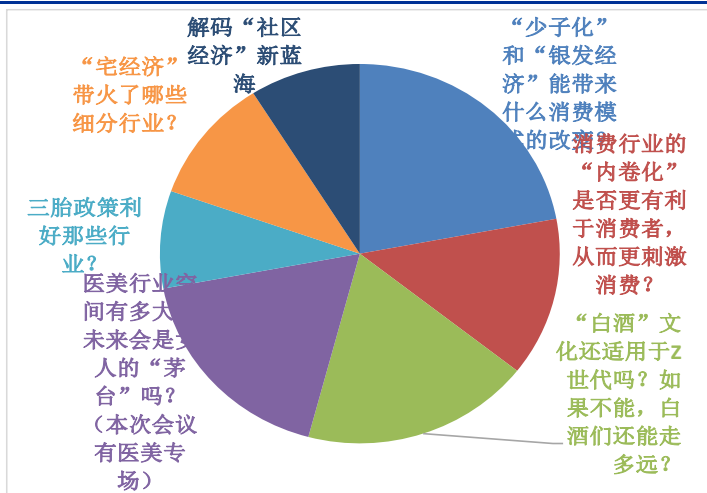
资料来源：申万宏源研究

图 2：资产配置专题中话题关注话题占比



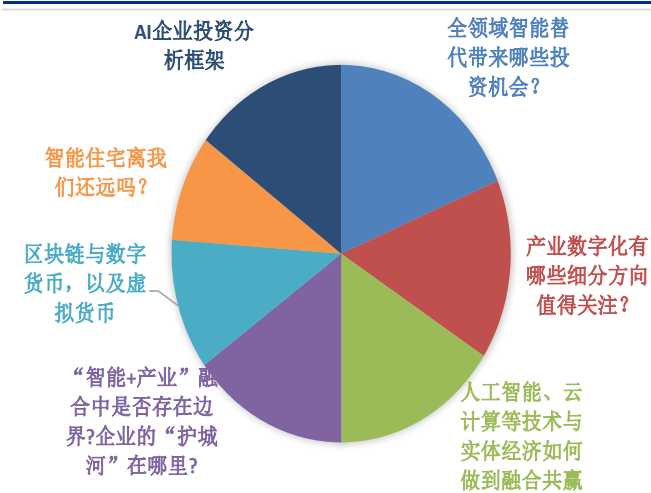
资料来源：申万宏源研究

图 3：消费与大健康专题中话题关注话题占比



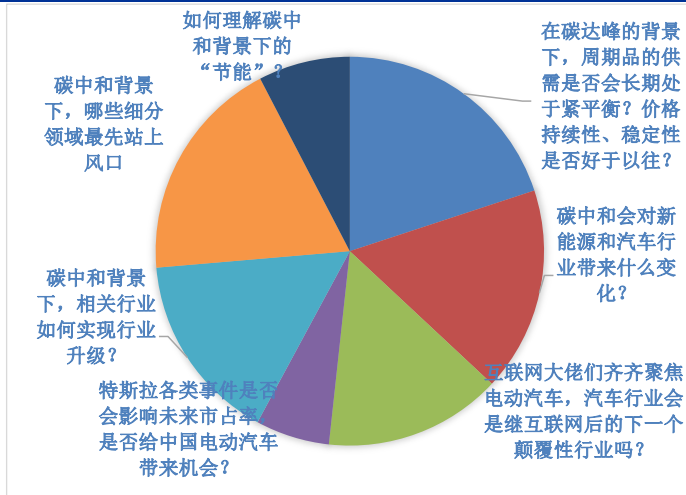
资料来源：申万宏源研究

图 4：智能化专题中话题关注话题占比



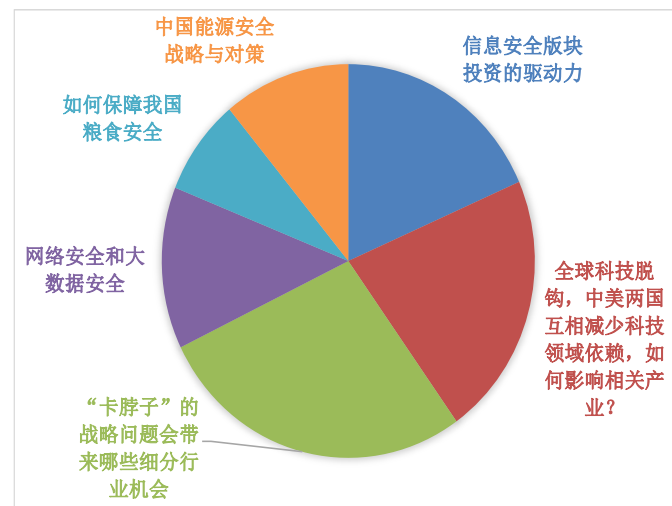
资料来源：申万宏源研究

图 5：碳中和专题中话题关注话题占比



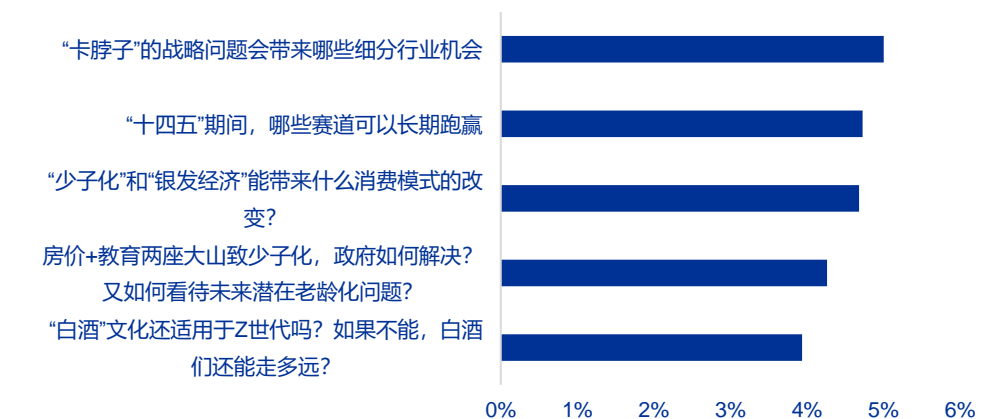
资料来源：申万宏源研究

图 6：安全专题中话题关注话题占比



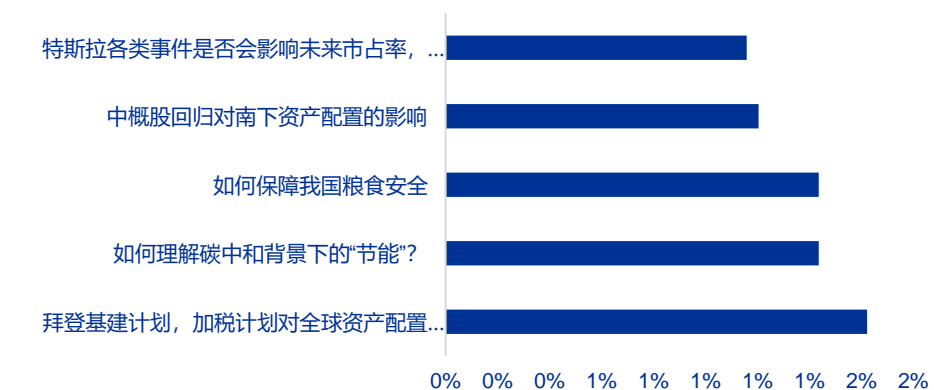
资料来源：申万宏源研究

图 7：市场关注度最高前五大话题



资料来源：申万宏源研究

图 8：市场最不关注的前五大话题



资料来源：申万宏源研究

# 1. 资产配置专题：人民币汇率年内升值空间有限，小盘股基本面正走出泥沼

从 2020 年 11 月（年度观点报告）至今，资产配置深度报告有 150 余篇，涵盖宏观、策略、债券、金工以及大宗商品。我们在 2020 年年会报告中提到的利率和大宗观点被完美兑现。债市方面，继续 2017 年提出的四年判断：2018 年是布局年、2019 年是收获年、2020 年是过渡年、2021 年是反转年。目前第三个波段完美兑现，关注第四个波段。第四波段：下半年预计经济、通胀及政策从紧超预期，带动债市调整，10Y 国债收益率见高点 3.6%。在全球战术资产配置方面，2021 年春季全球资产配置投资策略报告中，我们提出在二季度我们继续循着美债实际利率回升、全球通胀上行的主线进行资产配置；大类资产排序为大宗商品>股票>债券。

除此之外，大家关注度很高的热点问题也有相应涉及。第七次全国人口普查解析报告中显示，我国人口结构和经济发展模式、结构之间的相互影响与相互牵制关系。其中，老龄化如预期加剧，儿童占比提升趋势不明。事实上，“双循环”的重要题中之意就是畅通供给端（生产、就业方面）的国内大循环，未来我们期待以更加广泛和深入的财税体制改革作为重要抓手，驱动更为广阔的初步城镇化地区以更高效率、更低成本承接一些当前集中在东部地区的成本日渐走高的制造业产能，以此促进国内大循环的日渐畅通，并在此过程中真正能够有助于我国居民良好的生育意愿潜力的合理释放。并对十四五规划做了一系列研究，比如《浓缩的都是精华——申万宏源策略解读十四五规划主要变化》。且自 2020 年中央提出双循环新发展格局，宏观大部分报告都以此战略决策以背景依托。

另外，大势研判、行业比较、汇率以及小企业基本面处于修复早期等观点未来有待证实：1) 报告《百家争鸣——2021 年春季 A 股投资策略》中关于大势研判结论：21Q2 “总量冷、结构热”，优先解决结构性问题，核心资产修复性价比带动市场回调，但“非核心资产”选股正当时。21Q3 宏观格局不及 Q2，国内经济走弱 + 等待宽松；海外经济预期区域明确 + 政策正常化预期发酵，市场仍需磨底。21Q4 以经济结构问题(重点还是房地产)缓和、没有宽松约束为前提，衰退期投资不是坏事。Q4 核心资产 + 景气科技 + 景气小盘股分母端逻辑改善，支撑市场反弹。2) 报告《博采众长——2021Q2 沪港深行业对比展望》可能是市场上少有的港股行业比较报告，在沪港深行业比较方面，中短期围绕着“基本面+估值+筹码+政策+市场交易特征”这五大要素进行分析：21Q2A 股和港股通均选择后疫情时代的服务类可选消费（休闲服务、交通运输）；除此以外，A 股优选顺周期全球定价的有色和化工、港股通优选顺周期的低估值金融地产。长期关注行业赛道：各大证券交易所开启“新经济公司”争夺战。关注渗透率从 0 到 1、国产化率从 0 到 1、中国品牌出海从 0 到 1 的行业：如智能驾驶、物联网、区块链、数字货币、独居经济、女性消费、在线教育、碳中和、内容 APP、消费电子、线上快时尚和智能装备以及配套的跨境物流服务等。3)关于人民币汇率走势，我们认为人民币年内或将延续升值路径，但年内空间相对



有限，预计至年底人民币兑美元升至 6.3-6.4 附近。央行无意改变基本面决定的汇率长期方向，实际上要等到国内经济结构的根本性问题——地产市场结构性泡沫问题的明显改善，才可能迎来一轮人民币的快速升值过程，而在此之前，仍是波动中稳步前行。4) 此外，**我们关于小企业正在恢复这以判断在市场上较有争议性**，我们认为经历三年“泥沼”，小企业迎来基本面爬坑第一年。小企业基本面修复尚处于早期。不同行业小企业的基本面修复进度有差异。上游周期（尤其是化工、钢铁、有色）、部分先进制造（电气设备）、部分成长行业（计算机、电子）的小企业体现出了较强的盈利能力改善和积极扩张的意愿。看好全年小企业风险偏好回升的同时，推荐周期、中游制造、稳定（公用事业、交通运输）、成长（电子、通信、计算机、传媒）在这些行业做适当的偏离和选股下沉。

**同时我们关注报告《HEAL THE WORLD》内提到的 2021 年七大预期差。第一**，经济上半年没那么好，下半年也未必回落那么快，导致顺周期上半年要抓 Alpha，而下半年更注重 Beta。**第二**，国内货币与信用方面，通胀中枢与利率中枢上行共识度较高，但是否需要降准，LPR 利率是否会上行存在分歧。**第三**，美元可能因为宽松间歇期美债收益率上行、拜登上台部分修复国家形象而反弹，而市场尚未对美元反弹、美债长端收益率上行真正做好准备，我们密切关注北上资金近期动向。**第四**，市场凭直觉认为 2020 年是欧美企业破产高峰，然而欧美企业破产数量创今年新低，一旦美元流动性边际收紧，信用风险溢价可能快速上行。**第五**，年初基金热销后，市场期待 2007 年式的储蓄大搬家，而我们认为基本面才是 2007 年牛市的本源，流动性一般仅为趋势放大项。**第六**，市场终于彻底接受了申万宏源策略在 2014 年提出的 A 股“美股化”，并将其极端化为只看赛道不顾估值、大市值龙头股永远涨。我们复盘漂亮 50 期间巴菲特、芒格、索罗斯表现，告诫投资者相信常识，尊重规律。提醒投资者关注全球反垄断思潮，关注长端利率波动对永续期内含价值占比过高的部分龙头股估值产生的负面影响。**第七**，2020 年的新冠肺炎疫情使中国资产市场处于避风港的特殊地位，2021 年这种情况阶段性会有所改变。

**在 5 月 21 日策略行业比较小组的报告《还原会计制度变更扰动，寻找年报和一季报的真实景气线索》中，发现 2020 年不少企业的财务报表被新收入准则显著影响，体现了申万宏源研究的严谨性。**以“仓储运输费”为例。旧收入准则计入“销售费用”，新收入准则被计入“营业成本”，虽最终不影响利润端，但却容易使市场过度解读成本端压力对于毛利率的挤压效应以及上市公司控费的力度。这一指标来看：大宗商品价格上涨主导周期板块盈利能力改善，管理费用率下行所体现的控费影响有限；而对于中游制造、消费和成长板块，盈利能力真实改善的同时，控费因素有正面贡献，但不能解释全部的改善，供需格局改善同样有推动。报告《**龙头股复利回报的纵横演绎——策略复利回报率体系构建**》构建了复利回报率体系的方法论。报告《**政策更温和，市场更绵长——2010-11 复盘对当下 A 股投资的启示**》中表示，当下的顺周期行情，完美复制了 2010Q4-2011Q1 的故事。美债利率上升压制核心资产估值，但不宜对市场总体过度悲观，结构性机会尚存。最后，但最为重要的是：2010 和 2021 年中美面临的宏观环境可能对调。



在此期间，金工部门发布指数与创新产品研究系列、金工十日谈系列报告以及指数基金产品研究系列报告等几十余篇，具体详见附表 4。2021 年 3 月 2-4 日还举办了申万宏源首次英文策略会，涵盖总量和各行业，面向国内外投资者，会议具体内容参见 keep in touch 系列报告之一《天涯若比邻》。

## 2. 碳中和专题：“广义碳中和”压力不小，国家和地方政策密集出台

从 2020 年 11 月开始，我们对碳中和主题已有相关解读和投资建议，至目前，已有碳中和相关的行业深度及个股报告共约 27 篇，囊括新能源、公用事业、地产建材、煤炭、钢铁、石油、天然气、有色和通信行业等。在这些报告中，我们判断我国碳中和承诺更大概率为“广义碳中和”，即 IPCC 定义的“净零排放”。按照广义碳中和测算，我国减排压力陡增，2060 年化石能源或基本退出燃料用途，非化石能源占比将接近 100%。从我国国情出发，**实现碳中和潜力最大的方向是能源结构的清洁化、低碳化，根本性措施是实现能源生产清洁化和能源消费电气化。其中，通信行业在 TMT 各产业链环节中扮演“基础设施”角色，“碳中和”预计将对通信行业的某些细分产生长期影响。**路径主要体现在两方面：**降低 ICT 系统的电力资源消耗；通过配套软硬件提升能源利用率。而建筑业全生命周期碳排放占比高，改进可以包括内含碳排放和运营碳排放，内含碳排放即建造过程的碳排放，主要涵盖建筑材料的生产运输及施工过程；运营碳排放即建筑运行过程的碳排放，主要为暖通空调、生活热水、照明电梯、燃气等能源消耗产生的碳排放。**总体说来，双碳承诺推动我国进入高质量发展阶段，以实际行动参与构建人类命运共同体。能源结构调整目标明确，但是转型过程中仍有多项矛盾点亟待解决：一是化石能源退出的反身性影响。二是消纳问题成为新能源发展瓶颈，我国电力系统尚未完全适应。三是新型电力系统下电价机制亟需改革。→实现路径：**碳中和重塑各行业发展格局。**转型矛盾一：煤炭供给压减领先需求下降，侵蚀下游产业链利润+天然气替代煤炭有助于实现第一阶段“碳达峰”，短多长空趋势明显。转型矛盾二：构建以新能源为主体的新型电力系统，电源可调节能力成为关键盈利要素。转型矛盾三：制约新能源消纳的关键是成本分摊，电力系统内外部均需承担消纳成本+“十四五”调峰储能补偿机制亟需出台，保障调峰电源合理利润水平。**低碳能源**来看，三大应用推广氢能 有效补充电气化。**低碳交通**主要推广节能与新能源汽车是汽车行业实现碳中和的主要路径。电动化后紧随智能化，汽车有望变成移动集成平台，重塑整个出行模式。而氢能车有望成为氢能源最先落地的领域，与纯电汽车更多互补而非竞争。**低碳工业**：脱碳路径相似，龙头集中趋势明显。金属材料通过电气化+废品回收可基本满足减碳要求，有色金属行业改革重点将围绕供给和回收。非金属建材依赖碳捕捉。环保需求显著增加，打造循环型社会，固废综合利用和危废资源化迫在眉睫。**碳捕捉**对实现碳中和不可或缺，目前成本极高，但降成本路径清晰。**碳交易**引导碳排放权跨行业、跨国分配，排放指标有望成为全球通用货币。具体推荐逻辑和标的见附录表 6-8。

2021 年 5 月，申万宏源推出 2021 碳中和白皮书，打造资本市场双碳战略最优全景分析，5 大章节，涵盖 20 个领域。

图 9：碳中和白皮书

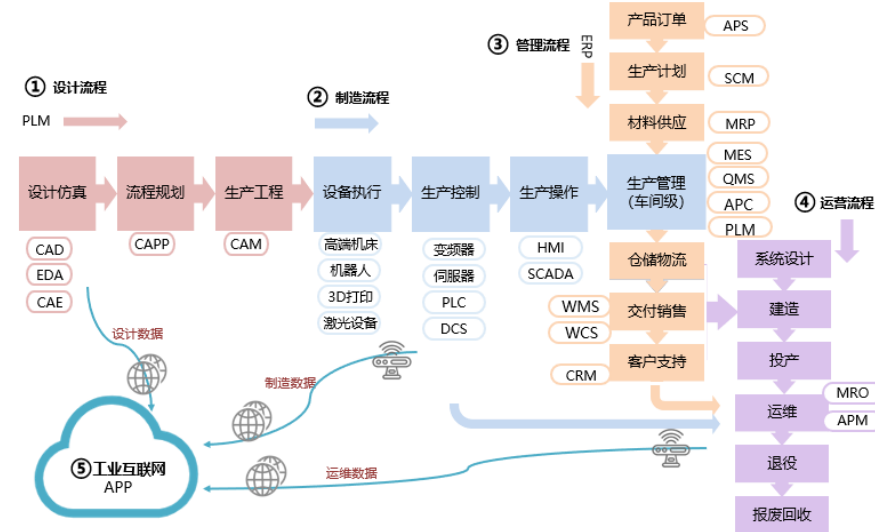


资料来源：申万宏源研究

### 3. 智能化专题：“嵌入式软件”长期前景被低估，AI 将成为今年计算机高景气投资主线

智能化专题囊括计算机、云计算、工业智能、智能汽车、智能家居、智能 TMT、医疗信息化和区块链内容等等。从 2020 年年底至今，共发表相关深度行业和公司报告共约 27 篇。其中“数字产业化”“产业数字化”多次出现在今年的两会政府工作报告和十四五规划纲要中，成为备受关注的热词。如何将产业数字化落地，刘洋的两篇报告解决了这一问题。其中，报告《嵌入式软件：类 SaaS 渠道乘法——嵌入式软件深度研究》阐述“嵌入式软件”正是 2020H2 起“智能制造”核心、是 ICT(TMT)公司商业模式演进的必然。嵌入式软件的长期前景被低估，即使偏高 P/E 未必成为负担。2021 为 AI 产业化/资本化大年，同时 AI 将成为计算机 2021 年高景气投资主线，看好 AI 领军。大部分明星 AI 企业财务上体现出初创公司特点，收入高增但大幅亏损。目前大部分明星 AI 企业处于 2-3 阶段，对于这一阶段企业应重点关注财务存续性、和下游行业拓展和变现能力。《产品力跃迁下的国产替代及龙头出海——智能制造投资全场景解析》表示产品力跃迁下的国产替代及龙头出海，尤其强调产品力提升是本质，在各个环节均适用。解答智能制造投资三大疑惑。一是周期还是成长：一线公司看成长，成长主要来自智能化，可通过计算客户 ROI 验证。二是行业测算多，落实个股难：详拆不同环节的产业驱动力、商业模式、护城河、涉及公司；先投资综合龙头，再利基领军（需二次曲线）三是估值难以把握：一线公司 PE 基本保持，即使行业下行波动较小，追随者 PE 波动大、弹性更大。

图 10：智能制造全景——总览（拆分五大环节）



资料来源：《产品力跃迁下的国产替代及龙头出海——智能制造投资全场景解析》，申万宏源研究

图 11：投资机会：产品力跃迁下的国产替代及龙头出海

■ 全行业看工业、科技的发展路径均为：技术引进、进口替代、自主创新。

第一阶段 改革开放初期 (1978-2000)			第二阶段 加入WTO (2001-2017)			第三阶段 未来趋势 (2017至今)		
■ 替代领域：初级产业 • 农产品、矿产品			■ 替代领域：工业领域 • 纺织品、电器、机械设备			■ 替代领域：技术行业 • 医药、新材料、化工、科技		
产品	市场情况	相关公司	产品	市场情况	相关公司	产品	市场情况	相关公司
锂电池隔膜	美日韩占七成份额，国内企业市占率上升迅速	星源材质	碳纤维	大陆占18%份额，但产能分散且高端依赖进口	精功科技、康得新、博云新材	半导体光刻胶	全球CR5超过80%，国内自给率不足10%	
超净高纯试剂	欧美日韩占全球八成市场，国内均为低端产品	光华科技、西陇科学	玻璃基板	全球市场集中度极高，自给率仅12%且多为低端	彩虹股份、东旭光电	存储芯片	头部垄断严重，但政府大力推动，有望加速进口替代	兆易创新
光芯片和光器件	光迅科技已占5%全球份额，但国产整体水平仍有不足	光迅科技、博创科技、中际装备、新易盛	家电	大家电已完成进口替代，可选小家电仍有巨大空间	格力电器、美的集团、海尔电气	AMOLED	已突破成本和良率问题，未来空间广阔	京东方A、中微电子
存储芯片	头部垄断严重，但政府大力推动，有望加速进口替代	兆易创新	体外诊断	自给率仅5%，但增长率超过20%	迈克生物	铝塑膜	锂电池芯封装关键材料，CR2为75%，均为日企	
AMOLED	已突破成本和良率问题，未来空间广阔	京东方A、中微电子	工业机器人	国内市场占全球27%，但自给率仅8%，且高端产品有一定差距	美的集团、机器人、拓斯达、埃斯顿、汇川技术	偏光片和TAC膜	日韩少数企业垄断，国产正在起步	
铝塑膜	锂电池芯封装关键材料，CR2为75%，均为日企		有载分接开关	220KV以下已实现国产替代，500KV以上仍进口垄断		高端数控机床	国产多为中低端，高端90%为进口，但政策支持力度大	华中数控
偏光片和TAC膜	日韩少数企业垄断，国产正在起步		PCB专用油墨	日本太阳占50%国内市场份额，两家国内企业共占25%	广信材料、容大感光	液晶面板	美日韩垄断，大陆需求量大，自给率低	三利谱、京东方A
液晶面板	美日韩垄断，大陆需求量大，自给率低	三利谱、京东方A	高铁车轴	轮轴几乎全部依靠进口	太原重工			
			汽车零部件	核心零部件依赖进口，近年国产竞争力快速提升	精锻科技、宁波高发、浙江仙通、星宇股份			
			仿制药	原研药份额超五成，与仿制药的价差带来巨大替代空间	恒瑞医药			

资料来源：《产品力跃迁下的国产替代及龙头出海——智能制造投资全场景解析》，申万宏源研究

策略程翔也发布了关于数字经济的报告《数据资源优势下，期待更多新公司和商业模式的诞生——申万宏源策略数字专题系列之数字经济篇》，报告显示数据在经济中的流转主要分为上游的数据发现，中游的数据处理，以及下游的数据分析三大部分，从上游到下游，科技属性逐级提高，市场所给予的估值中枢也逐级抬升。当下最大的变化在于：1、政策逐渐的规范，除了要素市场化以及反垄断等重要规章出台，数据信息安全、数据标准、数据交易、个人隐私等相关规章已经进入意见征求稿阶段。变化之二在于产业数字化的过程中，数字化进度越快的制造业企业的估值中枢抬升的越快。

图 12：以中日韩为首的亚洲数字经济增加值增速全球领先



资料来源：《数据资源优势下，期待更多新公司和商业模式的诞生——申万宏源策略数字专题系列之数字经济篇》，申万宏源研究

备注：单元：亿美元

区块链方面，目前央行 DCEP 在发行流通过程中有以下特点：中心化、钱包账户松耦合、交易过程直接记录。主要收益机会在核心发行环节、发行和交易系统改造/底层可编程产生的后续应用、以及硬件钱包、ATM 改造、加密认证、商户拓展等衍生环节。

智能车领域进入快速成长期，可以关注宋亭亭的智联汽车系列报告。智能车领域里，新旧势力并非水火不容，他们均在用自己的方式快速适应‘智能车时代’的用户需求。关注整车、零部件和执行端三大板块。此外，互联网医疗领域中，2021 年后续配套政策有望加码。智能家居和智能 TMT 也有相应突出个股推荐，详见附件 12-17。

## 4. 消费与大健康专题：消费顺周期行情开启

大消费专题囊括农林牧渔、食品饮料、白酒、商贸零售、纺织服装、休闲服务、家电、医药等行业。从 2020 年年底至今，共有相关行业和个股深度报告约 46 篇，主要观点有：疫情带动行业领域，2020 年新冠检测行业大丰收，2021 年高需求和竞争加剧并存。建议关注长期逻辑：龙头公司通过疫情实现产品或服务在海内外客户中渗透率提高。国内疫苗行业竞争格局重塑，市场进入蓬勃发展阶段。

现代服务行业来看，顺周期行情全面开启。从目前恢复的情况看，免税>酒店=本地生活>餐饮>国内游>出境游。各大景区 4 月开始客流反弹迅速，五一形成了良好的催化，预计 Q2 会有较好的利润表现。功效性护肤品领域呈现高景气度，市场向龙头集中，国民品牌展现本土优势。线上消费方面，延续高增长态势，电商渗透率环比提升。下沉市场消费潜力巨大，成为电商互联网平台增长驱动主力。角逐社区团购赛道，构建中长期竞争优势。2021 年，电商行业再度进入“投入期”。我们预计今年多平台积极参与 618 电商购物节，直播带货等销售规模有望创新高，关注新消费亮点和新品牌机遇。推荐具有完善电商生态的稀缺平台型公司及对下



游流量的掌控和上游供应链的议价权的龙头企业。具体观点和主要推荐逻辑与标的如附表 18-24。

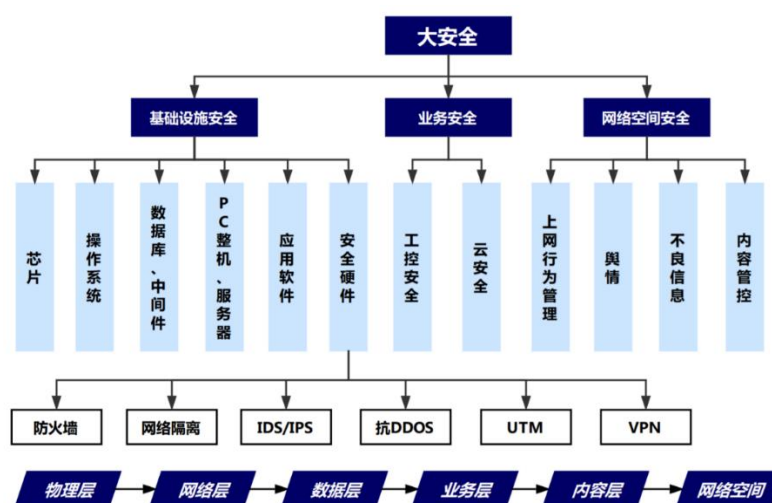
3 月 30 日策略报告《十年轮回，寻找次新中的“新星”——次新股跟踪系列报告之一》中建议积极关注近年来上市的次新股，尤其是其中属于科技、医疗和消费大板块的优质个股，这批公司中可能产生下一个“爱尔眼科”。报告中挑选的 50 只次新股分别属于“科技+医疗”和“消费+服务”两大类，均为景气度较高的行业赛道。从行业来看，医药、电子、食品饮料、机械设备行业占比靠前，合计达到 50%。其中大部分次新标的均为其所在细分领域的龙头，部分属于新兴赛道的领军企业。

## 5. 安全专题：信息安全全年机会，看好军工中长期投资价值

安全专题包括信息安全、军工和相关制造业。从 2020 年 11 月至今，安全专题基本包括共有 8 篇行业深度和投资策略报告。主要观点有：军工行业中长期投资价值坚定看好，建议关注业绩增长持续性强的航空总装类、电子信息化及北斗卫星产业相关标的。信息安全领域全年机会，现在是较好得投资期。目前这一阶段中国制造业正在由大变强，向高端倾斜，制造业明星企业已经走向伟大。具体推荐逻辑和标的如附表 25。

“安全”一词在十四五规划中出现多次，既涵盖了传统的政治、经济、军事、科技、文化、社会安全，还包括网络、数据、数字生态、生物、生态、物流、信息基础设施等非传统安全领域。十四五规划将“安全”提升至与“发展”同等重要地位，首次把“统筹发展和安全”列入指导思想。我们后续会做进一步研究。

图 13：安全的涵义更广：传统安全+自主可控+网络空间治理



资料来源：《5 年黄金发展期，21 年景气度双击——信息安全行业 20 年及 21Q1 回顾》，申万宏源研究

## 6. 附表

## 资产配置专题

附表 1：资产配置宏观相关报告及主要观点

时间	报告标题	主要观点
2021.5.27	人民币快速升值会持续吗？	美元走弱放大人民币升值感知。制造业强劲复苏推升有效汇率。人民币年内或将延续升值路径，但升值并非一蹴而就，预计至年底人民币兑美元升至 6.3-6.4 附近，年内空间相对有限。央行无意改变基本面决定的汇率长期方向。人民币长期升值也并非一蹴而就，实际上要等到国内经济结构的根本性问题——地产市场结构性泡沫问题的明显改善，才可能迎来一轮人民币的快速升值过程，而在此之前，仍是波动中稳步前行。人民币汇率的长期方向仍应关注中国制造业高级化的历史进程。
2021.5.12	人口数据凸显三大失衡：老龄化、少子化、不平衡的城镇化——第七次全国人口普查解析	第七次全国人口普查数据，呈现出我国人口结构和经济发展模式、结构之间的相互影响与相互牵制关系。其中，老龄化如预期加剧，儿童占比提升趋势不明。老龄化重塑长期供需结构：延迟退休势在必行，老年人也可以消费升级。疫情影响短期生育率不必过虑，高房价的经济约束更需重视。从不平衡的城镇化到普遍性的城镇化。
2021.5.11	通胀“极限挑战”：是“货币现象”还是“预期博弈”？	08 年之后，再无“长期货币现象”。是全球广泛参与的供需两侧日趋极端的“预期博弈”在推升通胀。供需博弈的主战场在制成品——大宗商品价格。疫情冲击有多深，博弈服务消费强劲恢复的力量就有多大。保住“供给侧结构性改革”的成果，避免价格过快上涨冲击商品消费升级的良好复苏格局。
2021.4.29	“拜登加税 2.0”真的能“劫富济贫”吗？——《美国家庭计划》的来龙去脉	美国时间 4 月 28 日，拜登推出《美国家庭计划》，并计划向富人加税。为何通过加税融资：杠杆过高，劫富济贫。加税力度低于预期，或为一揽子计划顺利通过做出妥协。计划目的：短期结构性刺激消费，长期增加中低端就业。与加税伴随的潜在的资本市场调整或导致美联储 Taper 时点推迟。
2021.4.20	殊途难同归——中美基建投资与政府杠杆对比研究	<p>轮回：美国加税投基建 vs 中国政府去杠杆。美国：1) 基建现状推升制造业和运输成本，制约制造业升级；2) 过度的货币政策刺激，挤压政府债务空间；3) 通过政策投资干预基建，试图扭转制造业长期趋势性弱化的局面；4) 加税覆盖基建计划支出，但全球主要国家共同国家税难促进美国企业产能回流；5) 拜登选择向企业加税，虽看似影响的主要是边际消费倾向较低的高收入人群，但也将通过资产价格间接影响到居民的当下的消费需求。</p> <p>中国：1) 不走“四万亿”老路，“双循环”元年制造业供需循环是关键；2) “资管新规”后，政府助化解隐形债务风险；3) “双循环”鼓励高效率基建，恰恰不需要政府债务支持；4) 政府去杠杆的可能路径：基建结构优化，或置换存量债务；5) 中国基建的“不可能三角”以及与“双循环”的契合。</p>
2021.3.28	天涯若比邻——“Keep in Touch”系列报告之一	总量领域中，外资客户一方面关注关于中国人口老龄化的长周期问题，同时也关注短期问题，比如说除中国外的新兴市场的投资机会、房地产泡沫，以及债务违约风险的问题。沟通过程中，我们能看出在欧美市场目前资产价格相对高的背景下，外资客户投资新兴市场的占比增加，而在新兴市场中，中国的占比最高，基本在 35%-40% 之间。值得注意的是，这样的配置比例可能已经接近于标配，因此他们对于近期信用风险违约问题以及地产泡沫等极为关注。行业上，中国的消费，制造业以及能源最抓他们的眼球；其中，消费（尤其是电商行业）和休闲服务可能更符合他们的投资偏好。
2021.3.16	“消费+出口”蓄力“双循环”需求侧——2021 年春季宏观展望	“十四五”启动“制造业高级化”转型。海外财政刺激撕裂供需，拉动我国出口。消费蓄势待发：商品持续稳健，服务或迎反弹。投资从回填式过热迅速转向正常节奏。中国政策回归正常化领先海外，但不会过紧。出口+消费蓄力“双循环”需求侧，前低后高趋势显



现。

2021.3.14	美 1.9 万亿刺激：供需撕裂，推升通胀，增我出口——美国近三轮大规模财政刺激全局影响概览	2001 年短暂萧条期：小幅减税，效果微弱。 08 年全球金融危机期：补贴+减税，不抵资产收缩效应。 1.9 万亿：供需撕裂，加速紧缩，拉升进口。
2021.3.5	双循环视角下“十四五”和 2021 年的经济工作重点——2021 年《政府工作报告》解读	“十四五”落实全面促进消费、科技自立自强。2021 年增长目标有序衔接，财政扩张强于预期。对先进制造业给予更大优惠，激发大宗可选商品消费。
2021.3.1	“菲利普斯悖论”再现，美联储何去何从？——全球货币与流动性系列之一	“菲利普斯悖论”再现，财政补贴扭曲美货币传导路径。滞胀时期悖论初现，Fed 无法影响供给，紧缩遏制通胀。全球金融危机后，美联储的操作也更关注通胀。我们预计美联储不必等到经济完全恢复，而是将于 21H2 着手开始制定缩减 QE 的计划，并可能于 21Q4 开始采取行动，将购债规模逐步缩减到 400 亿美元/月。在此之前，根据美联储最新的政策沟通方式，美联储应会提前至 21Q3 开始形成并公布缩减 QE 的计划。而通胀预期的上行，实际上构成了美联储缩减 QE 计划的预期保障。
2021.2.26	油价与通胀：历史与现实的宏观视角——通货膨胀系列专题之二	页岩油革命：油价中枢决定框架的分水岭。需求展望短期改善：疫情缓和服务消费有望稳步恢复。供给增加的前夜：疫情减产尾部+寒潮短期冲击。油价飙升不可持续，不会导致“超级通胀”。
2021.2.22	疫苗进展分化加剧，如何影响全球复苏结构？——大流行与海外复苏结构专题之一	基于接种加速的乐观假设，实现免疫屏障仍需等到下半年。供给、分配、意愿三大约束，年内全球整体免疫较难。接种放慢疫情缓和，海外复苏结构预计分化。工业生产：过度补贴是工业生产恢复最大掣肘。服务业渐进恢复，上修海外 21H1 和全年 GDP 预期。
2021.2.17	美元、原油、黄金“倾斜的三角”——春节期间全球宏观回顾	美元指数震荡向下，因全球市场上修非美国家增长预期。原油需求预期稳定，寒潮冲击供给助推油价大涨。原油供给的紧张未来预计趋于缓解，从而原油价格的未来走势可能和美元指数有一段时期的脱钩，近日油价或达到了阶段性高位，后续下行风险有所上升。黄金和美元同跌，全球经济和有序 QE 风险下降。国内服务消费分化，美重估对华政策，CNH 平稳上行。
2021.1.27	脆弱螺旋——全球宏观展望 2021	2020 年疫情冲击只是全球经济中很多结构性问题集中爆发的一个导火索，长期“危机—泡沫循环”才是本质。回顾 2020：实体+政策、短期+长期脆弱性总爆发。展望 2021：进退维谷，脆弱复苏。
2020.12.22	明年会有两次降准吗？可能都不够——申万宏源宏观·“格物”系列之二十三	央行操作明年的货币政策操作目标所对应的“重回中性”的 M2 和社融增速水平。不急转弯：明年目标是中性而非紧缩。“扩表的再贷款再贴现”之预期扰动。两次降准+适量 MLF 净投放是一个合理的政策选择。我们认为，明年同样采取“缩表的降准”来代替大规模的 MLF 净投放是完全可行且必要的。
2020.12.19	战略安全提升到史无前例的高度——2020 年中央经济工作会议解读	12 月 18 日中央经济工作会议召开，提出八大重点任务，强调发展和安全，特别是多个层面的安全性，在今年的中央经济工作会议中被提升到了史无前例的高度。即将全面建成小康社会，要继续艰苦奋斗。科技和产业链安全领衔重点任务，以开放促安全。宏观政策连续稳定，不急转弯。需求侧管理：优化收入分配结构，取消消费行政限制。解决好大城市住房突出问题，有助促进消费。强化反垄断和防止资本无序扩张。
2020.11.27	尽可能长时间实施正常货币政策——20Q3《货币政策执行报告》解读	“双循环”新发展格局下，货币政策长期中性框架显现。2021 年重回中性，重视“稳定宏观杠杆率”的定量目标。“缩表的降准”可能成为明年主要操作方式。年内货币财政政策总量克制、精准有效。人民币升值幅度合理，未来仍需稳定预期。

2020.11.21	中国与 RCEP：“双身份+双循环”的“蝴蝶效应”——申万宏源宏观·“国风”系列之三	我国在 RCEP 中扮演的“双身份”复合角色、以及我国经济转型的“双循环”发展格局，实际上将令 RCEP 与我国的商品供给、需求相辅相成，成为全球贸易的“稳定器”，并有望触发美国重返 TPP、中欧自贸协定谈判加速等一系列全球贸易关系的“蝴蝶效应”。RCEP 令我们看到一些“再全球化”的曙光。RCEP 对我国经济中期影响：国内产业链安全性得到更好的进口关键工业中间品、资本品保障，助力双循环，未来 5-10 年 RCEP 对我国 GDP 增长的综合促进作用可能达 0.2%-0.3%。长期影响：RCEP 签署的“蝴蝶效应”有望仍可拉动我国 GDP 增速 0.1%-0.2%。
2020.11.16	打破五大壁垒，推进以人为核心的城市群发展——“十四五”规划系列研究之四	城市群是畅通空间循环的枢纽，是推动区域高质量发展的核心引擎。城市群发展要突出五大效应。一是突出城市群的资源集聚效应；二是突出城市群的梯度分布效应；三是突出核心城市的辐射引领效应；四是突出城市群要素配置的枢纽效应；五是突出城市群的科创效应。“十四五”期间城市群的发展要突破五大壁垒，实现城市群一体化和高质量发展。（1）推进行政管理体制的一体化，（2）推进统筹规划的一体化，（3）推进要素市场的一体化，（4）推进产业链布局的一体化，（5）推进公共服务的一体化。
2020.11.14	返璞归真 行稳致远——2021 年宏观经济展望	我们预计 2021 年我国经济将成功回到潜在产出水平附近，从疫情冲击和修复的短期应急政策框架和“投资+出口拉动”的暂时性需求恢复结构中走出来，全球率先实现经济结构的优化和长期政策框架的回归。从总量到结构意义上，2021 年均将成为“双循环”新发展格局和“十四五”规划的良好、重要的开端。
2020.11.2	推动金融、科技和产业良性互动 打通供给端循环——“十四五”规划系列研究报告之二	推进金融、科技和产业的良性循环是畅通我国供给端循环，提升科技创新和产业链竞争力的关键所在，是形成国内大循环的重要内容。“十四五”规划突出创新在我国现代化建设全局中的核心地位，突出以创新推进产业基础高级化、产业链现代化，突出以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求

资料来源：申万宏源研究

附表 2：资产配置策略相关报告及主要观点

时间	报告标题	主要观点	投资建议
2021.5.21	还原会计制度变更扰动，寻找年报和一季报的真实景气线索	新收入准则显著影响了 2020 年不少企业的财务报表。以“仓储运输费”为例。旧收入准则计入“销售费用”，新收入准则被计入“营业成本”，虽最终不影响利润端，但却容易使市场过度解读成本端压力对于毛利率的挤压效应以及上市公司控费的力度。这一指标来看：大宗商品价格上涨主导周期板块盈利能力改善，管理费用率下行所体现的控费影响有限；而对于中游制造、消费和成长板块，盈利能力真实改善的同时，控费因素有正面贡献，但不能解释全部的改善，供需格局改善同样有推动。	
2021.5.9	脱困提前验证，行业特征鲜明——2020 年报、2021 年一季报 A 股小企业财务表现跟踪	经历三年“泥沼”，小企业迎来基本面爬坑第一年。我们认为小企业基本面修复尚处于早期。不同行业小企业的基本面修复进度有差异。上游周期（尤其是化工、钢铁、有色）、部分先进制造（电气设备）、部分成长行业（计算机、电子）的小企业体现出了较强的盈利能力改善和积极扩张的意愿。	看好全年小企业风险偏好回升的同时，推荐周期、中游制造、稳定（公用事业、交通运输）、成长（电子、通信、计算机、传媒）在这些行业做适当的偏离和选股下沉。
2021.5.6	“申万宏源十大金股组合”——2021 年第 5 期：5 月 1 日-5 月 31 日	本期策略判断：强势震荡延续。 配置建议：一季报验证高景气的方向主要是：电气设备、医药生物和电子。另外，五一假期结束后，服务业板块短期可能有利好兑现的调整，但中期景气犹在，我们保持推荐。	首推“铁三角”：大华股份、平安银行、华友钴业。除此，十大金股组合还包括：长江电力、东方财富、南玻 A、杉杉股份、司太立、芒果超媒、龙湖集团（港股）

2021.5.6	冰火两重天——A股 2021年一季报&2020年 报分析总结	<p>复苏强度：量价齐升。盈利能力：ROE 超越疫情前水平并创下 2019 年来新高，高点可能出现在 21Q3。PPI 与毛利率：食品饮料/家电/机械设备等行业毛利率压力较大。现金流：投资性现金流出创 5 年新高。资产减值：资产减值与商誉减值金额双双回落，小公司资产减值压力出清更加明显。产能利用率：连续两个季度上行并创下历史新高。供需格局：有色金属/电子当前需求旺盛且潜在供给压力较小。大小公司景气对比：小公司复苏弹性凸显。</p> <p>行业景气：冰火两重天，关注景气修复仍有空间的服务业和计算机。</p> <p>周期：“量价齐升”带动 21Q1 业绩爆发，21Q2 景气度有望维持高位。</p> <p>中游制造：军工电子/机械设备/电源设备高景气，但毛利率存隐忧。</p> <p>消费：医药/食品饮料高景气，服务业消费修复仍有空间。</p> <p>成长：电子/广告景气度占优，计算机应用/传媒尚未恢复至疫情前水平。</p> <p>金融：银行 5 年来首现拨备反哺利润，保险新单增速短期承压。</p> <p>稳定：港口高景气，燃气/水务稳定修复，机场持续恶化</p>
2021.4.30	“五问”拜登财政组合拳——全球资产配置热点聚焦系列之八	<p>1) 拜登政策落地节奏对资产价格影响：推升美债收益率；利好美元；美股市场波动可能加大，结构上，从科技成长向顺周期价值风格转变。A 股和新兴市场一方面要关注流动性压力，另一方面关注美国基建刺激对相关结构性机会。中期对大宗商品需求有一定的推升作用，但外溢效应有限+其他大宗商品需求周期性需求回落压力，投资需求进入下行周期，预计整体提升幅度相对温和。2) 短期仍需警惕资本利得税的推进将加剧风险资产波动性。对于 A 股而言，海外资金趋势性流入空间相对有限，甚至可能阶段性受到美股波动加剧的负面情绪冲击。</p>
2021.4.27	经济修复进入下半场，关注中下游价格传导能力与小企业扩产情况——申万宏源关键假设表调整与交流精粹（2021 年 5 月）	<p>名义增速逐季下行背后的真实感知：上半年经济可能没那么好，下半年则可能没那么差。PPI 上行趋势中，从历史复盘角度来看，偏中上游行业的原材料和服务业的毛利率与 PPI 呈现比较强的正相关性，比如有色金属、钢铁和交运；而中下游的制造业则由于无法充分转嫁原材料上涨的压力而导致毛利率受损，典型的行业包括家电、计算机、纺织服装等。策略分析师观察到，2020 年疫情之后大量金融资源在小公司沉淀，对应为筹资性现金流大幅改善，这些小公司在盈利修复阶段是否存在扩产能行为以及这一行为对于行业竞争格局带来的变化值得重视。综合各行业反馈，小企业的投资情况在医药、化工、新能源汽车等行业正在发生，但是同期大企业扩产能更加明显，行业格局并未出现较大变化。</p>
2021.4.24	边际加仓后疫情复苏资产、减仓中游制造——2021Q1 公募基金持股分析	<p>总量视角：短期调整并未显著放大赎回压力。板块配置：毛利率边际受损于通胀上行的中游制造被明显减仓。行业配置：上游周期与服务业消费均获加仓。估值比较：核心资产性价比未有效改善。21Q1 “核心资产”头部公司持仓依旧稳定。“核心资产”高估值问题有缓解，但仍待消化。公募基金风险偏好依旧处于较高水平。</p>
2021.4.14	复盘：中证红利相对收益的 4 种情况及逻辑——高股息策略系列报告之一	<p>滞胀+结构困局背景下，2021Q2 高分红板块的相对收益预计还能持续，不过剩余时间已经不长；对于绝对收益投资者，由于缺乏持续主题事件催化，高分红的防御能力终究有限。我们建议保持低仓位，精选高分红内部的结构，耐心等待新的基本面线索和核心资产更高性价比的位置。结构上，短期“另辟蹊径”效果不错，我们继续从中期推荐破净央企（这也是高股息策略绝对收益的一个落脚点）和小盘股估值修复的投资机会，也保持对服务业后周期复苏机会的中期推荐。</p>
2021.4.11	大树底下真的好乘凉吗？——申万宏源策略数字专题系列之平台反垄断	<p>回溯反垄断对互联网巨头影响，诉讼风浪短期影响最大的是公司股价和因大额罚单或业务等调整带来的短期利润影响。长期影响最大的是公司的估值，尤其是公司的资本扩张收购并购等行为。在中国的要素市场化改革之中，数据已经列为五要素之一，未来数据也将成为公用事业的一部分。我国有大量的数据资源规模基数的同时也拥有全球较快的数字资源增速，数据很有可能成为继人口红利后，我国在长期发展中争夺话语权的又一优势。</p>



2021.4.1	“申万宏源十大金股组合”——2021年第4期：4月1日-4月30日	<p>本期策略判断：弱势市场，耐心等待新的基本面线索出现。</p> <p>配置建议：建议守正为先，围绕2021年一季报高增长的方向选股，主要是顺周期和服务业；中期内，继续看好低估值行业的估值修复机会：银行、房地产和建筑装饰。</p> <p>未来一个月，申万宏源首推“铁三角”：德赛西威、长江电力。除了“铁三角”，十大金股组合还包括：山西汾酒、万科A、平安银行、中材国际、太阳纸业、长春高新、同程艺龙（港股）</p>
2021.3.31	碳中和下各行业的实现路径如何？一季报超预期子板块可能成为全年决胜方向——申万宏源关键假设表调整与交流精粹（2021年4月）	宏观债券分析师对于央行降准操作看法不一。此外，关注服务消费的改善弹性，推荐地产后周期产业链。碳中和背景下，策略分析师提示，单纯地去碳排放产能可能打破部分行业供需紧平衡，从而导致价格大幅上涨。结合各行业，节能设备领域的投资可能是制造业投资中局部超预期、但市场尚未关注到的方向。
2021.3.30	关注“低估值央企”的估值修复潜力	伴随着业绩期的临近，央企上市公司更加积极主动的沟通，有望成为其估值修复的催化。估值在投资决策中的重要性正在回归。我们建议关注『低估值央企』的估值修复潜力。选股思路，市净率小于1是核心。
2021.3.18	政策更温和，市场更绵长——2010-11复盘对当下A股投资的启示	紧缩预期是2010春季躁动缺席的重要原因，这和2021年如出一辙。但和11年前相比，2021年的宏观环境不同，使所谓的紧缩会很“温柔”。短期内经济展望快速上修，但也要警惕复苏的不稳定不平衡带来的次生灾害。海外流动性在可见未来有望保持宽松。当下的顺周期行情，完美复制了2010Q4-2011Q1的故事。美债利率上升压制核心资产估值，但不宜对市场总体过度悲观，结构性机会尚存。最后，但最为重要的是：2010和2021年中美面临的宏观环境可能对调。
2021.3.17	龙头股复利回报的纵横演绎——策略复利回报率体系构建	龙头股“长期”具有研究价值。客观+主观构建“龙头股”标的池，多角度预测标的公司未来价值。纵向比较，短期复利受股价变动影响较大。横向比较，中国建筑、上海机场及腾讯控股等公司复利回报相对较高。
2021.3.17	顺周期赢在当下，科技仍是未来主战场——2021年2季度港股行业配置展望	<p>业绩：顺周期赢在当下，服务业有望接力制造业吹响复苏“最强音”。估值：高度分化但并不极端。后续的资金流入规模与节奏：乐观预期存量公募加仓空间仍有近7000亿，但增配港股节奏大概率呈现聚沙成塔的特征。政策：第二上市公司或将成为南下资金的蓝海，下面面临的困局、决心和可行性建议。市场交易特征：顺周期走强阶段，港股凭借低估值优势呈现高弹性。</p> <p>根据行业比较五因子模型，建议配置两大方向：（1）顺周期赢在当下：低估值的金融/地产、服务业中的航空/社会服务（博彩/酒店/旅游）；（2）科技仍是未来主战场：医药/传媒/计算机/社会服务等方向需要重点关注</p>
2021.3.16	博采众长——2021Q2沪港深行业对比展望	<p>中短期围绕着“基本面+估值+筹码+政策+市场交易特征”这五大要素进行分析：21Q2A股和港股通均选择后疫情时代的服务类可选消费（休闲服务、交通运输）；除此以外，A股优选顺周期全球定价的有色和化工、港股通优选顺周期的低估值金融地产。长期关注行业赛道：各大证券交易所开启“新经济公司”争夺战。关注渗透率从0到1、国产化率从0到1、中国品牌出海从0到1的行业：如智能驾驶、物联网、区块链、数字货币、独居经济、女性消费、在线教育、碳中和、内容APP、消费电子、线上快时尚和智能装备以及配套的跨境物流服务。</p> <p>其中，A股科创板50和港股通科技是个值得重点关注的领域；同时如果未来陆港通与第二上市公司的闭环打通，优质的新经济第二上市公司将成为南下资金的下一片蓝海。</p>
2021.3.16	走出泥沼，初露头角——2021“百家争鸣”之掘金小盘股	<p>2016年往前的10年间，小盘因子曾是A股最有效的因子之一。小盘风格弱化，根源确实是自身基本面出现了较大瑕疵，逆境反转故事不再诱人。然而站在2021年，小盘股基本面正走出泥沼。</p> <p>两个相对收益窗口：【2021Q2】经济过热、2020年报验证小盘基本面拐点，布局顺周期小盘股；【2021Q4】国内经济走弱、国内外流动性可能再度宽松、成长业绩相对占优，布局成长板块小盘股。两条选股思路：1）“三高模型”提前识别能扩张</p>

		的小盘股。2) 挖掘强基本面消化估值能力的次新股。
2021.3.16	漂亮 50 泡沫破灭前后的资产配置启示——2021 年春季全球资产配置投资策略	战术资产配置方面，二季度我们继续循着美债实际利率回升、全球通胀上行的主线进行资产配置；大类资产排序为大宗商品>股票>债券；其中，中债>美债；欧股>美股>港股、新兴市场>A 股；工业金属>原油>黄金；同时建议增加现金、美元配置对冲波动风险。
2021.3.15	百家争鸣——2021 年春季 A 股投资策略	<p>大势研判结论：21Q2 “总量冷、结构热”，优先解决结构性问题，核心资产修复性价比带动市场回调，但“非核心资产”选股正当时。21Q3 宏观格局不及 Q2，国内经济走弱 + 等待宽松；海外经济预期区域明确 + 政策正常化预期发酵，市场仍需磨底。21Q4 以经济结构问题(重点还是房地产)缓和、没有宽松约束为前提，衰退期投资不是坏事。Q4 核心资产 + 景气科技 + 景气小盘股分母端逻辑改善，支撑市场反弹。</p> <p>21H1 顺周期和低估值风格占优，21H2 成长和核心资产重新跑赢。具体到行业推荐上，21H1 顺周期投资布局三大结构性改善：海外供给恢复驱动原材料补库存，化工(包括大炼化)和工业金属受益；制造业投资增长有韧性，细分设备(机床、注塑机，光伏、锂电、半导体设备，工业机器人等)受益；房地产竣工加速，家用电器和轻工受益。核心资产调整，配置资金可能阶段性转向资金承接能力强的低估值，银行、房地产和建筑装饰 21Q2 可能有向上脉冲的机会。21H2 相对业绩趋势占优的行业主要是传媒、通信、电子、电气设备、汽车、家用电器和计算机。全年来看，21H2 修复空间大。关注休闲服务、文化传媒、航空和机场的投资机会</p>
2021.3.14	浓缩的都是精华——申万宏源策略解读十四五规划主要变化	<p>《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，经济目标数量和强制性量化均减少，增加安全保障大类指标。三大新增篇章：数字经济+安全中国+双循环。篇章组织角度，人口强调显著，制造业位次提前，部分原十三五章节删除。</p> <p>给出十四五规划主要关注点包括：数字经济、碳中和、新能源、装配式建筑、智能交通、智能物流仓储、工业互联网(高端工业机床、工业机器人)、创新药、新材料、半导体</p>
2021.3.2	复盘 2011H2：转型的代价——A 股年度复盘系列之六	券商集体看多 2011H2，可“经济-政策交谊舞”不再有效。看错的背后：告别黄金时代，选择一条新的道路。三季度：铁索连舟，世界经济共振下行。全球化获利不均：民粹崛起埋下伏笔，贸易摩擦初露端倪。四季度：站在 L 型的起点，选择一条新的道路。转型的代价：发展直接融资，股市流动性承压。
2021.3.2	复盘 2011H1：踩下急刹车-A 股年度复盘系列之五	一季度：紧缩周期开始，并不必然导致市场下跌。二季度：踩下急刹车，硬着陆风险隐现。等不到的贷款，民营经济的生死时刻。
2021.2.25	复盘 2010H2：通胀这柄双刃剑——A 股市场年度复盘报告系列之四	三季度：从加息到 QE，在失望中凝聚共识。四季度：成也通胀，败也通胀。以史为鉴，大宗商品牛市是柄双刃剑。纵览 2010 全年，行业指数不显山不露水，但个股表现精彩纷呈。和创业板一样，科创板在长周期视角下必将诞生伟大公司。
2021.2.25	复盘 2010H1：被打断的紧缩周期——A 股市场年度复盘报告系列之三	一季度：过热迹象初显，没有躁动的春天。在流动性预期方面，2010 年初和 2021 年初十分相似，然而今时不同往日。二季度：地产调控+欧债危机，全球股市共振下行。以史为鉴，永远别低估一场危机的后遗症。我们或许已经处于人民币新一轮长期升值之中了
2021.2.10	自下而上寻找专精特新“小巨人”	经过我们梳理，第一批和第二批“小巨人”企业分别为 248 家和 1744 家，其中分别包括 27 家和 133 家 A 股上市企业。以上合计 160 家入选“小巨人”企业的 A 股公司主要特征总结如下：1) 中小市值特征明显，且行业分布集中于中游制造业。2) 营收和利润增速较高。3) 盈利能力较强。

2021.2.5	美元、美债利率回升对资产配置影响几何？——全球资产配置方法论系列报告之六	<p>近期美国长期国债利率出现加速回升，未来仍有周期性回升空间。美国版 MMT 下美元中长期看空方向不变，但 2021 年美元指数存在战术性反弹压力。当前背景下，我们认为：1) 估值周期：权益资产估值不便宜，潜在波动风险加大。2) 商业周期：全球基本面修复仍有较大的空间，中期来看顺周期资产的基本面趋势仍有支撑。3) 货币政策周期：QE 实际削减的动作最快也要等到 2021 年下半年，而美债短端利率仍将维持低位。未来 3-6 个月的大类资产角度建议：大宗 &gt; 权益 &gt; 债券。；A 股结构上建议进一步聚焦基本面趋势继续回升的方向，看好受益于全球特别是美国经济修复的出口产业链方向和长期景气度较为确定的科技+制造方向</p> <p>当前 A 股市场的长期性价比和部分市场特征神似 2018 年初，短期紧缩预期发酵，市场产生了 2021 年可能成为 2018 年的悲观预期。2021 年是小年，但不会成为 2018 年。短期回调真实的触发因素，一是海外 Risk-off，二是国内流动性阶段性收紧，短端利率飙升，这两个因素的缓和都可能很快出现；中期我们依然认为，宏观流动性全面收紧的时机未到，优化资金流向才是政策重点。这一次可能是“2-3 月圆弧顶”，我们对 2021Q2 谨慎，风险偏好会回落，但幅度相对 2018 年更小。</p>
2021.1.29	2021 年是小年，但不会成为 2018 年——比较 2021 年和 2018 年 A 股市场环境的异同	<p>美国地产量价齐升正当时。但美国很难再度开启一轮类似于 2000-2007 年由居民大幅加杠杆带来的地产热潮。另外，有加杠杆空间不代表有加杠杆的意愿和能力。在“富人”改善型购房的背景下，房产税的设置也限制了购房的无限扩张。我们可能在 2021 年 7 月~12 月，也就是 2021 年下半年观察到 CPI 中住房租金分项的大幅上涨对美国 CPI，尤其是扣除了食品和能源分项的核心 CPI 的推动作用。</p> <p>1) 受益于美国地产投资周期及销售后周期的出口产业链。受益行业：机械设备、电力设备、化学品、家具、计算机、原材料等。</p> <p>(2) 大宗商品价格边际提振。</p> <p>(3) 也建议关注抗通胀品种：如通胀保值债券、黄金等受益于通胀上行的资产。</p>
2021.1.28	三问美国地产：长期持续性、对通胀的影响及资产配置机会如何？——全球资产配置热点聚焦系列报告之七	<p>尽管民主党横扫的局面有助于其支持的立法通过，但并不意味着有关议案能够畅通无阻的获得通过，奥巴马执政时期大量立法辩论被迫终止。其次，2011 年由于债务上限谈判面临国会的阻挠迟迟未能解决，美债信用一度遭遇危机，引发资产价格的剧烈波动，我们需要密切关注 2021 年中的债务上限谈判。最后，除了金融危机后的第一年，奥巴马执政期间总体实行相对紧缩的财政政策，美国经济一度受到拖累，最终使得民主党在不断的丢失在国会中的话语权。短期来说，防疫和恢复经济仍是拜登政府当务之急，财政刺激继续加码概率依然较高，继续利好全球顺周期资产。2021 年核心资产继续扩大估值概率较低，但仍不乏结构性机会，建议三大思路布局：</p> <p>(1) 可穿戴设备、VRAR、智能家居、智能汽车、工业互联网等“硬件+数据”的方向或许更值得我们去深度挖掘。</p> <p>(2) 六条思路寻找顺周期中的 Alpha：1) 推荐已经具备世界竞争力或正在打入高端供应链的工程机械、通用机械、化工以及新材料细分领域个股；2) 龙头“二次起跳”，产业集中度继续提高，推荐化工各细分领域、有色金属、光伏、造纸领域龙头；3) 打破规模不经济，推荐顺应政策趋势、技术仍在不断成熟的装配式建筑领域个股；4) 具备国企改革基因、低估值的周期行业个股；5) 民营资本进入垄断市场，推荐中长期成本受益、产能投放一体化的大炼化个股；6) 灵活转变下游结构，推荐产品高端化、下游向消费属性转变的钢铁行业龙头。</p> <p>(3) 最晚 2021 年下半年，一些纯 Beta 属性更强的周期股可能由于极低的估值得到关注，比如银行、保险、地产、建筑等</p>
2021.1.20	奥巴马执政期间“Blue Sweep”对当前有何启示？——全球资产配置热点聚焦系列之六	<p>未来我们看好具有以下 6 个特征的个股能够脱颖而出成为“破局者”：</p> <p>1) 中国制造从进口替代走向世界，推荐已经具备世界竞争力或正在打入高端供应链的工程机械、通用机械、化工以及新材料细分领域个股；2) 龙头“二次起跳”，推荐化工各细分领域、有色金属、光伏、造纸领域龙头；3) 商业模式转变、打破规模不经济，推荐顺应政策趋势、技术仍在不断成熟的装配式建筑领域个股；4) 具备国企改革基因、低估值的周期行业个股；5) 民营资本进</p>
2021.1.14	HEAL THE WORLD——2021 年申万宏源策略观点与各行业展望综述	
2021.1.10	寻找顺周期板块中的 alpha——周期股穿越周期的六大主线梳理	



入垄断市场，推荐中长期成本受益、产能投放一体化的大炼化个股；6) 灵活转变下游结构，推荐产品高端化、下游向消费属性转变的钢铁行业龙头。

2020.11.15	重塑——2021 年全球资产配置投资策略报告	未来 3-6 个月，我们的大类资产配置排序为：权益>工业金属>能源>信用债>利率债，2021 年一季度建议超配权益、大宗、标配现金、黄金，低配债券，二季度开始增加现金和黄金配置以对冲通胀预期引发的波动风险。同时密切关注估值周期指标，如果动态夏普比率、股权风险溢价等指标进入历史绝对低位，则需要考虑执行战术再平衡。 固收类资产：低配发达市场利率债、标配中国利率债，超配新兴市场硬通货债券。权益类资产：标配 A 股、美股，同时超配港股与新兴市场。大宗商品方面：超配工业金属，标配黄金、原油。产品策略：理财净值化大幕开启，重视固收+产品策略布局，重点关注低估值高股息、打新与资产配置再平衡策略
2020.11.13	精选复苏资产——2021 年行业比较投资策略	展望 2021 年，流动性和业绩对于估值的正反作用力是市场关注的核心。2021 年建议投资者在后疫情时期，从两条思路精选景气度复苏的行业：（1）顺周期宏观强相关、等待全球复苏：包括周期、金融、汽车、家电以及机场、航空、传媒等服务类消费行业；（2）宏观弱相关但订单递延（医美、医疗教育信息化、云、安全等）；长期赛道高景气的行业关注：生活工作娱乐场景线上化+5G 应用+新能源汽车+军工。
2020.11.10	努力做伟大时代的幸运儿——“双循环”背景下 2021 年资产配置思考	1) 中国的“双循环”要走出自己的道路；2)、十四五-2035-2050，伟大时代，我们扎实办好自己的事；3) 百年未有之变局，世界秩序重构的预期中，经贸规则、货币体系的重构尤为引人关注；4) 不断走向成熟，我们可能正站在类似美国 1980s-1990s 长牛的伟大时代起点；5) 2020 年投资者经历了类似 2008-2009 的预期反转，行情跌宕起伏；6) 2021 年的市场或许将与 2010 年有神似之处，但又必然有所不同；7) 直面所有投资者的核心困惑：“茅台们”还能买吗？8) “漂亮 50”是个著名泡沫，但也是个伟大时代的代名词
2020.11.9	进退有度——2021 年 A 股投资策略	1) A 股处于战略机遇期的长期观点不变：人民币资产在全球资产配置中的权重可能长期提升。2) 2021 年大势研判结论：备战过热期投资，2021Q2 开始的关键词是“业绩消化估值”。岁末年初海外不确定性消除 + 美元流动性宽松 + 2021 年复苏到过热预期差消除，先把握当下。3) 业绩“低基数 + 高增长”难成为主要矛盾，周期定位的实际情况对市场影响更大：2021Q1 复苏期投资，只争朝夕；Q2-Q3 过热期投资，业绩消化估值，其中 Q3 还需警惕滞胀风险。4) 总结 2021 年基本面趋势判断，形成盈利预测：非金融石油石化归母净利润同比逐季回落，但更反映实际基本面情况的盈利能力指标可能在 2021Q3 前持续改善。5) 周期项“看开头知结尾”，2021H1 复苏到过热的预期差可能很快消除；把握趋势项对 2021 年依然至关重要：聚焦核心资产仍有可为，不同行业各有侧重。6) 2021 年抵抗周期向下的力量——结构性支撑风险偏好的三个因素：“十四五”规划落地执行；美国大选终会落地，中美摩擦缓和可期；居民资金增配权益是趋势。7) 港股和 A 股配置价值的比较：港股低估值可能是一种错觉，陆股通 PE/港股通 PE 已处于 2015 年以来的低位。港股相对 A 股优势在于差异化的核心资产和周期板块低估值。2021 年交易全球复苏，港股周期股弹性可能大于 A 股。8) 顺周期轮动可能在 2021Q1 完成，中短期的重点是后周期(汽车、家用电器)和低估值(银行)。2021Q2 开始关注“业绩消化估值”中能“看长做短”的方向或成为结构选择的重点：核心资产再聚焦(白酒、医药生物、休闲服务) + 景气科技(消费电子、新能源汽车、自主可控)可能延续中国式慢牛。

资料来源：申万宏源研究

### 附表 3：资产配置债券相关报告及主要观点

时间	报告标题	主要观点	投资建议
2021.6.8	隔夜逆回购维持高位有何启	近期美联储隔夜逆回购用量激增，单日峰值已创下金融危机后新高。联储延续扩表节奏同时叠加	

示？——债市海外环境分析系列报告之九

负债端 TGA “泄洪”，由此导致流动性向准备金及隔夜逆回购两大科目聚集。6 月 FOMC 释放明确缩减购债信号的概率仍然不高，更大可能是在政策端微调以调节市场流动性。美债观点方面，继续关注我们此前提示的 6-8 月政策窗口期，尤其警惕三季度货币政策收紧预期叠加通胀预期上行对美债的带动。继续维持年内 10Y 美债收益率看到 2% 的观点不变

2021.5.23 2020 年钢铁行业基本面继续改善，整体偿债能力较强——产业债行业比较系列专题之十八

2020 年钢铁行业营收和净利润小幅增长，Q1 增速创历史新高。多数企业经营指标向好，负债率整体小幅上升。钢铁行业整体偿债能力进一步提高，但需关注极端情形下企业直接融资渠道受冲击。

2021.5.14 2020 年发债主体基本面及偿债能力有所改善，建议配置中游制造业——产业债行业比较体系专题之十七

2020 及 2021Q1 全部发债主体盈利周转均好转，偿债能力有所提升。全部发债主体基本面的来看，ROA 结束下降趋势，出现回升。Q1 国企资本结构环比改善，民营主体债务结构仍然不佳。

行业比较与配置策略：Q1 各行业财务评分整体改善，推荐机械、化工行业内盈利获现能力较好的主体。

2021.5.12 上半年稳字当头为经济恢复留出窗口期，继续关注经济预期变化，下半年收紧力度或强于上半年——央行一季度货币政策执行报告点评

1) 对于下一阶段政策思路，为巩固经济恢复成果，以稳为主。2) 总体来看，当前贷款利率仍处于低位，且新增贷款规模持续偏强，社融结构中也可以看到，一季度政策对实体贷款融资的支持力度维持偏强，政府债券及企业债融资边际走弱。3) 关于通胀，输入性通胀影响未完。

继续维持此前给出的债市短中长期判断不变。当前债市第三个波段仍在演绎中，即 3 月至 2 季度债券收益率拐头回落主要带动因素是：紧信用信号明确+经济数据名义增速冲高后面临回落+风险资产走势偏弱+投资者强化对下半年经济下行预期。5 月和 6 月的重点是观察这个波段何时结束。同时，我们对下半年债市维持偏谨慎的观点不变。

2021.5.11 如何看待美债收益率阶段性盘整？——债市海外环境分析系列报告之八

4 月以来中长端美债收益率趋于盘整，期限利差同样高位回落。我们认为当前盘整格局主要受市场流动性整体改善，通胀预期趋于缓幅上行，以及市场对美联储货币政策收紧预期边际修复等因素带动。展望后市，当前格局在美联储 4 月会议后有望延续：短期内美联储释放缩减信号的概率进一步降低，后续时点重点关注 6-8 月，同期内美国群体免疫完成也将对实际利率形成带动。继续维持年内 10Y 美债收益率看到 2% 的观点不变。

2021.4.16 已经出现的紧信用信号有哪些？——敏思笃行系列报告之三

紧信用信号的几点确认。此前我们提示两个衡量紧信用的指标，第一是社融，第二是实体融资成本。三是信托新的监管下发。四是严查消费贷、经营贷。五是两会对于财政和货币政策的定调比去年边际收紧，政策重点切换为宏观稳杠杆、防风险。对于地方政府债务风险的防控升级，近期地方债务风险防控相关政策及表态较为密集。目前第三波段仍在演绎中。对于债市后市，我们继续维持 2020 年 Q4 至 2021 年底市场的方向及四个波段走势的判断不变，3 月至 2 季度为第三波段，对债市无需过度悲观，可适当布局波段机会，期限利差仍有压降空间。同时继续维持对下半年债市谨慎的观点不变，下半年重点关注经济、通胀及政策收紧超预期的可能。

2021.4.13 3 月以来为何市场“预期的利空”没有成为利空？——敏思笃行系列之二

我们看多 3 月至 2 季度债市波段机会的主要逻辑：1) 在市场对经济预期都非常乐观的情况下，预计经济难超预期甚至低于预期。2) 紧信用推进，无论信号还是数据佐证紧信用，对风险资产利空，对债市利多，因为紧信用推进意味着社融和经济下行压力更大。3) 3 月至 2 季度大宗价格回调，通胀预期阶段性缓解。除此之外，还有就是资金从 2 月至今整体处于宽松格局。当前继续维持 2020 年 Q4 至 2021 年底市场的方向及四个波段走势的判断不变，维持 3 月至 2 季度为第三波段的观点不变，本波段 10 年国债收益率低点预计到 3% 左右。

2021.3.18 危中有机——2021 春季中资美元债及地产债投资策略

21 年中资美元债展望：预计 2021 年内周期性因素继续反弹、长期因素受就业及服务消费复苏带动缓幅回升，经济边际复苏+通胀预期抬头将推动美债收益率上行，预计 2021 年 10Y 美债收益率将上行至 2.0% 水平，中资美元债有所走弱。投资策略：预计 21 年资本利得贡献有限，中资美元债票息为王，布局较好、财务较稳健的地产大中主体值得关注。对于盈利羸弱、杠杆高企、严重依赖短期融资的主体仍应谨慎。

2021 地产债展望：在 2021 年信用利差整体面临走扩压力，“三道红线”监管收紧背景下，地产

债利差面临一定走扩压力。但长期来看，在“三道红线”限制下，无序竞争将减弱，行业基本面将更加平稳。行业整体的利差中枢将下行。地产债主体走势继续分化，精细化择券。关注前期扩张激进、土储分布不合理（三四线布局集中、北方区域布局集中）、对非标依赖度大、债务结构不合理房企风险。

2021.3.18 2021 年：补库未完，从被动到主动

重点关注行业：1) 煤炭油气产业链补库情况，具体行业：石油、煤炭及其他燃料加工业、化学纤维制造、纺织服装、文体用品、化学原料及制品；带动因素：原油及大宗价格中枢上行、下游对口的纺服、医药、文体用品、汽车等消费反弹；

2) 产业链 1 库存有望维持高位甚至进一步上行，具体行业：汽车制造、通用设备、专用设备、运输设备制造、有色黑色冶炼、金属和非金属制品等。带动因素：下游需求以地产、基建以及制造业为主，2021 年需求较为稳健，但该产业链主要产成品库存已处中高位置，预计延续高位震荡；此外，食品制造和农副食品加工当前库存不高，仍有补库空间。

2021.3.17 美债收益率还能飙到多高？

预计 10Y 美债收益率年内先看到 2%，尤其关注下半年快速上行风险。重点看两大关键变量：疫苗推进进展、美联储对于缩减购债的信号释放。从时点看需关注 6-8 月美国群体免疫提前完成对于市场预期的带动，一起市场对于美联储 taper 的预期不断强化。同时需警惕若下半年疫苗推广顺利叠加四季度增量财政刺激继续落地，通胀预期可能继续冲高，对应美债收益率仍有快速飙升可能。

2021.3.17 分化加剧，步履维艰——2021 年春季城投债投资策略

展望 2021 年，预计在政策偏紧、融资分化的格局下，城投有息负债增速面临下行。2021 年对专项债的监管趋严，预计向高负债区域倾斜力度变弱

2021.3.17 左右为难，票息为王——2021 年春季产业债投资策略

我们建议 2 季度逢低减仓中高等级品种，落袋为安，行业配置逐渐由建筑公用等防御性板块转向中游制造业，变相资质下沉，以更好的防御利率上行风险，在警惕“僵尸”国企的信用风险的同时关注被错杀的强周期行业优质主体。行业配置上，我们建议下半年重点配置机械设备和化工行业，强周期板块精选个券，重点关注盈利获现能力，煤炭债须优中优选，关注被错杀的优质钢铁债，优选盈利获现能力强的国企主体。

2021.3.16 债熊未完，关注第三、第四波段——2021 年春季利率债投资策略

四年判断：2018 年是布局年、2019 年是收获年、2020 年是过渡年、2021 年是反转年。2021 年反转年：反转是相对 2018 至 2020 年上半年这轮牛市的反转，维持 2021 年债券熊市的判断不变。配置型资金：收益率上行，继续增加配置；交易型资金：整体保守策略，顺势而为。

2021.2.25 都在讲“再通胀”，还有啥预期差？——敏思笃行系列之一

目前我们仍维持 3 月中旬至 2 季度债市有波段机会的观点不变，资产价格的演绎从来不是线性的，以下几方面预计将导致 2 季度风险资产有阶段性的下跌压力，目前我们也仍维持 3 月中旬至 2 季度债市有熊市中的波段机会的判断。预计 2 季度呈现的是：通胀数据因基数因素冲高+大宗价格高位震荡调整，该格局下，市场通胀预期难以持续发酵，对债市不算利空。

2021.2.10 2020 年大幅波动最后收涨，2021 牛市难再续——中资美元债 2020 年回顾及 2021 年展望

21 年展望：预计整体走弱，票息为王。一级市场：21 年低等级到期进一步上行，地产再融资压力较大。二级市场：预计 2021 年美债收益率有所上行，中资美元债将整体走弱。

预计 21 年资本利得贡献有限，中资美元债票息为王，布局较好、财务较稳健的地产大中主体值得关注。但是对于盈利羸弱、杠杆高企、严重依赖短期融资的主体仍应谨慎

2021.2.9 2020 年“过渡年”完美验证，2021 年“反转年”开启——利率债 2020 年回顾及 2021 年展望

2020 年：疫情助推了这一轮债市的牛熊切换。2021 年展望：反转年。反转是相对 2018 至 2020 年上半年这轮牛市的反转，维持 2021 年债券熊市的判断不变。预计 2021 年 10 年国债收益率波动区间 2.9%-3.6%，债券市场无单边趋势性牛市行情。关注上半年的波段机会，对下半年维持谨慎。



2021.2.9	发行量大增，信用利差小幅上行，大型企业违约增多——产业债 2020 年回顾及 2021 年展望	2021 年全年以短久期票息策略为主，上半年建议中高等级，下半年资质可下沉。 2021 年上半年建议产业债配置以中高等级品种为主，建议从复工复产后基本面提升较明显的行业中选择杠杆水平和偿债能力评分相对较好的化工、地产、建筑、公用和航运港口等行业进行配置。下半年建议配置当前利差处于历史中高水平，受益于经济超预期，基本面有望持续改善的出口优势行业，如化工、机械、电气设备、电子、轻工、纺织服装、汽车零部件等。
2021.2.8	从天量救助后居民收支、财富结构变化看美国经济、美元与美债走势——债市海外环境分析系列报告之七	从对经济的影响看，对经济的影响：美国居民未来消费能力仍然较强，经济复苏弹性仍在；外需格局有望维持偏强，带动我国出口表现平稳。美元方面，若美国经济持续复苏偏强，近期美元反弹势头可能在上半年延续，但整体中枢上行空间有限。美债方面，实际利率可能需要继续磨底，但通胀预期回升的确定性较高，当前位置继续维持美债收益率趋势上行的判断，高度先看到 1.5%。
2021.2.3	货币政策转向了吗？	2021 年货币政策的判断：双紧格局。对金融市场而言，已经转向很久了 2021 年，继续维持下半年见高点的观点。对实体经济而言，货币政策处于转向的拐点。2021 年社融结构由于受到政府债券的影响较大，建议重点关注贷款、企业债券和非标的走势，尤其是贷款表现更为重要。
2021.1.29	我们对资金利率的分析逻辑及后续走势判断	预计接下来央行会有相应的维稳操作，资金利率有望从当前高位回落，但即使回落，整体的资金利率中枢也不会再回到以前低位。此外，继续观察央行操作，如果只是以短期的逆回购为主进行投放，那么对节后的资金也不要过度乐观。决定资金利率中长期水平的是经济，从全年的资金走势看，我们还是维持 2021 年资金利率及债券收益率将整体上行且下半年高于上半年的判断不变，维持 2021 年 R007 季度中枢将见到 3% 的判断不变
2021.1.22	节前流动性缺口还有多少？央行不同操作模式下资金利率如何演绎？——热点聚焦系列报告之二十七	总结来看，春节前投放规模一般在节前 1 个月左右开启，净投放规模通常在 1.1-1.2 万亿之间，政策环境越宽松时期，流动性投放规模也越高，春节期间资金利率低点越低、波动率越低。综合计算下来看，春节前一个月央行需通过货币政策工具累计投放 1 万亿左右的流动性。
2021.1.13	新政策环境下，仍需关注地产基本面韧性对债市的影响——热点聚焦系列报告之二十六	2021 年地产宏观因素对债市的影响主要有以下两点：一是对地产销售及社融中居民贷款增速不必过度悲观，21 年社融回落节奏仍主要取决于政府债券及企业债券发行量，房贷集中度管理新规对行业总量影响不大；二是地产投资韧性可能继续超市场预期，进而带动经济基本面偏强，尤其需关注下半年地产上下游景气度维持偏强对债市情绪的影响。
2021.1.4	债市对降准不要预期过高——热点聚焦系列之二十五	历史上政策拐弯年份，将 M2 增速简单拆分为基础货币增速+货币乘数增速来看，两者增速的走势往往是此消彼长的。降准之后的一年，货币乘数往往延续上行。2021 年降准不是必要操作，债市对降准不要预期过高，如有也并非宽松信号。
2021.11.26	稳守“大循环”，布局“双循环”——2021 年产业债投资策略	稳守“大循环”，布局“双循环”。2021 年债市反转年，预计全年信用利差整体上行，上半年中高等级信用债或有阶段性机会，下半年中低等级性价比更高。我们建议从复工复产后基本面提升较明显的行业中选择杠杆水平和偿债能力评分相对较好的化工、地产、建筑、公用和航运港口等行业进行配置。经济超预期，“双循环”启动，下半年建议配置当前利差处于历史中高水平，受益于经济超预期，基本面有望持续改善的出口优势行业，如化工、机械、电气设备、电子、轻工、纺织服装、汽车零部件等。
2021.11.26	“三道红线”下地产债投资的危与机——2021 年地产债投资策略	精细化择券策略，关注潜在风险点：（1）土储：土储比例较低且净负债率较高。（2）拿地：三四线布局占比高，且近两年有持续下沉趋势。（3）拿地偏激进，拿地销售比例高。 机会挖掘：（1）经营风格由激进向稳健过度，财务指标存在较高改善空间（2）主要布局城市区域去化表现好（3）企业在投拓、运营方面有核心竞争力。

2021.11.25	如履薄冰——2021 年城投债投资策略	2021 年城投债融资政策可能面临边际收紧, 需要警惕面临的估值波动风险, 对 2021 年城投谨慎。以史为鉴, 政策会从金融机构、平台自身、地方政府等角度进行严监管。城投债可适度下沉区位, 可选择利差处于中间位置的区位, 如湖北、江西、新疆等地。
2021.11.25	通胀视角看海外货币政策及债市——2021 年海外债市环境展望	中性假设下, 我们预计二季度美国核心 PCE 同比高点将小幅超过 2%, 三四季度趋于回落。展望 21 年, 美债隐含通胀预期大概率抬升。通胀对联储宽松立场的扰动相对有限, 美债收益率预计平稳上行。

资料来源: 申万宏源研究

附表 4: 资产配置金工相关报告及主要观点

时间	报告标题	主要观点	投资建议
2021.5.19	博时恒生港股通高股息 ETF 投资价值分析——指数基金产品研究系列报告之六十七	博时恒生港股通高股息 ETF (基金代码: 513690) 将于 2021 年 5 月 20 日上市。从海外成熟市场表现可以看到, 高股息策略指数长期能明显跑赢市场基准指数。恒生港股通高股息指数从香港上市大型公司中挑选 50 只股息率最高的股票。综合估值与股息来看, 恒生港股通高股息指数当前具有低估值、高股息的优势, 投资安全边际较高, 性价比较为突出。	
2021.5.17	基础设施公募 REITs 询价、定价细则面面观——首批 9 只公募基础设施 REITs 获交易所审核通过点评	2021 年 5 月 14 日, 上交所首批 5 单、深交所首批 4 单基础设施公募 REITs 项目获交易所审核通过。目前已申报的 10 只 REITs 从项目性质来看, 5 单为特许经营权项目, 5 单为不动产产权项目。不动产产权 REITs 与特许经营类 REITs 在现金流估算上有所差异, 主要是因为不动产的永续资产属性使得 REITs 到期后仍有一定的市场价值, 可进行市场化处置获取收益。不同期限的特许经营类 REITs 的当期分派率不可直接进行比较。	
2021.5.12	三大能力护航, 固收+基金如何应对权益下跌环境? ——申万宏源金工“固收+”系列报告之七	三大能力护航: 绝对收益获取能力、资产配置能力、权益投资能力。若权益市场下跌, 如何投资固收+基金? (1) 三种能力代表三种不同风格的固收+基金, 分散投资不同策略的固收+基金, 旨在降低组合的波动率; (2) 关注投资范围更广的 FOF 基金, 不仅可以直接投资固收+基金、股票资产、参与双重打新, 还能投资黄金、商品、REITs 等另类基金, 在“+”的资产选择上更有优势	
2021.5.12	量化视角下的“中国芯”——半导体行业基本面量化	半导体位于电子产业链中游, 细分领域众多。ROE 主要由销售净利率贡献, 成长属性突出。北美半导体设备出货额、台股营收、厂商资本开支是半导体行业景气的三个表征。半导体行业具有周期+成长的双重属性, 估值的变化往往领先于业绩。基于行业景气度的择时策略, 需要尽量提高胜率、控制回撤。基本思路仍然是行业景气反映拐点, 结合估值判断性价比。	
2021.5.6	主动逻辑因子化: 开源和节流哪种盈利模式更好——申万宏源金工量化新思路系列之二	绝大多数公司盈利提升是来源于收入增长, 而非成本降低。值得关注的是, 钢铁、采掘、交运、建筑等行业降本增效挖潜空间大, 有效的成本管控方法可以显著提升企业盈利。费用方面, 计算机、电子、通信等科技行业, 高研发投入能够明显提升公司业绩, 保障长期竞争优势; 而食品饮料、家电、休闲服务等行业, 销售费用投入对业绩提升效果更明显; 医药板块拆分来看, 生物制品、医疗器械等应更重视研发费用投入, 而中药、医疗服务、医药商业等行业, 增加销售费用支出可以更显著提升公司业绩。	我们建议买入能够实现收入持续稳定增长的上市公司, 而在钢铁、采掘、化工等周期板块, 优选降本增效成果显著的公司。此外, 在通信、计算机、纺服、轻工等行业内关注企业费用控制能力, 剔除研发费用后, 筛选费用支出对利润影响较小的公司标的。

2021.4.30	2021年6月份沪深300、中证500指数成分股调整预测	根据模型测算结果，沪深300指数将调整25只成分股，预测中金公司、金山办公、华熙生物、福斯特等股票调入沪深300指数成分，东兴证券、宇通客车等股票调出沪深300指数成分。预测中证500调整50只成分股，卫宁健康、健友股份、南极电商等股票调入指数成分，阳光电源、福斯特、华鲁恒升调出中证500指数成分。
2021.4.29	A股核心资产回调为何与美债利率上行同步？——申万宏源金工十日谈系列之五	美国核心资产2017年以来受美债利率影响与A股核心资产相当。我国核心资产的定价逻辑呈现了一定的全球化特点。A股核心资产估值同时受国内外流动性影响。在中美利率反映的信息的视角下，影响A股核心资产估值水平的是全球经济复苏下政策退出的预期，这里面同时包含了无风险利率上行以及风险偏好下行的影响，也同时包含了中美两国政策都将偏紧的影响。
2021.4.28	ETF市场或将进入研发和投资驱动的3.0时代——2021年1季度指数基金季报分析	我们认为ETF市场或将迎来3.0时代，需要研发和投资的驱动。指数基金规模最大的前十大标的指数占据43.07%的指数基金规模。一季度指数基金获批速度加快，共获批128只指数基金，包括100只ETF、24只普通指数基金和4只增强指数基金。在2021年一季度，各类型的交易型基金成交活跃度整体上升
2021.4.27	全球市场风格同步，A股能否独善其身？——申万宏源金工十日谈系列之四	2017年以来A股向大盘龙头集中的现象不是独立的，全球多个市场也都出现了类似的现象。全球主要市场在大小盘风格和价值成长风格呈现一定同步的特征。A股在风格上与全球主要市场的相关性近年来逐步提升。全球市场在风格上的联动为我们研究A股风格提供了另外一种视角，我们建议关注价值风格的回归。
2021.4.26	一季度FOF规模数量持续上升，近半数FOF直接投资股票——2021年1季度FOF季报分析	2021年一季度FOF产品的数量和规模继续保持上升趋势。与2020年四季度相比，2021年一季度末FOF的十大重仓基金占基金资产的比重相差较小，持基集中度与上期基本持平。2021年一季度基金持有市值最高的基金依次是：民生加银鑫享A、兴全稳泰A、富国产业债A，分别有3只、7只、12只基金重仓
2021.4.26	千亿管理规模基金经理再添一位，主动权益基金仓位有所下降——2021年1季度主动股票基金季报分析	根据基金一季报披露的十大重仓股票信息，2021年一季度末主动类股票基金的重仓股票共1045只，相较上一季度基金重仓股数量增加。2021年一季度基金持有市值最高的股票依次是：贵州茅台、五粮液、海康威视。从基金持股比例来看，迈瑞医疗、古井贡酒、博腾股份的基金持仓市值占股票A股总市值比重最高。从主动股票类基金2021年一季度持股情况来看，有近三成的主动股票类基金配置了港股。持有市值最高的港股依次是：腾讯控股、美团、香港交易所。
2021.4.25	转债持仓性价比显著提升——2021年一季度基金转债持仓分析	从基金整体披露的加权持有转债转股溢价率、纯债溢价率和我们测算的估值分位数的情况来看，基金持有转债的风险偏好显著下行，持有转债的估值下行幅度超过市场整体中枢下行幅度，说明基金在相对低价高性价比区的配置显著增加。伴随转债短期大规模供给潮的结束，如果权益市场依旧较为活跃，预期转债持有人的风险偏好可能会上升
2021.4.13	休整蓄力、款款前行——2021年二季度可转债市场展望	二季度稳中取胜，配置上做更多的平衡：转债建议在稳健配置底仓上适当阶段性考虑轮动与核心品种反弹。中低波动配置主要关注银行、电力、大秦以及部分低价券。结构性机会关注顺周期（大炼化&化肥、铜、航空、造纸）和碳中和，科技与消费关注再入场机会。今年已有多只转债决定下修转股价。新发行转债成为参与下修的主力，原因主要为大股东参与配售被套寻求减持机会。今年将有数只转债进入回售期，若股价未有明显起色，下修可能将是发行人的选择。



2021.4.12	盈利和估值的切换：宏观环境如何向行业传导——数说资产配置研究系列之四	宏观变量预判→行业属性刻画→受益行业选择的行业主题配置框架。传统能源行业对经济更敏感、抗通胀能力更强，TMT 板块对流动性敏感程度更高。市场 2014 年下半年对流动性关注度更高，2019 年以来对经济关注度更高。组合明显跑赢市场，验证了通过宏观环境和行业宏观敏感程度选择行业的逻辑。	2021 年以来在经济复苏+流动性偏紧、经济关注度更高的环境下，偏好低估值、盈利改善、估值和盈利对流动性不敏感的行业主题，例如基建板块、一带一路主题。此外，以“茅指数”为代表的长期表现较好的指数在各阶段都有出色表现，对宏观变量不敏感。
2021.4.6	底层资产多样化，市场特征差异大：海外 REITs 产品介绍——指数与创新产品研究系列之五	REITs，全称 Real Estate Investment Trusts，即房地产投资信托，是一种持有或投资于可产生收入的房地产的公司类型。美国 REITs 产品数量超过 250 只，规模超过 1.3 万亿美元。从底层资产来看，美国 REITs 产品中多元资产与住房市值占比较高，分别达到 32.52%与 11.27%。美国 REITs 的股性近年来有所增强，其波动率与股票资产波动率接近。日本 REITs 债性较强，底层资产多元资产与办公室占比较高，总市值占比分别达到 28.73%与 28.45%。中国香港 REITs 产品的股息率主要集中在 6%~8%区间内，相较于日本与美国市场平均水平较高。中国香港 REITs 底层资产占比最高的是购物中心，总市值占比达到全部 REITs 产品的 68.34%。	
2021.3.17	央企创新驱动指数投资价值分析——指数投资价值分析系列之五	央企创新驱动指数：前十大权重股行业相对集中在制造领域，其余少量则分布于金融、科技等领域，包容性较强。成份股分布：顺周期创新企业占比高。指数进攻性较强，当前宏观环境较为有利。	
2021.3.15	集中度提升环境下，寻找量化有相对优势的赛道——申万宏源金工量化新思路系列之一	中证 500、中证 1000 是量化天然的主战场。基本面因子对消费和周期板块的驱动较强，金融主要受宏观、政策因素影响更大。主动投资对消费行业的基本面更容易把握。周期行业和军工的龙头股表现较弱，天然适合分散化的量化投资。机构资金在消费类行业持仓集中度高，周期行业机构重仓股稳定性弱。	投资建议：（1）推荐量化投资者布局顺周期风格产品。（2）消费赛道可以考虑提升持仓集中度，思路借鉴主动投资。（3）关注 TMT、化工等行业未来龙头效应的变化。（4）金融板块建议指数化配置。
2021.3.12	机器学习合成非线性因子，增强效果如何？——机器学习系列报告之二	因子有效性随市场变化，因子合成面临挑战。机器学习因子合成：使用规模、估值、分红、盈利、财务质量、成长、反转、波动率、流动性、分析师一致预期 10 大类风格因子。合成因子的多头组合相对等权组合有一定的增强作用，空头组合不同机器学习模型表现分化加大。通过对单因子的边际依赖函数进行线性回归拟合，可以将单因子的边际影响拆分为线性和非线性两部分。合成因子与流动性、波动率这两个因子相关性最高，其次是反转、估值、规模，与财务质量因子相关性最低。机器学习模型或许更适用于技术面因子，但提升的是空头组合收益。在特征和数据较少的情况下，模型很难充分学习数据的特征。在这种情况下，线性模型的表现也要优于复杂的非线性模型。	
2021.3.12	不惧波动，穿越牛熊：南方绝对收益策略基金投资价值分析——量化配置策略研究系列之六	量化对冲环境改善，股指期货交易活跃度高。当前市场震荡调整，量化对冲策略价值凸显。南方绝对收益策略基金业绩表现亮眼，累计收益率在同类产品中排名第一。南方绝对收益策略基金持仓集中度低，行业及个股偏好明显。在行业配置方面，长期超配房地产与化工，低配通信与家用电器。在个股偏好方面，中国平安、招商银行为基金长期重仓股。	
2021.3.9	价值因子的坚守者：AQR 发展历程及产品简介——海外资产管理公司研究系列之一	AQR 是践行量化多因子选股策略的典型代表，是投资与学术研究并重的量化对冲基金。近年 AQR 管理规模下降，公募产品以股票型和另类投资策略为主。AQR 的公募基金部分产品采用了多空的纯因子组合。面对困境，AQR 选择坚守价值因子和发行新的工具产品两条路径。2021 年以来 AQR 业绩明显修复，AQR 的坚持或迎来曙光。	

2021.3.3	港股投资成新风尚，浅谈港股基金的分类与筛选	公募基金投资港股主要通过两种形式：QDII 或者港股通。港股整体投资市值从 2019 年年中起处于不断上升的过程当中，但仓位正不断下降，主要是因为公募基金的整体规模在飞速增长。港股主动基金的超额收益来源主要为选股能力，而除了 2020Q4 以外，板块配置能力均为负。而港股混合基金的收益来源中，平均的板块配置收益始终为正，选股能力上除了 2020Q4 为负以外，其余均为正。单个基金的超额收益分解情况则存在较大差异。
2021.2.23	美国小盘股为何在利率上行时表现强劲？——申万宏源金工十日谈系列之三	我们发现这次美国小盘股走强驱动本源是充裕流动性和经济复苏预期。因子视角：美股小票牛市源自价值因子和成交活跃度因子。
2021.2.19	ETF 融券比例高代表投资者看空后市吗？——申万宏源金工十日谈系列之二	融券余额占比高的前 5 只 ETF 均为中证 500ETF。中证 500ETF 融券比例高，或是因为作为对冲工具的需求导致。与美股 Game Stop 轧空事件相比，由于 ETF 的份额可增加，且指数的可操纵性较弱，整体影响较小。
2021.1.28	Game Stop 价格异动背后：过高空头占比是本质原因——申万宏源金工十日谈系列之一	GME 时间本质在于过高的空头占比最终导致了轧空事件的出现。美股的做空机制：主要包括融券卖空、买入看跌期权等方式。GME 空头占比：长期过高的空头占比带来“逼空”机会。空头占比明显下降，期权对冲持仓或较高，未来或演变成纯博弈
2021.1.26	指数分级基金年末退出，行业主题指数占比再创新高——2020 年 4 季度指数型基金季报分析	2020 年底，指数分级基金均完成清盘或转型。从标的分类上看，2020 年，行业主题型指数基金产品取得了长足发展。截止到 2020 年四季度末，市场上的 900 只指数基金资产规模共计 16303.08 亿元（不计 ETF 联接基金），较上季度末增加了 1788.37 亿元，环比增加 12.32%。指数基金规模最大的前十大标的指数占据 46.58% 的指数基金规模。行业主题指数基金仍是本季度申报热点，偏好光伏、化工、有色金属等行业。主题指数基金涵盖新材料、稀土等方向。
2021.1.25	市场首现千亿管理规模基金经理，主动权益基金仓位已超过 88%——2020 年 4 季度主动股票基金季报分析	截至 2021 年 1 月 22 日，市场上共有 12 位基金经理主动权益类基金管理规模超过 500 亿元，规模排名第一的为易方达基金的张坤，规模合计达 1243.80 亿元，重仓持有白酒股。2020 年四季度末，主动股票类基金平均仓位为 88.14%，相比 2020 年三季度末上升了 0.83%。基金重仓股中食品饮料、医药生物、电气设备超配明显，超配比例最低的行业是非银金融、银行、公用事业。
2021.1.18	量化对冲策略：固收+产品的重要补充——申万宏源金工“固收+”系列报告之五	证监会重新放开量化对冲基金审批，公募量化对冲基金再迎发展机遇期。股指对冲成本有所下降，多策略灵活配置保障绝对收益。量化对冲产品可作为“固收+”的重要补充，在收益回撤较小情况下，多数量化对冲基金收益表现较好，具备竞争优势。量化对冲基金具有规模效应，熊市期间配置价值相对更高。风险敞口是把双刃剑，有效的敞口调整策略可显著提升收益。
2021.1.18	抽丝剥茧：“固收+”基金经理的画像——申万宏源金工“固收+”系列报告之四	“固收+”基金规模突破 1.3 万亿，头部集中化明显。：易方达、鹏华、广发旗下的“固收+”基金经理出身固收投研；汇添富打造股债基金经理共同管理的模式。不同的基金经理有不同的能力圈，但基金规模与产品类型将决定“固收+”基金经理的能力圈半径。各类“+”的资产均有自身的优势与局限性，但“+”部分收益的核心为确定性与持续性。
2021.1.11	固收+基金里哪些择时能力强？哪些风控能力强？哪些持有体验好？——申万宏源金工“固收+”系列报告之三	固收+基金整体上具备一定的权益短期择时能力。整体而言风控能力无法直接与业绩挂钩，但部分最大回撤修复快的产品呈现出业绩也表现较好的特征。任意时间买入持有 1 年期收益为正的产品，二级债基的整体表现较好。稳健型的 FOF 也是天然的固收+产品。

2021.1.10	风宜长物，渐入佳境—— 2020 年量化投资策略回顾与展望	回顾 2020 年，指数增强策略阿尔法空间提升，多数产品表现相对出色。证监会重新放开量化对冲基金审批，公募量化对冲基金再迎发展机遇期。2020 年因子表现方面，成长、盈利表现优秀，估值因子迎来复苏。展望 2021 年因子表现，我们认为经济复苏、流动性收紧预期减弱、机构抱团逻辑重塑等因素影响，极致行情或难延续，风格收益趋于均衡，投资布局趋于分散，抱团降温和回归均衡配置是市场长期演进方向。
2021.1.7	2020 美国 ETF 创新产品： 主动 ETF 迎来“高光时刻”—— 指数与创新产品研究系列之四	美国 ETF 2020 年发行、清算数量创纪录，三大主线引人关注。下跌保护策略：高波动下带期权、择时的产品频发。主动 ETF 迎来“高光时刻”：大型管理人积极布局非透明产品，ARK 透明产品成为成功的典范。新管理人多选择特殊主题、价值观产品，但尚未获得资金青睐。从国内外成功的产品情况来看，选择行情独立、持股特征明确、有一定向上空间的细分赛道或许较容易在行业的结构性机会中受到关注。
2021.1.7	基于华夏基金产品线构建 宽基指数 ETF 轮动策略—— ETF 量化配置策略研究系列之五	本文尝试基于基金仓位、资金流向、风格轮动等信号构建 ETF 配置策略。多维信号打分构建宽基 ETF 轮动组合：信号一、信号二均是确定市场情绪强弱，选择特定市场情绪下强势板块 ETF 构建轮动组合；信号三对风格轮动判断更为精确，在消费、金融、周期、成长中四种风格进行象限轮动，持有与强势风格相关性最高两只 ETF 标的。基于组合信号的 ETF 轮动策略表现优秀，年化收益率 21.7%，相对基准组合年化超额收益 15.8%，超额收益夏普比率是 1.99。
2021.1.4	硕果累累，以待来年—— 2020 年新股市场总结与 2021 年展望	2020 年，沪深两市共有 399 只新股发行，募资金额合计 4759.79 亿元。2020 年新股发行数量及规模创下 2011 年以来新高。电子、医药生物、机械设备行业的新股募资金额排名前三。中签率：科创板>创业板注册制>主板+中小板。基金参与打新热情度高，整体参与度为 80.18%。截止 2020/12/31，共有 532 只科创板新股被受理，以计算机、设备制造、软件信息、医药行业为主；535 只创业板注册制新股被受理，以计算机、设备制造、化学原料及制品行业为主
2021.1.4	权益业绩和规模爆发，养 老第三支柱带来新机遇—— 公募基金公司 2020 年 总结	2020 年 ETF 继续快速增长，行业主题类 ETF 规模占比过半。公募基金首发规模超过 3 万亿元。主动偏股型基金在 2020 年表现较好，中位数收益超过 55%。细分行业主题基金的业绩表现较好，消费、医疗、科技、高端制造主题业绩排名首位的基金收益率都超过了 100%，其中位数收益也都 59%。FOF 整体表现良好，未来或参与个人养老第三支柱建设，迎来新的发展机遇。
2020.12.31	稳健底仓打开权益操作空 间——兼评年金基金投资 范围调整	年金基金投资基金范围调整：纳入港股通基金、提高权益投资上限至 40%。年金基金规模增长较快，权益上限调整带来的理论可投资资金达三千亿。股债底层资产表现出色时可以放开权益投资比例上限。企业年金历史仓位与估算与收益情况：稳健底仓可打开权益操作空间。
2020.12.28	中证申万通胀防御策略指 数投资价值分析——指数 投资价值分析系列之三	高通胀环境对权益资产表现有较明显影响。进入高通胀期后，行业与通胀之间关联的不同使得不同行业、个股的吸引力出现明显差别。通胀防御指数行业选择与 CPI 联系紧密，成分股包含众多行业龙头企业。通胀防御指数盈利能力出色，平均 ROE 达 20.98。指数取得高收益同时能抵御风险。
2020.12.21	不同类别退市指标体系影 响几何？——基于沪深交 易所退市新规征求意见稿 测算	退市新规对形成“有进有出、优胜劣汰”的市场化、常态化退出机制具有重要意义。新增交易类退市指标对中小市值风险公司影响较大。财务类退市指标中，上市公司更易触及“净利润+营业收入”组合型退市指标。商业贸易、休闲服务行业、综合等行业被实施其他风险警示的公司占比较高。未来退市新规全面落实，促进市场资源优化配置，中国权益资产质量将大幅提升。
2020.12.14	收益与风险的天平：固收+ 产品的资产配置之道探讨 ——申万宏源金工“固收 +”系列报告之二	最优配置比例：不同底层资产对应不同结果。理财替代的固收+也可将权益仓位上升至 20%以上。权益敞口很大程度取决于固收投资能力。“+”的部分收益的确定性可能比绝对大小更为重要。敞口与回撤控制：战术调整与风险承受能力的平衡。



资料来源：申万宏源研究

附表 5：资产配置大宗相关报告及主要观点

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2020.12.14	废钢供给爆发期来临，我们将减少多少铁矿石需求？——废钢行业深度报告	参考日本，美国等发达国家，国家工业化发展城镇化率的提升，是钢铁行业发展的内生动力。废钢铁作为一种可循环再生利用的宝贵资源，主要应用于炼钢和铸造生产。当前废钢整体供需偏紧，导致价格相对较高，不利于电炉钢占比提升。对标发达国家短流程行业发展，在其钢产量达到顶峰的阶段，电炉工艺出现了高速发展，但短流程具有成本优势与否才决定电炉发展长期趋势。粗钢产量复合增速为零假设下，2025 年我国短流程粗钢占比将达到 22%，矿石需求较 2019 年下降 10%。	随着我国废钢产业逐步完善，电炉钢占比逐步上升，利好废钢处理设备企业。
2020.11.16	2021 年煤炭行业投资策略：供需格局改善，关注行业转型升级下的投资机会	国际煤炭需求不振，国际煤价震荡盘整，走势远弱于国内煤价走势，呈现低位盘整迹象。国际煤价已经跌至国际矿商成本线附近，国际主要矿商煤炭产量趋势性下滑。国内煤炭行业固定资产投资趋于平稳，新增产能有限，供给整体宽松可控；随着下游需求恢复，煤价震荡盘整。炼焦煤供给国内持续萎缩，进口受限，供给偏紧致使炼焦煤价格稳定。生产效率提高叠加降本增效，钢厂减产愈发困难，钢厂环保能力提升，环保约束力减弱，行业高供给将常态化。需求端地产基建持稳，制造业需求明显回暖。成本端海外铁矿石供给边际宽松，矿价高位回调，钢铁行业盈利有望小幅回暖，维持行业“中性”评级。	资源禀赋好，经营平稳，高分红高股息标的： <b>中国神华、陕西煤业、平煤股份、兖州煤业</b> 资源稀缺型及转型标的： <b>淮北矿业、山煤国际</b>
2020.11.16	2021 年钢铁行业投资策略：制造业回暖提升特钢和板材景气度		特钢： <b>中信特钢、ST 抚顺</b> ， 普钢： <b>华菱钢铁</b> 。
2021.5.6	2020 化工行业景气呈现“V”型复苏，21Q1 景气加速上行，行业盈利能力大幅修复——基础化工行业 2020 年报及 2021 一季报总结	20 年化工品需求先抑后扬，油价呈现 V 型走势，化工行业盈利能力下半年持续向好。油价上涨叠加需求持续修复，21Q1 化工行业盈利能力跃升。从 20 年年报和 21 年一季报来看：化工行业 2020 持续景气上行，其中 21Q1 化工品价格普涨，化工企业盈利能力实现跃升，大幅修复。维持行业“看好”评级。2021 年内外需共振，原油成本支撑仍在，关注成长属性明确的周期及成长领域的低估值白马。	传统行业领域：1. 坚守价值，建议关注 <b>万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟠佰利、新和成</b> ；2. 周期领域：关注景气度反转的子行业龙头， <b>鲁西化工、三友化工、中泰化学</b> 等；3. 下游偏消费领域，建议关注轮胎： <b>玲珑轮胎、赛轮轮胎、阳谷华泰、海利得</b> ；食品添加剂： <b>金禾实业</b> ；农化板块： <b>新洋丰、云图控股、广信股份</b> ；4. 基建内需领域，建议关注 <b>苏博特</b> 。 新材料领域：进口替代不可阻挡，5G、锂电市场前景好，关注 1. 半导体材料 <b>雅克科技、安集科技、晶瑞股份、江化微</b> ；面板材料 <b>濮阳惠成、万润股份</b> ；2. 5G 材料： <b>金发科技、回天新材、昊华科技</b> ；3. 催化材料 <b>国瓷材料、万润股份、奥福环保、建龙微纳</b> ；4. 锂电材料： <b>新宙邦</b> ；5. 军工材料： <b>泰和新材</b> 。

我们对海外钛白粉企业 2020 年经营的复盘显示，海外钛白粉市场在 Q3-Q4 延续复苏趋势，需求端的强势延续到了 2021 年。坚定看好钛产业链景气上行，2021 年全球供需紧平衡。钛矿供给出现缺口，2021 年原料端继续强势，支撑钛白粉景气行情。我们对 2021-2023 年国内供需平衡表进行了测算，2021 年国内行业平均开工率达 94%，超过 2017 年的高点水平。

我们坚定看好本轮钛白粉景气周期的高度和持续性，相关上市公司有望受益；同时从更长时间维度来看，我们看好行业龙头在氯化法技术上取得突破、在高端市场上抢占更大的份额，打开氯化法广阔的市场空间。继续重点推荐**龙蟠佰利**，其余关注**核钛白、坤彩科技、安纳达、鲁北化工、惠云钛业**等。

原油是一种碳氢化合物组成的液态物质，作为大宗商品之王，每一个阶段影响的价格因素也都不同。历史上原油定价权的争夺，未来沙特或具备更多话语权。“碳中和”背景下，石油用于交通用途的需求长期压制，但是化工品需求稳定增长。金融属性与供需结构共振影响油价，期限结构反应市场判断。原油供给端仍保持克制，预计仍将中长期复苏。

短期原油需求恢复，但是长期在“碳中和”背景下，需求增速放缓。在油价上涨的同时，全球上游资本开支仍然克制。我们预计 2021 年油价在 60-70 美元/桶范围内波动，中长期仍将向上，但是上行空间仍被页岩油压制。在目前油价范围内，我们看好全球石化的需求增长，以及国内石化龙头竞争力的提升。重点推荐**荣盛石化、恒逸石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份、卫星石化、宝丰能源、中国石油、广汇能源、中海油服、海油工程、新奥股份、中油工程**等。

我们预计 2021 年涤纶长丝需求恢复，带动涤纶聚酯产业链利润底部反转，长期看聚酯上游大规模扩产或导致原材料价格持续维持低位，终端聚酯存在一定议价能力，价格中枢下降空间不大，产业链利润有望后移。

重点推荐**恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、三房巷**。

油价：油价博弈，大概率中长期回归，布伦特有望在 40-60 美元/桶之间。石化周期：2022 年有望好转，国内石化产品在全球的占比提升。

推荐：**恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、卫星石化、宝丰能源、东方盛虹、广汇能源、中国石油**等

疫情导致铜供需配错，价格持续上涨。全球铜主要供给来自美洲，主要需求位于亚洲，疫情对供给端冲击更大。欧美日货币超发加速铜价上涨。碳中和背景下电动车、充电桩及电网用铜量持续高增长。2014 年以来铜矿企业资本开支低迷，预计 2021-2023 年新增产能有限。2021-2023 年铜供需有望持续紧缺。

铜价：2021 年供需紧缺及美国历史最高级别的货币超发加持下铜价有望继续上涨，2021 上半年 LME 铜价有望接近甚至突破 10000 美元/吨，待全球需求复苏以及通胀上行后，预计欧美日等国货币政策将收紧，铜价将有所调整，但长期看碳中和背景下电动车、充电桩及配套电网的铜需求高速增长，以及储能、光伏等清洁能源的大力发展将明显带动铜需求增长，预计货币政策收紧导致铜价短暂调整后将迎来铜价长期强势行情。铜价上涨受益标的：**紫金矿业、西部矿业、云南铜业、铜陵有色、华友钴业、洛阳钼业**。

2021.1.12	技术变革之路任重道远，长期利好锂、镍需求——固态电池行业深度	固态电池由于能在根本上提升两大核心性能——能量密度和安全性，被认为是最具前景的新一代动力锂电。固态电池应用之路困难重重，仍需解决几大痛点。一是供应链重塑；二是降低成本；三是快充效率不佳，固态电解质导电率仅为电解液十分之一，严重影响实际应用。上游价格预测：镍：需求加速增长，供需紧平衡价格有望上行；锂：需求旺盛+下游补库+上游惜售驱动涨价，未来电池级碳酸锂合理含税价格区间 5-8 万元/吨；钴：供给出清良好，需求恢复增长，电解钴价格合理区间 30-35 万元/吨，短期供需矛盾刺激下钴价可能短期突破 35 万元/吨。	重视 <b>华友钴业、格林美、盛屯矿业、天齐锂业、雅化集团、盛新锂能、寒锐钴业、华友钴业、洛阳钼业、恩捷股份、星源材质、天赐材料、新宙邦</b>
2020.11.16	2021 年有色金属行业投资策略：看好镁硅铂上涨、钴锂复苏、铜价强势	海外需求复苏：镁、工业硅提价逻辑顺畅；新能源上游景气：钴有望 30-35 万/吨、碳酸锂 4.5-7 万/吨、铂族高景气；基本金属：铜价有望强势；贵金属：通胀上升有望催生黄金最后一波上涨。	<b>云海金属、合盛硅业、华友钴业、贵研铂业、西部矿业、紫金矿业</b>

资料来源：申万宏源研究

## 碳中和专题

附表 6：公用事业行业碳中和相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2020.11.17	碳中和承诺下确定性成长赛道——2021 年清洁能源运营行业投资策略	判断我国碳中和承诺更大概率为“广义碳中和”，即 IPCC 定义的“净零排放”。按照广义碳中和测算，我国减排压力陡增，2060 年化石能源或基本退出燃料用途，非化石能源占比将接近 100%。预计“十四五”电力供需格局趋紧，新能源行业逐步向龙头集中。	优质水电龙头 <b>长江电力、华能水电、黔源电力、川投能源、国投电力</b> ；纯正新能源运营龙头 <b>龙源电力</b> ；火电公司转型典范 <b>华润电力</b> ；特色光伏运营商 <b>南网能源及晶科科技</b>
2021.3.19	确定成长 龙头集中——碳中和下的能源结构及电力行业机会展望		
2021.4.19	三大场景助力碳中和，看好氢能产业链长期发展-碳中和系列报告之氢能应用篇	氢能高热值零排放零污染，未来有望在全球脱碳进程中占据重要地位。预计为未来综合能源系统重要构成，在交通和发点领域深度渗透。	关注 <b>雪人股份、贵研铂业、富瑞特装、东岳集团</b> ；其次上下游配套为传统公司带来新业务扩张弹性，关注 <b>厚普股份、中泰股份、北方稀土</b> 。长期来看，建议关注电堆及系统生产商 <b>亿华通、潍柴动力、东方电气、大洋电机、腾龙股份、美锦能源、雄韬股份</b> ；同时看好可再生能源电解制氢，关注 <b>隆基股份、阳光电源</b> 。
2021.4.20	减污降碳共塑中和，看好有技术优势的资源化龙头-碳中和系列报告之资源循环利用篇	2021 年 3 月，发改委等 10 部委联合发布《关于“十四五”大宗固体废弃物综合利用的指导意见》，推动大宗固废综合利用，减碳效果显著。危废资源化实现真正减污降碳协同治理。	大宗固废处置建议关注有技术积累的 <b>维尔利</b> （建筑垃圾），有色金属冶炼建议关注各品类资源化企业 <b>顺博合金</b> （再生铝），危废资源化推荐具有渠道、技术、规模优势的 <b>浙富控股、高能环境</b> 。
2021.4.28	全国碳交易继往开来 看好泛碳资产管理行业——碳中和系列报告之碳定价篇	国际经验来看，EU-ETS 欧盟碳排放权交易体系是迄今为止全球跨国家、规模最大的排放交易体系。交易体系分为一级与二级市场，涵盖 EUA、CER、ERU 等多品种，通过现货、期货、期权方式，通	泛碳资产管理行业有望明显受益，建议关注涉足碳核算业务的 <b>华测检测、谱尼测试</b> ；建议关注涉足碳资产管理业务的 <b>国网英大、开尔新材</b> （子公司开源新能）、 <b>中钢国际</b> （子公司成立中成碳资产）



过交易所或在场外完成交易。2011 年国家发改委以北京、上海、深圳、天津、重庆、湖北、广东七省市开展排放交易市场建设试点，2016 年底福建碳交易中心启动，2021 年生态环境部发布《碳排放权交易管理办法(试行)》，6 月将启动全国碳交易市场

环保领域上游能源低碳化的三个重要领域垃圾焚烧、生物柴油以及换位装备电动化来看。垃圾焚烧发电 2030 年预计贡献减排 1.36 亿吨，2060 年期待通过市场化方式完成零碳转型。生物柴油减排效应显著，若国内推广将催生广阔市场。碳捕捉技术能够大规模减少二氧化碳排放，是实现碳中和不可或缺的技术方案。

生活垃圾焚烧行业格局稳定且资产质量好，看好龙头强者恒强，推荐**瀚蓝环境、伟明环保**，关注**光大环境、绿色动力、高能环境**；生物柴油行业国内市场未来有望打开蓝海，看好有明显技术、管理优势的龙头**卓越新能**，环卫电动化大趋势下带动降碳增效，看好环卫服务、设备龙头企业**龙马环卫**，建议关注**玉禾田、盈峰环境、侨银股份**。

能源结构调整目标明确，但是转型过程中仍有多项矛盾点亟待解决。实现路径：化石能源基本退出燃料领域，非化石能源占比提升带来用电增速大幅上修。对于电气化尚不能满足的部分场景及需求，氢能源有望成为补充。低碳交通：推广节能与新能源汽车是汽车行业实现碳中和的主要路径。电动化后紧随智能化，汽车有望变成移动集成平台，重塑整个出行模式。氢能车有望成为氢能源最先落地的领域，与纯电汽车更多互补而非竞争。低碳工业：脱碳路径相似，龙头集中趋势明显。金属材料通过电气化+废品回收可基本满足减碳要求，非金属建材依赖碳捕捉。环保需求显著增加，打造循环型社会，固废综合利用和危废资源化迫在眉睫。碳捕捉对实现碳中和不可或缺，目前成本极高，但降成本路径清晰。碳交易引导碳排放权跨行业、跨国分配，排放指标有望成为全球通用货币。

资料来源：申万宏源研究

附表 7：电气设备新能源行业碳中和相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2021.5.10	风电光伏推动能源结构转型，新能源车助力消费侧减碳——电力设备及新能源行业碳中和投资策略报告	从我国国情出发，实现碳中和潜力最大的方向是能源结构的清洁化、低碳化，根本性措施是实现能源生产清洁化和能源消费电气化。	关注相关制造业及运营板块的核心资产： <b>隆基股份、通威股份、阳光电源、天合光能、晶澳科技、福莱特、福斯特、金风科技、日月股份、中材科技、金雷股份</b> 。 <b>汽车电气化</b> 建议关注具备全球竞争力的核心资产： <b>宁德时代、亿纬锂能、欣旺达、宏发股份、三花智控、璞泰来、当升科技、格林美、恩捷股份、新宙邦</b> 。
2021.4.22	加快推动新型储能发展，“机制+创新+标准”引领发展方向——碳中和系列点评之十	国家发展改革委、国家能源局就《关于加快推动新型储能发展的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见，指出到 2025 年实现新型储能商业化初期向规模化发展转变；2030 年实现新型储能全面市场化发展。	<b>光伏推荐逻辑</b> ：210 及异质结为主要技术方向，各环节格局改善龙头集中。重点推荐： ① 210 及 HJT 等新技术导入： <b>天合光能、迈为股份、捷佳伟创、金博股份</b> ； ② 硅料环节： <b>通威股份、特变电工</b> ； ③ 龙头市占率提升： <b>隆基股份、晶澳科技</b> ； ④ 逆变器环节： <b>阳光电源、锦浪科技、固德威</b> 。
2021.4.20	明确新能源发电量占比，户用光伏补贴延续——碳中和系列点评之九	国家能源局发布《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》提出要强化可再生能源电力消纳责任权重引导机制、建立并网多元保障机制、推进存量项目建设和户用光伏发电建设、优化营商环境推动风电、光伏发电高质量跃升发展。	<b>风电推荐逻辑</b> ：推荐受益大型化趋势的零部件环节以及海上风电产业链。推荐标的： <b>东</b>

2021.4.19	新能源推动储能电站发展，安全隐患加速健全行业标准——碳中和系列点评之八	由 2021 年 4 月 16 日北京福威斯光储充技术有限公司储能电站起火并突发爆炸事故引发的对安全方案设计以及行业标准体系的进一步思考。	<b>方电缆、日月股份、金雷股份、天顺风能、中材科技、金风科技、恒润股份。</b>  <b>氢能产业：</b> 依托新能源发电，推动制氢成本下降： <b>隆基股份、阳光电源；</b> 燃料电池电堆及系统环节： <b>亿华通、美锦能源、东方电气、大洋电机。</b>  <b>储能技术：</b> 随着电站安全性重要程度提升，技术领先的行业龙头竞争力凸显，劣质供应商有望加速出清。推荐标的： <b>宁德时代、比亚迪、亿纬锂能、阳光电源、固德威。</b> 建议关注： <b>派能科技、南都电源、星云股份、科士达。</b>
2021.4.9	京津冀共推氢能产业，政策支持关键技术突破——碳中和系列点评之七	4 月 7 日，北京市经济和信息化局发布《北京市氢能产业发展实施方案（2021-2025 年）》（征求意见稿），意在“十四五”期间加快北京氢能产业发展布局。我国氢能产业发展进入窗口期，政府对产业支持力度不断加大，创新商业模式有望快速形成，推动产业经济性上升。	
2021.3.24	清洁能源消纳情况综合监管工作方案出台，促进清洁能源高效利用——碳中和系列点评之六	国家能源局决定组织开展清洁能源消纳情况综合监管，印发《清洁能源消纳情况综合监管工作方案》。能源结构转型加速，“十四五”全国风电光伏装机有望超预期。	
2021.3.4	推进电力源网荷储一体化和多能互补发展，促进能源行业转型升级——碳中和系列点评之五	国家发改委、国家能源局发布《关于推进电力源网荷储一体化和多能互补发展的指导意见》指出源网荷储一体化和多能互补发展是提升可再生能源开发消纳水平和非化石能源消费比重的必然选择，对于促进能源转型和经济社会发展具有重要意义，积极探索其实施路径。	
2021.3.4	广东省发文保障可再生能源电力消纳，风电光伏等新能源全额消纳——碳中和系列点评之四	广东省发改委发布关于印发《广东省发展改革委关于我省可再生能源电力消纳保障的实施方案（试行）》的通知。通知指出：要保障电力系统安全稳定运行和连续可靠供应，确保可再生能源机组优先发电，努力实现弃水电量显著减少，风电、光伏等新能源全额消纳。能源结构转型加速，“十四五”全国风电光伏装机有望超预期。	
2021.3.4	加快推动风电光伏项目建设，建立并网消纳多元保障机制——碳中和系列点评之三	国家能源局新能源司发布《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》，指出持续加快推动风电、光伏发电项目开发建设。2021 年，风电、光伏发电量占全社会用电量比重达到 11% 左右。	
2021.3.2	国家电网发布“碳达峰、碳中和”行动方案，加快推动能源电力转型——碳中和系列点评之二	2021 年 3 月 1 日，国家电网公司发布“碳达峰、碳中和”行动方案，碳中和”路径研究：通过供给侧结构调整和需求侧响应“双侧”发力，解决“双高”、“双峰”问题，推动能源清洁低碳安全高效利用。	
2021.3.1	加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系，全面攻坚碳中和——碳中和系列点评之一	国务院印发《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》，推动能源体系绿色低碳转型，大力推动风电、光伏发电发展；健全绿色低碳循环发展的生产体系、流通体系、消费体系；加快基础设施绿色升级、构建市场	

导向的绿色技术创新体系、完善法律法规政策体系。

资料来源：申万宏源研究

附表 8：传统能源碳中和相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2021.4.9	“碳中和”促钢铁行业迎来“新材料”时代——“碳中和”下的钢铁行业发展趋势及机会展望	钢铁行业碳排放量仅次于电力，是碳中和主要责任体。我国钢铁消费下降成必然，行业变革迎来“新材料”时代。美日德钢铁行业发展规律，钢铁消费进入平台期后电炉比例快速提升。预计 2030 年我国电炉产能比例提升至 34%，碳减排 29%。“碳捕捉”“氢冶金”路径亟需解决技术和经济性瓶颈。	在“碳中和”背景下，预计我国钢铁行业将迎来变革期。建议关注 <b>华菱钢铁、方大炭素</b> 。
2021.4.21	煤炭行业最后的“暴利时代”，煤企蓄势“涅槃重生”——“碳中和”下的煤炭行业发展趋势及机会展望	在“碳中和”背景下，国内煤炭产能进入收缩期，产能退出加速；叠加刑法修正案压制煤企超产意愿，国内产量难现增量。在供给偏紧的供需格局下，将会放大微观供需变动因素的影响。未来我国煤炭产能逐步集中于新疆、内蒙古、陕西以及山西部分地区，而煤炭消费也将逐步退出我国东中部地区。	短期煤炭股投资开始更侧重于股息率指标，稳定分红承诺，和高比例分红的公司，如： <b>陕西煤业、国神华、兖州煤业、淮北矿业和平煤股份</b> 。 从未来转型发展潜力角度，应该关注现金流充沛的上市公司： <b>中国神华、陕西煤业</b> ；以及具有未来资产注入潜力的上市公司： <b>山西焦煤</b> 。
2021.4.26	化工品在石油需求的占比提升，大炼化装置有望长期受益——“碳中和”对石化行业影响深度报告	“碳中和”背景下，成品油需求走弱，将利好大炼化、丙烷脱氢和乙烷裂解。	从竞争力、盈利稳定性、产能投放一体化的大炼化角度，重点推荐 <b>荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、卫星石化、桐昆股份、恒逸石化</b> 等
2021.4.28	“煤改气”助力碳达峰，城燃低碳转型已然起航——碳中和下天然气行业展望	市场低估了“两碳”目标下中国油公司的增产动力和非常规天然气的上产潜力，忽视了进口管道和接收站投产带来的产能跨越式扩张，这是当下市场对天然气行业重大预期差。加速“煤改气”是全行业的潜在贝塔。此外，龙头城燃们已在悄然转型成综合能源服务商，是龙头城燃的长期阿尔法。	推荐三条投资主线，一是工商业客户价值链拓展，推荐 <b>新奥能源 &amp; 新奥股份</b> ；二是居民客户价值链深挖，推荐 <b>中国燃气、华润燃气和港华燃气</b> ，三是 LNG 供应宽松带来的低价气机遇，推荐 <b>深圳燃气</b> 。

资料来源：申万宏源研究

附表 9：建筑建材碳中和相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2021.4.16	建筑产业链变革新纪元开启——建筑业“碳中和”系列研究之一	建材生产过程中的碳排放本质属于工业领域，钢铁、水泥减排首当其冲，工程企业主要承担生产线向绿色智能升级改造等工作。 施工阶段碳排放占比小但时间密集，装配式工艺实现建造方式向集约高效节能转变。 建筑运营阶段是建筑减排重点。 生态修复辅助行业全生命周期固碳。 碳交易市场催生相关服务业发展。	1) 从 <b>建筑材料环节</b> ： <b>中材国际、中钢国际、中国中冶、森特股份</b> ； 2) <b>建筑设计环节</b> ： <b>华阳国际</b> ； 3) <b>施工环节</b> ： <b>鸿路钢构、中国建筑、精工钢构、金螳螂、亚厦股份</b> ； 4) <b>生态园林企业</b> ： <b>东珠生态</b> ； 5) <b>碳交易市场</b> ： <b>国检集团</b>

水泥行业“碳中和”任重道远，是我国实现碳中和宏伟目标的主要战场。

从德国水泥碳中和经验启示：水泥产量减少和传统减排虽效用明显但后续边际空间有限，重头戏需依赖碳中和技术创新。

关注行业内环保标准领先，综合实力强的龙头企业**海螺水泥、中国建材 H、天山股份**

资料来源：申万宏源研究

附表 10：通信行业碳中和相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2021.3.30	从德国水泥发展看中国水泥碳中和之路——建材行业碳中和系列报告 1		
2021.4.26	低碳指引行业集约化，技术替代与智能渗透齐行——“碳中和”对通信行业影响全景	<p>云计算环节将引导行业头部集中，护城河加深。其次，运营商引导了通信网络产业链的趋势，主要方向是共建共享、云网融合（云化、一体化）以及网络的智能化转型（软件定义网络或网络的软化）。最后，配套软硬件是智能化趋势的“卖铲人”，包括智能制造、温控以及线缆等细分的机会。</p> <p>智能制造迎来行业需求端催化，钢铁化工等传统工业领域预计将对精细管理、效率提升、节能减排产生需求，信息化/自动化/智能化方案商将受益。此外海上风电带来的海缆与 EPC 市场、电力信息化、电力物联网等预计也将面临增量需求。</p>	<p>1) <b>云计算</b>：关注云与内容服务商的变化；ICT 设备环节关注<b>星网锐捷、浪潮信息</b>等；IDC 环节关注<b>万国数据、光环新网、数据港</b>等。</p> <p>2) <b>5G 产业链</b>：运营商环节之<b>中国联通</b>等；主设备环节之<b>中兴通讯</b>等；光通信环节之<b>中际旭创、新易盛</b>等。</p> <p>3) <b>产业链配套</b>：温控设备之<b>英维克</b>等；智能制造之<b>中控技术</b>；线缆之<b>中天科技</b>等。</p>

资料来源：申万宏源研究

附表 11：有色贵金属行业碳中和相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2021.4.23	铝、硅、镁长期价格中枢有望上升——有色金属碳中和和行业深度	<p>作为有色金属中碳排放最大行业，预计未来国内电解铝新增产能仍将严格受限，并鼓励使用水电等清洁能源作为电力供应来源，鼓励回收，预计未来铝价波动区间上移至 14300-15500 元/吨。</p> <p>作为有色金属排放第三高行业，工业硅供给端将严控新增，鼓励水电硅、淘汰落后产能、发展碳捕捉，需求端提高光伏发电占比。预计未来两年工业硅 441 合理价格波动区间为 1.2-1.4 万元/吨。</p> <p>原镁冶炼是有色金属单吨碳排放最高行业，预计未来其供给端将严控新增、鼓励竖罐产线、淘汰落后产能，镁价有望上涨至 1.5-1.8 万元/吨。</p>	<p>碳中和背景下电解铝、工业硅、原镁价格中枢有望上行，重视有成本优势、持续扩张的龙头公司。</p> <p><b>工业硅——合盛硅业；电解铝——俄铝、中国宏桥、云铝股份、神火股份、中国铝业；原镁——云海金属。</b></p>

资料来源：申万宏源研究



## 智能化专题

附表 12：计算机行业报告及推荐标的：

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.6.7	产品力跃迁下的国产替代及龙头出海——智能制造投资全场景解析	<p>主要投资逻辑：产品力跃迁下的国产替代及龙头出海，尤其强调产品力提升是本质，在各个环节均适用。</p> <p>周期还是成长：一线公司看成长，成长主要来自智能化，可通过计算客户 ROI 验证。</p> <p>行业测算多，落实个股难：详拆不同环节的产业驱动力、商业模式、护城河、涉及公司；先投资综合龙头，再利基领军（需二次曲线）</p> <p>估值难以把握：一线公司 PE 基本保持，即使行业下行波动较小，追随者 PE 波动大、弹性更大</p>	<p>估值：一线智能制造公司 PE BAND：综合领军（规模+能力+治理管理）：海康威视、汇川技术、上汽集团、美的集团、索菲亚</p> <p>科技角度智能领军：立讯精密、德赛西威</p> <p>传统领域智能领军：捷佳伟创、先导智能、恒立液压、德赛电池</p> <p>2008-2011 PE TTM BAND：20-60 倍 /2012-2017PE TTM BAND：20-80 倍 /2020- PE TTM BAND：20-40、60-90。在经济增速趋于下行的阶段，PE 基本保持稳定，不会下修太多。</p> <p>智能制造追随者：</p> <p>科技角度智能追随者：大华股份、欣旺达</p> <p>传统领域智能领军：海尔智家、格力电器、中联重科、杰瑞股份等</p> <p>2008-2011 PE TTM BAND：15-50 倍 /2012-2017PE TTM BAND：10-35 倍 /2020- PE TTM BAND：10-30，部分新兴领域 40 倍。但追随者的 PE 弹性大：欣旺达、海尔智家、迈为股份</p>
2021.6.2	数据资源优势下，期待更多新公司和商业模式的诞生——申万宏源策略数字专题系列之数字经济篇	数据在经济中的流转主要分为上游的数据发现，中游的数据处理，以及下游的数据分析三大部分，从上游到下游，科技属性逐级提高，市场所给予的估值中枢也逐级抬升。当下最大的变化在于：1、政策逐渐的规范，除了要要素市场化以及反垄断等重要规章出台，数据信息安全、数据标准、数据交易、个人隐私等相关规章已经进入意见征求稿阶段。变化之二在于产业数字化的过程中，数字化进度越快的制造业企业的估值中枢抬升的越快。截止 5 月 26 日收盘，我们整理 A 股“产业数字化+数字产业化” A 股 56 家上市公司，主要分布在计算机、通信、以及机械设备、汽车、家电等制造业，合计总市值达 7.4 万亿。	
2021.4.11	大树底下真的好乘凉吗？——申万宏源策略数字专题系列之平台反垄断	回溯反垄断对互联网巨头影响，诉讼风浪短期影响最大的是公司股价和因大额罚单或业务等调整带来的短期利润影响。长期影响最大的是公司的估值，尤其是公司的资本扩张收购并购等行为。在中国的要素市场化改革之中，数据已经列为五要素之一，未来数据也将成为公用事业的一部分。我国有大量的数据资源规模基数的同时也拥有全球较快的数字资源增速，数据很有可能成为继人口红利后，我国在长期发展中争夺话语权的又一优势。	
2021.3.30	工业智能制造之眼，行业迈入黄金发展期——机器视觉行业专题报告之一	机器视觉极大提升生产智能化程度，下游应用广泛，我国机器视觉行业处于快速发展阶段。机器视觉行业竞争激烈，国内厂商在产业链细分领域持续追赶海外龙头，国产替代进程不断加速。短中长期多重因素推动机器视觉市场需求快速提升，中性假设下预计 2023 年市场规模将达到 187 亿元。	1) 海外机器视觉龙头基恩士、康耐视依托先发优势和技术优势占据全球 50%左右的市场份额，毛利率均保持在 75%以上；2) 聚焦国内 A 股市场，我们建议优选拥有核心部件技术及独立软件算法的企业，如：奥普特、天准科技、矩子科技。
2021.3.26	海康威视 (002415) 深度研究——顶尖嵌入式软件公司的 AI 新成长（全行业 AI	海康威视是国内最优秀的嵌入式软件公司之一，长期前景或被低估。围绕“AI 新三要素：产品/方案/工程化”构建宽护城河。在 AI 赋能业务拉动下，中性假设 EBG 收入 CAGR 25%。与 Keyence（基恩士）对标，海康在工业机器视觉领域全面追赶。	维持“买入”评级。公司 2020 年已经进入新一轮增长曲线的“超级拐点”，2021 起有望持续兑现高成长。

### 赋能系列深度之三)

2021.3.19	云计算估值安全边际全测算——2021Q1 云计算行业点评	云计算技术在 2006 年商用之后，产业历经以下四个阶段：1) 2006-2010，云计算基础技术逐渐成熟，技术创新主要集中在 IaaS。2) 2011-2014，通用运行平台崛起，泛数据库类服务快速发展，PaaS 技术逐渐成熟。3) 2014-2019，云计算创新以点状创新为主；微服务、自研数据库等崛起。4) 2020 年至今，云原生技术扩散。2020 年后云计算创新集中在应用层。不考虑美债利率对个股 DCF 估值的扰动，实际软件产品云化后，对于供应商来说，转云后，价值上限提升；对于客户来说，产品创新是重点。风险偏好下降后，需要考虑云计算公司估值的安全边际，主要云计算公司 PS 水平回到中性假设下估值水平。	重点推荐：浪潮信息、石基信息、金山办公、深信服、广联达、明源云、用友网络、金蝶国际。
2021.2.10	从云办公需求爆发到云计算创新周期——云计算行业点评	当前云计算短中期有四大催化剂：1) 硬件利好来自流量爆发。流量是服务器行业增长根本驱动力；2) 软件利好来自云计算的用户教育。一方面是 SaaS 功能点用户教育，另一方面是 SaaS 在线续费用户教育；3) 企业信息化新一轮上云开启，海外国内互联网资本支出回暖；4) 英特尔服务器芯片制程新周期。2020 年英特尔发布 10nm 服务器芯片。	相关标的：1) SaaS：金山办公、广联达、用友网络、金蝶国际、石基信息；2) IaaS：优刻得；3) 基础硬件：浪潮信息、深信服、星网锐捷；4) IDC：光环新网
2021.2.5	嵌入式软件：类 SaaS 渠道乘法——嵌入式软件深度研究	首先，部分投资人把“嵌入式软件”与“硬件”混淆。其次，嵌入式软件与当前风靡的 SaaS/软件产品的附加价值、业务粘性殊途同归。我们做毛利率和全球领军 DCF 折现来验证。再次，嵌入式软件崛起另一个因素是渠道乘法效应，借鉴消费品/制造业的渠道研究方法。之后，“嵌入式软件”正是 2020H2 起“智能制造”核心、是 ICT(TMT)公司商业模式演进的必然。嵌入式软件的长期前景被低估，即使偏高 P/E 未必成为负担。	相关标的 1) 市场已经认知科技和成长属性的嵌入式软件：海康威视、德赛西威、深信服、亿联网络、视源股份 2) 市场对科技属性认知不足、或将其暂时纳入“传统行业”的嵌入式软件：启明星辰、星网锐捷、大华股份、九号公司、汇川技术、三一重工、柏楚电子、石头科技等，数量在增加。
2021.1.28	九号公司-UWD(689009)——智能短交通第一股，电动两轮车打开成长空间	九号公司是一家智能短交通和服务类机器人领域的创新企业。基因：持续产品技术创新，秉承工程师文化，重视商业变现。分品类来看，我们认为电动两轮车、智能滑板车、智能服务机器人具备较大增长潜力。电动两轮车：换车需求爆发，行业规模达千亿级别。此趋势下，新兴品牌通过新产品、新零售思路实现弯道超车。智能滑板车：强代步属性，TOC/TOB 均具发展机会。智能服务机器人：公司在此方面具备充沛的技术与产品储备，只欠东风，公司具备随时量产准备。	秉持“智慧的移动人+智慧的移动物”宗旨，以科技创新为手段，持续打造新产品、新技术，优化短交通应用场景和提升商业普及性。进军偏大众的电动两轮车领域，打开增长想象空间，以用户思维颠覆传统行业，期待公司实现弯道超车。2020 年实现扭亏但显著受到股权激励费用摊销影响，后续年份有望进一步体现利润弹性，对应 PE 分别为 520/191/126X，首次覆盖给予增持评级。

2021.1.4	明星 AI 企业评价体系与未来展望——全行业 AI 赋能系列深度之二	大部分明星 AI 企业财务上体现出初创公司特点，收入高增但大幅亏损。选取机器视觉四家明星企业横向比较，无论技术布局、下游行业应用、治理都存在较多相似性，但细节上略有区别。提出 AI 企业六阶段发展分析框架，大部分明星 AI 企业处于 2-3 阶段。建议对于处于第二-第三阶段的企业应重点关注财务存续性、和下游行业拓展和变现能力。	
2020.12.31	AI 产业化：2021 高景气主线——全行业 AI 赋能系列深度之一	2021 为 AI 产业化/资本化大年，同时 AI 将成为计算机 2021 年高景气投资主线，看好 AI 领军。给出 5 个维度的理由：1) AI 技术底座足以支撑应用爆发，AI 芯片大量成熟量产且性能逐年翻倍、AI 算法效率每 16 个月翻倍；2) AI 新三要素“产品/方案/工程化”是竞争焦点，行业 Know-How 为何成为关键变量；3) AI 领军的工程化能力是护城河，项目的成本、效率、质量均占优，中台化后优势扩大；4) 借助智能化转型提效降费成为刚需，智能方案采购的 ROI 达到 50%-150%；5) AI 产业生态“合-分-合”三阶段推演，当前分散，但行业领军通过 AI 平台，未来实现整合。	对于 A 股上市公司，重点关注 AI 领军：海康威视、科大讯飞、虹软科技、金山办公。建议关注 AI 基础设施受益的浪潮信息、中科曙光、寒武纪；拟 IPO 的 AI 公司云从科技、依图科技、旷视科技、云天励飞、云知声等。
2020.11.16	全领域智能替代——2021 年计算机行业投资策略	全领域智能替代技术背景是科技领军的全产业链创新+AI 行业赋能普及带来的产业重新洗牌机遇。全球市场的智能替代，攻克难度最大，需要更多从 $\alpha$ 寻找强势股；国内市场的非市场化替代主要为行业景气 $\beta$ 机会；国内市场的市场化替代需要综合考虑行业景气 $\beta$ 与个股 $\alpha$ 。下游景气：AI：领军公司已实现大量赋能案例落地，2021 年继续加速；智能网联汽车国产化替代大潮开启，360°环视/液晶仪表盘已占有；云技术迭代进入新周期；美股云计算拔估值，ARPU 值提升能力和用户粘性俱佳公司享受溢价；Fintech：金融创新政策频出，DCEP 继续推进；智能制造是大国全球竞争基础，渗透率低，国产化率更低；信息安全国产化率高，出海趋势明显；互联网医疗政策持续催化，预计互联网医院将快速涌现。	2021 年核心标的：智能替代三大主线： 全球市场化：海康威视、石基信息、德赛西威、恒生电子、深信服、虹软科技、金山办公 国内市场化：卫宁健康、科大讯飞、浪潮信息 非市场化：启明星辰、绿盟科技、千方科技 2021 年重点关注： 成长期领军：广联达、万兴科技、安恒信息、用友网络、东方财富 导入期领军：泛微网络、拉卡拉、久远银海、中科创达、美亚柏科 新增 $\alpha$ ：锐明技术、视源股份、金蝶国际、明源云

资料来源：申万宏源研究

附表 13：智联汽车报告及推荐标的：

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
----	------	------	---------

本届车展新能源优质供给继续强势渗透，态势无论是从参展商的结构，还是参展的产品上，都充分反映出了“拥抱变化”这一特点。整车智能化方面，自主品牌硬件配置突出，远超合资，主流定价超过合资品牌，在 30 万以上，引领趋势已定。快速迭代和更新的大环境下，Tier 1 供应商硬件升级、成本下降趋势明显中国的供应链企业具备重新破局的可能。硬件堆砌的上半场已经告一段落，但是数据的下半场才刚刚开始，整体看，格局并不清晰。

整车领域：首推**吉利汽车**，**长城汽车**，关注**北汽蓝谷**，**上汽集团**；

零部件板块 tier 1 控制系统：**华阳集团**、**德赛西威**、**华域汽车**、**联创电子**等

执行端：推荐**湘油泵**，关注**耐世特**

硬件预埋趋势已成，智能驾驶数据迭代开启！——2021 年上海国际车展总结

智能座舱板块：液晶仪表盘渗透率提升速度领跑所有座舱电子产品；中控屏渗透率即将到顶。智能驾驶板块：截至 2020 年底，10 款 ADAS 系统渗透率大致区间为 10%~40%，其中有 6 款渗透率均超过了 20%，但是仅有 1 款渗透率超过 30%，市场仍有较大成长空间。汽车智能互联板块：车联网和车载语音渗透率呈高速增长，导航地图渗透率平稳上升。

推荐标的：（1）智能座舱板块：首推**德赛西威**、**中科创达**。（2）智能驾驶板块：首推**德赛西威**，建议关注**百度**、**地平线**、**经纬恒润**、**中科创达**；（3）汽车智能互联板块：首推**移远通信**、**科大讯飞**，建议关注**百度**、**德赛西威**、**四维图新**。

ADAS、液晶仪表、TBOX 渗透率持续高景气——汽车科技渗透率跟踪报告

百度智能驾驶业务投入七年以来，共历经三代负责人变迁，每一代分别作出了不同战略决策上的贡献；其中最具革命和长远战略意义的在于 IDG 在陆奇领导下时，所做出的“百度 Apollo 开源”的战略决策。百度开源 Apollo 的背后，实则隐含了百度想成为下一代智能终端最大入口的远大目标，最终目的是通过垄断地位获取巨大“隐形”经济价值而非销售自动驾驶软件系统的收入。中短期看，百度 Apollo 现在生态无法迅速成熟暂无法形成闭环；长期看，不确定性在于目前整车厂自研趋势已经十分明显。走造车路线，成立“集度汽车”，力求复制“特斯拉正循环”模式。

百度 Apollo 背后的商业逻辑——智联汽车系列深度之十五

智能车联正成为车企与消费者之间新商业模式的纽带，存量客户变现的全新入口。新势力的车联 APP 用户评价及黏性最高，其次是自主龙头品牌，而外资品牌在这一领域明显落后。智能车联 APP 定位与战略逐渐分化，新势力领跑新模式，自主品牌奋力直追。整车“三化”是未来 10 年行业发展的最大主线。坚定看好自主品牌份额进一步向上提升的确定性，龙头自主品牌有望打开销量天花板，攫取二线合资份额。

推荐**吉利汽车**、**比亚迪**

智能车联，谁更有变现潜力——横向评价主要 OEM 在智舱、智驾方面的能力（二）

势力崛起，无论是销量还是市值，均倒逼着传统整车厂快步奔向智能化。智能车时代的竞争聚焦于“智能驾驶”和“智能座舱”。评估“能力”可通过资源投入、产品形态、用户反馈 3 个维度来进行。总体看，新旧势力并非水火不容，他们均在用自己的方式快速适应“智能车时代”的用户需求。智能化没有标准答案，谁能有效满足自己目标消费者的需求，谁就可以走到终点。因此我们认为新势力及优秀的传统 OEM 可借此变革浪潮再次崛起。

整车“三化”是未来 10 年行业发展的最大主线。而目前在智能化赛道上，新势力已具备了较为明显的先发优势及实际战斗力，这其中我们认为**小鹏**短期更有优势，但看未来 2-3 年维度，**Nio** 或许会有赶超的可能。而在传统车领域，推荐具有庞大研发团队，以及丰富智能化经验的**吉利汽车**。

智能车时代，谁有‘真实力’？——横向评价主要 OEM 在智舱、智驾方面的能力（一）



2019年4月-2023年11月，华为战略定位明确为Tier1,不造车;2023年11月以后是否造车无法确定。2020年10月30日，华为正式发布“HI 华为智能汽车解决方案”，“HI”品牌是华为自2019年4月至今发布的最新全栈智能汽车解决方案品牌。华为做智能网联汽车业务较大优势在于和原来ICT领域的技术有诸多协同。根据科技巨头财务分析中薪酬计算，科技巨头较大劣势在于人力成本高，可做汽车电子里相对标准的产品。但由于TMT商业模式的产品优于定制，可知定制化程度较高的产品投入回报率不高。

首推**德赛西威**，建议关注**中科创达**、**千方科技**。

HUD 即汽车抬头显示仪，其技术壁垒主要存在于：PGU、自由曲面反射镜、挡风玻璃。HUD 当前仍属小众 但其全面推广具备必然性。主要装配 HUD 对于终端使用者来讲存在三大必要性：行车安全性、交互便捷性、行车智能性，三大需求端的必要性必然推动 HUD 的全面普及。

2020 年往后，HUD 配套格局或受自主品牌装配率提升颠覆，将打破现有总体市场配套格局，配套需求有望充分对接到华为为代表的国产供应商，短期内市占率颠覆性改变。推荐产业链核心标的**华阳集团**、**福耀玻璃**。

资料来源：申万宏源研究

附表 14：智能 TMT 报告及推荐标的：

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.3.22	中控技术(688777)——智造 TMT 系列深度之十一：智能制造平台领军者的国际化起点	流程工业自动化龙头，盈利能力稳健。国内工业自动化/工业软件万亿市场，相比旺盛需求供应商相对稀缺。“天时、地利、人和”，公司有望成为智能制造平台型公司。领导班子换届加速国际化进程。	PE、POCF 两种估值方法下公司价值相较于当前市值 361 亿元（2021/3/19）有平均 40% 上涨空间，同时考虑到公司作为流程工业智能制造稀缺标的，行业需求稳定竞争格局较好，长期业绩增长确定性强，首次覆盖给予“ <b>买入</b> ”评级。
2021.2.18	从中望软件看国内 CAD 发展趋势——“智”造 TMT 系列深度之十	美国工业软件市场规模是中国 16 倍，我国工业软件仅占全行业软件总量的 2.4%，但却是工业的核心基础。本土工业软件厂商发展的驱动力：技术力提升与正版化催化。中望软件自成立之初即专注 CAD 软件的研发与销售，先后经历了二次开发、技术引进和自主研发三个阶段，逐渐拓展产品品类并掌握关键技术。	相关标的： <b>中望软件（未上市）、盈建科、广联达、用友网络、金蝶国际</b>

资料来源：申万宏源研究

附表 15：智能家居报告及推荐标的：

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.3.8	奥普家居(603551)——浴霸和集成吊顶行业领军者，向全屋智能化方向迈进	奥普家居是中国浴霸和集成吊顶的领军企业，多品类延伸开启新篇章。“电器”+“家居”双基因并行，研发能力业内领先。经销商+大宗+直营持续发力，构建三位一体渠道优势。跨界合作布局全屋智能管理，阳台业务或成新增长点。	预计公司 2020-2022 年每股收益为 0.47/0.60/0.71 元/股，当前股价对应 PE 为 27X/21X/18X，首次覆盖，给予“ <b>增持</b> ”评级。
2021.12.6	海尔智家(600690)——私有化打破盈利桎梏，全球经营	海尔私有化打破盈利桎梏，全球经营效率升级开启新征程。渠道效率升级、高端制胜未来。全球化经营进	假设公司私有化海尔电器完成，海尔智家增发 H 股后当期市值接近 2300 亿，按照 5

营效率升级开启新征程

入收获期。长期来看，此次私有化完成有助于提高管理层与股东利益的一致性，减少关联交易和少数股东权益，优化内部组织及管理架构，促进公司治理效率提升。

年后盈利水平 200 亿元，对应 20 倍市盈率，目标市值 4000 亿元尚有近翻倍空间。考虑到私有化尚不确定，我们暂不调增盈利预测，维持“**买入**”投资评级

资料来源：申万宏源研究

附表 16：医疗信息化报告及推荐标的：

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.2.1	当前时点看好医疗 IT 复苏的三个理由！——医疗信息化系列点评	尽管 2020 年下半年股价表现一般，但行业大逻辑其实一直没有破坏！领军公司无论卫宁健康、创业慧康 2020 年报预告均超预期，体现出领军公司逆境下韧性。预计 2021 年后订单与业绩都将恢复性增长。DIP 与信息化建设将继续。我们认为，进一步的院内信息化建设方向政策可能在后续推出。2021 年后互联网医疗后续配套政策有望加码。	推荐标的： <b>卫宁健康</b> （院内医疗 IT 领军，医院信息化建设核心供应商）， <b>创业慧康</b> （受益于区域卫生可能的优先行业复苏）； <b>和仁科技</b> （新产品全院一体化产品有望实现订单高增）； <b>久远银海</b> （医保 IT 领军）。
2021.1.28	和仁科技(300550)深度研究——新医院一体化系统市场拓展与效率提升的双击！（医疗信息化深度之七）	和仁科技成立于 2010 年，是一家起步于军队医院、在电子病历有丰富建设经验优势的医疗 IT 特色企业。我们预计新系统的成功将使得公司在 2021 年后收入与利润都实现高速增长！2018 年后医保局 DRGs 等导向对医院信息化做出较高要求，而三甲医院内部仍存在条线多、供应商杂、内部相应交互效率低的问题。新一代全院级一体化系统成功推出，有效提升医院客户运行效率等关键指标。新一代产品在 2020 年后实现快速复制！全年订单较高增长。高复用率下，一体化产品交付效率大幅提升。	虑到和仁科技 1) 满足大型医院信息化需求，新一代医院一体化 IT 解决方案快速推广；2) 新一代产品云化部署逐渐完善，2021 年后大概率实施成本降低。短期目标市值 47.5 亿元（8.3x2021 年 PS）。首次覆盖并给予“ <b>买入</b> ”评级。
2020.11.17	互联网医疗政策频出，行业格局渐清晰——医疗信息化系列点评	国家医保局发布《关于积极推进“互联网+”医疗服务医保支付工作的指导意见》，提出 4 方面重点工作 3 点前瞻铺垫，整体看并未出现太多超二级市场预期内容。互联网医疗商业模式可以按照是否纳入医保支付进行区别，互联网企业与传统医疗 IT 企业各自优势所在。截至 2020 年互联网医疗合作版图已较为清晰。上市公司层面，我们认为 2020 年互联网医疗行业发展极快，但上市公司业绩可能滞后于流量增长。	

资料来源：申万宏源研究

附表 17：区块链报告及推荐标的：

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
----	------	------	---------

目前央行 DCEP 在发行流通过程中有以下特点：中心化、钱包账户松耦合、交易过程直接记录。即 DCEP 在设计思路无限接近于现金！DCEP 推广可能以商业银行为主，猜测 3 种尝试：1) 加快钱包测试发放范围和速度，可能开始硬件钱包发放；2) 与线下商户和对公账户合作；3) 由底层可编程特性可知，未来可能搭载更多应用。DCEP 推出后对各方影响：对于个人：基本无影响，双离线环节可能更简便；对于货币政策和金融监管：货币政策时滞性收窄，金融监管强度增加，从账户到全流程；对银行影响：减少运营成本，潜在更多应用；对于三方支付：加强银行账户影响力，收单商业模式可能变化。央行数字货币 DCEP 目前仍以国内零售环节试点为主，未来可能开展跨境应用，但并不一定是跨境数字货币最理想形式，仍需长期的探索。

收益机会：

核心发行环节：主要受益机会可能围绕商业  
商业银行开展。

发行和交易系统改造/底层可编程产生的后  
续应用：**长亮科技、宇信科技、广电运通、科蓝软件、高伟达等**；

硬件钱包、ATM 改造、加密认证、商户拓展  
等衍生环节：**飞天诚信/科蓝软件、广电运通、格尔软件、数字认证、拉卡拉等**。

DCEP：对各方影响预测与  
跨境畅想——区块链与数  
字货币行业深度之八

2021.4.9

2020 年 10 月后，央行数字货币开始在各地发放红  
包并试点。截至目前测试过程，仍以国内的、零售场  
景为主，由于数字货币对于消费场景有明确要求，可  
类比为“消费券”。银行在试点中起更加关键作用！  
DCEP 可加载智能合约，意味着未来有更多智能应用  
可能。

**长亮科技、宇信科技、广电运通、高伟达、拉卡拉、科蓝软件、飞天诚信、格尔软件、数字认证**

银行参与数字货币试点有  
哪些信息化机会？——区  
块链与数字货币点评

2021.3.29

资料来源：申万宏源研究

## 消费与大健康专题

附表 18：农林牧渔行业报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.5.10	生猪养殖高景气兑现，“后周期”进入发力期——农林牧渔行业 2020 年年报及 2021 年一季报回顾	<p>SW 农林牧渔行业 2020 年业绩实现高增，<b>生猪养殖</b>景气创历史新高，供给恢复态势确定，周期高位回落，聚焦龙头“以量补价”成长确定性。</p> <p>禽养殖景气在 2019 年高位的基础上大幅回落，供给充裕背景下预计继续承压，聚焦龙头成长。</p> <p><b>饲料</b>版块 2020 稳健增长，2021 进入“后周期”景气兑现期，关注贝塔与阿尔法逻辑双增的优质龙头。</p> <p><b>动保</b>版块 2020 止跌回暖，2021Q1 景气持续。受益于生猪存栏规模的逐步恢复，猪用疫苗需求逐步回暖。疫苗“后周期”景气高企，关注研发创新、综合服务水平能力强的龙头动物疫苗企业。</p> <p><b>宠物食品</b>版块是“增速快”、“体量大”的优质赛道，关注龙头企业国内业务的长期成长性。<b>食用</b> <b>菌</b>版块 2020 景气前高后低，21Q1 景气承压，关注龙头企业渠道变革及新品扩张。</p>	<p><b>生猪养殖</b>：推荐<b>牧原股份</b>，关注<b>正邦科技、天邦股份</b>；</p> <p><b>禽养殖</b>：<b>圣农发展</b>；</p> <p><b>饲料</b>：<b>海大集团</b>；</p> <p><b>动保</b>：<b>生物股份、科前生物</b>；</p> <p><b>宠物食品</b>：<b>中宠股份</b>。</p>

2021.4.1	海大集团(002311)——行稳致远，海大十年十倍的奥秘	海大集团是优质农业白马，十年十倍稳健成长。低毛利高周转，饲料板块 ROE 领跑农业行业。高效优异的管理效率+极致的成本控制能力，铸就龙头海大。饲料主业天花板尚远，多点开发协同效应彰显。	当前股价对应 20-22 年 PE 估值水平为 52X/40X/34X，首次覆盖，给予“ <b>增持</b> ”评级
2021.2.3	圣农发展——产能扩张与 2C 品牌化建设加速并举的白羽肉鸡龙头	圣农发展引领行业发展趋势，已发展成为中国唯一的全产业链白羽肉鸡生产商，在成本管控效率逐年提升与产品溢价逐步显现的背景下，在行业景气下行期盈利能力显著优于同业，支撑其逆势进入新一轮产能扩张。公司有望通过低价收购、自建等方式在未来 3-5 年内实现养殖产能的翻倍增长。同时，公司食品业务保持了快速稳健发展，在 B 端优质大客户方已取得明显领先的基础上，进入 2C 品牌化建设的加速期。	当前股价对应 20-22 年 PE 为 17X/20X/13X，首次覆盖，给予“ <b>增持</b> ”评级
2020.12.31	沉舟侧畔千帆过，万吨巨轮驶蓝海——农林牧渔行业复盘报告	长期投资农业板块大部分时间很难获得超额收益，但精选公司后获得超额收益的时间概率大幅提高。 <b>农业“牛股”有三大共同特征 1) 顺应趋势，聚焦主业；2) 创新性深耕主业；3) 逐步建立起了一定的核心竞争优势。</b> 农业行业受到市场关注或出现阶段性行情，往往出现在通货膨胀预期、有关农业扶持政策出台和国际农产品价格上涨情景中，而驱动具体子行业投资机会因素各不相同。中国农业规模化、集约化、现代化趋势正在孕育一批成长性大企业， <b>农业投资逐步由“主题、周期”向“成长、消费”转型。</b> 同时不可忽视农业行业及上市公司风险：如自然灾害风险、价格风险和上市公司业绩不达预期等。	按照前述“牛股”特征，我们继续推荐农业“牛股”上市公司： <b>生物股份、牧原股份、新希望、登海种业、海大集团</b> ，及潜在“牛股”农业上市公司： <b>金龙鱼、圣农发展、雪榕生物、中宠股份、湘佳股份</b> 等

资料来源：申万宏源研究

附表 19：食品饮料行业报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2020.11.27	货龄相对正常 关注厨邦与千禾——零添加与鲜味酱油终端调查系列一	汇总 2020 年 11 月 19 日调查数据与调查中得到结论：1) 鲜味酱油：六月鲜产品新鲜度最优，厨邦次之，周转动销保持良性。2) 零添加酱油：六月鲜货龄优势显著，千禾紧随其后。3) 产品陈列方面，海天酱油占据的货架最多，位置最佳；其次为千禾与六月鲜，厨邦独立堆头较少。导购推荐方面，上海商超导购员以推荐海天与六月鲜为主；北京商超导购员推荐千禾为主，海天次之，且少数商超有千禾专职导购员。	展望 2021： <b>中炬高新</b> 自宝能入主后，逐步捋顺中长期发展规划，已从产品、渠道、激励及产能等进行全方位改善，充分表明宝能打造国内一流调味品企业的决心。 <b>千禾味业</b> 作为零添加的龙头企业，正处于泛全国化阶段，建议持续关注公司在华北、华中市场及线上销售的拓展表现。 <b>海天味业</b> 在疫情后将进一步补强自身 C 端实力，在品类端积极布局复合调味品赛道，建议关注公司新品火锅底料与定制餐调业务的推进进度。



本期汇总 2021 年 3 月 20 日调查数据与调查中得到的结论：1) 鲜味酱油：六月鲜产品新鲜度最优，货龄普遍略有延长；2) 零添加酱油：货龄环比继续优化，且普遍优于鲜味酱油。产品陈列方面，海天酱油占据的货架最多，其次为千禾，厨邦独立堆头较少。导购推荐方面，北京与上海均有推荐千禾，且部分商超有千禾专职导购员，六月鲜的专职导购员数量次之。导购员推荐最多的酱油是千禾零添加酱油。

从草根调查的情况来看，零添加品种的货龄普遍优于鲜味酱油，建议关注龙头企业的渠道库存水平及后续动销消化情况。20Q3 起，原料包材价格上涨致酱油行业普遍承压，我们认为将加速行业出清速度，利好头部企业的行业整合。

农夫山泉建立包装饮用水和饮料的双引擎发展模式，并已形成多品类矩阵。水源先发优势显著。精品理念，差异化定位。以水为核心，实现均衡的品类结构。我们认为，具备瓶装水相对竞争优势的企业，在软饮料赛道中更易行稳致远。

根据 FCFF 模型，基于 7.19% 的 WACC 与 3% 的永续增速，得出农夫山泉每股价值 38.37 人民币，对应 45.39 港元。我们给予公司目标价 45 港元，首次覆盖，给予“增持”评级。

门店拓展叠加同店提升，增长模式及路径清晰，天花板可看到 2-3 万家。供应链先发优势及加盟商管理实力构建主业护城河，管理层战略眼光长远，构建美食生态圈，外延探索远期成长点。

基于公司远期高成长空间、强大的核心竞争力、优秀的管理层，认为公司 21 年加回激励费用调整后的动态估值可提升至行业平均水平 68x，给予公司目标市值 700 亿，较当前市值有 28% 上涨空间，维持买入评级。

巴比食品是连锁中式面点早餐龙头。早餐行业整合空间大，公司掌握先发优势。多途径强化开店意愿，全国化布局扩容门店数量，支撑加盟商开店意愿的驱动力主要来自于：品牌背书、效率提升、口味本土化与盈利稳定。此外，短保锁鲜布局消费升级，公司下设华东团餐事业部，已与 300 多家知名企业达成合作，未来将逐步拓展至华南与华北，建立公司第二成长曲线。

基于公司突出的中长期成长性和细分品类的先发优势，给予公司 5% 的估值溢价，目标价 48 元，对应 21 年 62xPE，首次覆盖给予“增持”评级。

通过测算国内散称瓜子的替代空间、公司弱势市场提升潜力、及海外业务增量空间三个方面，认为公司的瓜子业务远未达到天花板，洽洽的传统业务仍大有可为。战略定位“洽洽=坚果”，第二成长曲线可期，公司的终端网点、经销商资源、渠道管控能力三方面优势有望助力公司成为坚果品类的领先者。

瓜子市场的绝对龙头地位+第二成长曲线切入天花板更高的坚果赛道，随着泰国工厂的落地，公司同时进入全国化加速扩张阶段，整体天花板进一步上移，公司具备清晰的中期成长路径，核心竞争力及优异的管理组织能力，我们认为公司 2021 年合理 PE 估值可提升至行业平均水平，给予公司目标价 75 元，对应 21-22 年 PE 分别为 42x、35x，较当前股价有 23% 上涨空间，维持买入评级。

仲景食品是香菇酱创始者，两大品类双轮驱动，主要覆盖调味配料与调味食品两大业务，2019 年收入比重分别为 52% 与 48%。注重渠道管理，发力全渠道建设。技术实力雄厚，研发投入稳健。公司具有药企背景，注重以持续的研发投入与技术创新作为新品研发的依托，构筑产品竞争力。展望未来，在产能瓶颈移除后，公司的渠道拓展与新品推广有望加速，长期成长潜力值得期待。

给予公司 2021 年可比公司平均估值 58 倍，对应目标价 83 元，较 2020 年 12 月 30 日收盘价仍有 6% 上涨空间，首次覆盖给予“增持”评级。

甘源食品深耕籽类炒货，极致思维打磨产品内力，成就豆类零食领跑者。全国性经销网络构建成熟，经销商稳步发展，与公司共享成长红利。公司构成以经销为主+电商为辅的销售渠道。展望未来，北方产能布局完善助力公司市场拓展，产品结构有望优化，品牌建设长期提升空间仍大，成长可期。

考虑公司历史增长质量、未来渠道下沉和新品拓展的长期增长潜力，以及公司自身的天花板较高，参考可比公司 21 年市值加权平均 PEG，给予公司 21 年合理 PEG1.7x，对应 21 年 PE35 倍，目标价 92 元，较当前股价有 11% 上涨空间。首次覆盖，给予**增持**评级。

2020.12.25 甘源食品 (002991) —— 极致思维深耕豆类零食 匠心沉淀蓄势成长

资料来源：申万宏源研究

附表 20：白酒行业报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.5.6	白酒 2020 年报&21Q1 总结——高端景气延续，次高端需求恢复，把价值交给时间	基本面分析：高端酒景气延续，次高端及中端需求恢复，行业分化加剧。估值分析：板块估值处于高位，以时间换空间。21 年建议降低整体预期收益率，赚中长期业绩增长的钱，企业的长期价值终将向企业基本面回归。	<b>重点推荐：山西汾酒、五粮液、贵州茅台、泸州老窖；</b> 推荐洋河股份、今世缘；关注顺鑫农业、古井贡酒。
2021.4.10	酱酒热度高涨，千元赛道景气，头部品牌强势——2021 年春糖白酒渠道反馈	本周参加春季糖酒会，观点总结如下：1) 酱酒是产业热度最高的板块，20 年开始酱酒发展势头越来越强劲，到 21 年行业可谓进入到如火如荼的发展阶段；2) 千元价格带扩容趋势强；3) 次高端呈现消费跃升与分化加剧的特点；4) 光瓶酒长期成长空间仍然巨大。21 年建议降低整体预期收益率，赚中长期业绩增长的钱，企业的长期价值终将向企业基本面回归。	<b>重点推荐：贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液；</b> 推荐洋河股份、古井贡酒；关注今世缘、顺鑫农业。
2021.4.2	名酒价格稳中向上，高端表现最为强势——白酒终端（线上&线下）调查系列二十	汇总 2021 年 03 月 20 日调查的线上线下白酒产品数据与调查中得出的结论：1) 茅台：终端需求强劲，价格表现强势，整箱普飞价格上涨幅度明显大于散瓶。2) 五粮液：普五价格中枢继续上移，终端备货充足动销向好。3) 国窖 1573：终端成交价基本站稳千元，终端备货充足。4) 次高端：价格有所分化，青花汾酒价格表现强势，剑南春价格稳中有升。5) 中高端：窖龄 30 年铺货减少，特曲成交价上移至 300 元左右。	<b>重点推荐：贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液；</b> 推荐洋河股份、古井贡酒；关注今世缘、顺鑫农业。
2021.3.31	品类属性特殊，成长潜力巨大——从海外发展看中国预调酒行业空间	我国预调酒行业发展起步较早，但发展较慢。2018-2020E 行业收入 CAGR 恢复至 9%，渠道库存也调整至合理水平。中国预调酒行业已经走出调整，迎来新一轮快速增长期。本轮行业扩容逻辑和支撑基础与上轮完全不同，供给质量高，需求可持续是本轮行业增长的特点。海外为预调酒成熟市场，成长路径各不相同。我国预调酒行业成长潜力足，中性假设十年收入空间 200 亿。	
2021.3.5	山西汾酒(600809)——清香龙头，复兴在望：全国化与高端化成长路径	山西汾酒历史悠久，几度沉浮，复兴在望。品牌强势，机制灵活，团队优秀。全国化与高端化并进，2025 年收入空间可看 400-500 亿。	预计 2025 年汾酒净利率将提升至 30%-35%，给予汾酒 2021 年可比公司平均 PEG (2.1x)，对应市值约 4000 亿。维持 <b>买入</b> 评级。

从春节白酒销售情况看，品牌分化仍然明显，名酒动销表现超预期，高端酒及全国化名酒品牌表现强势，普遍实现量价齐升。中长期看，高端白酒、次高端及大众酒龙头公司，在高端化、集中化、头部化的趋势下仍然具备很大的量价提升空间。从当前渠道表现来看，库存普遍不高，高端酒库存基本在半个月-1个月，次高端名酒库存基本在1个半月以内，价格稳中向上，渠道表现非常良性。由于20年二季度渠道基本处于清库存状态，而21年春节销售旺盛，渠道库存低，预计二季度主要名酒品牌增长仍会进一步加速。

**重点推荐：贵州茅台、泸州老窖、山西汾酒、五粮液；**推荐底部复苏预计21年弹性较大的**顺鑫农业**、调整稳步推进且成效逐步显现的**洋河股份**；地产酒看好**今世缘**和**古井贡酒**。

2021.2.22 春节名酒动销超预期 继续看好强势白酒龙头——2021年春节白酒渠道反馈

资料来源：申万宏源研究

附表 21：家电行业报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.5.13	白电基本面持续复苏，新经济景气依旧——家电行业2020年年报暨2021年一季报总结	基本面持续复苏，Q1行业增速亮眼。白电行业：2020Q4-2021Q1原材料催化本轮涨价潮，量价齐升带动营收持续增长。厨电行业：2020Q4-2021Q1收入业绩均实现同比增长，毛利率有所回落。小家电行业：2020Q4-2021Q1收入延续双位数高增，业绩端持续改善。黑电行业：2020Q4-2021Q1收入与利润增速均大幅提升。	1) <b>白电空调</b> ：重点把握 <b>格力、海尔、美的</b> 三大白电公司年报业绩超预期，零部件继续推荐 <b>三花智控</b> ；2) <b>小家电</b> 关注跨境电商下的投资机会， <b>JS环球生活、石头科技、科沃斯</b> 作为小家电出海标杆企业，此外推荐 <b>苏泊尔、九阳</b> 等线下渠道经营修复、估值偏低的公司；3) <b>地产产业链</b> 重点把握竣工修复带来的契机，推荐 <b>火星人、浙江美大、老板电器</b> ；4) 推荐下一代 <b>显示技术</b> 升级： <b>极米科技</b> 。
2021.4.16	海信家电(000921)——综合白电领军企业，混改落地加速释放经营活力	公司经历了重组与多次业务整合，目前拥有海信、科龙、容声、日立、约克五大品牌。传统冰洗市场韧性犹在，中央空调前景开阔。综合白电全覆盖叠加渠道协同多样，共筑公司核心竞争力。把握新风空调发展风口，加速汽车空调领域布局。	我们预计公司2021-2023年对应每股收益为1.33/1.53/1.73元/股，当前股价对应PE为13X/11X/10X，首次覆盖，给予“ <b>买入</b> ”评级。
2021.3.12	火星人(300894)——第三代集成灶领军者，线上线下一双轮驱动	第三代集成灶领军者定位高端。强势品牌推广、立体培训体系、管家开业帮扶和持续运营体系实现线下渠道网络扩张。电商战略思路前瞻，渠道多元化并行不悖。	当前股价对应估值分别为66倍、45倍和33倍。考虑到公司业绩增速较快，成长性好于可比公司，核心驱动仍在于集成灶业务多渠道开拓进入放量阶段，我们首次覆盖给予“ <b>增持</b> ”投资评级。
2021.3.10	集成灶逆势增长，扫尽万家油烟——集成灶行业深度报告	集成灶解决中国家庭厨房痛点，行业度过导入期进入快速增长阶段。渠道突围+产品升级加速品类渗透率攀升，集成灶行业空间巨大。浙江美大行业领军，火星人后起之秀弯道超车。	1) 专业品牌：第一梯队：推荐 <b>浙江美大</b> 、重点关注 <b>火星人</b> ；第二梯队： <b>帅丰电器、亿田智能</b> 。2) 传统厨电： <b>老板电器</b>
2021.3.8	奥普家居(603551)——浴霸和集成吊顶行业领军者，向全屋智能化方向迈进	奥普家居是中国浴霸和集成吊顶的领军企业，多品类延伸开启新篇章。“电器”+“家居”双基因并行，研发能力业内领先。经销商+大宗+直营持续发力，构建三位一体渠道优势。跨界合作布局全屋智能管理，阳台业务或成新增长点。	我们预计公司2020-2022年实现每股收益为0.47/0.60/0.71元/股，当前股价对应PE为27X/21X/18X，首次覆盖，给予“ <b>增持</b> ”评级。

2020.12.6	海尔智家(600690)——私有化打破盈利桎梏，全球经营效率升级开启新征程	私有化打破盈利桎梏，全球经营效率升级开启新征程。渠道效率升级、高端制胜未来。海尔作为家电企业国际化的领头羊，2011年以后陆续收购日本三洋、澳新斐雪派克、美国 GEA 和欧洲 Candy，连续十一年蝉联全球大型家电零售量第一。公司治理效率优化，管理层与股东利益趋于一致。	假设公司私有化海尔电器完成，海尔智家增发 H 股后当期市值接近 2300 亿，按照 5 年后盈利水平 200 亿元，对应 20 倍市盈率，目标市值 4000 亿元尚有近翻倍空间。考虑到私有化尚不确定，我们暂不调增盈利预测，维持“买入”投资评级。
-----------	---------------------------------------	---	--

资料来源：申万宏源研究

附表 22：医药行业报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.5.12	“疫”后归来，再望佳期——医药行业 2020 年报及 2021 年一季度回顾	医药行业 2020 年呈现明显分化。中国的核酸检测、抗疫设备和耗材驰援海内外，相关板块 2020 业绩高增。与此同时，院内诊疗活动受到直接影响，常规用药、手术相关耗材、民营医疗服务行业受损，医药上市公司 2020 年业绩因此呈现明显分化。2021 展望：无论从医药制造业收入和利润、医保支出、还是从上市公司季度业绩情况看，各项数据指标从去年下半年起呈现逐季度向好趋势。	建议关注：恒瑞医药、迈瑞医疗、爱尔眼科、长春高新、药明康德、康泰生物、智飞生物、康希诺-U、司太立、健友股份、我武生物、爱博医疗、博瑞医药。
2021.3.25	迈瑞医疗(300760)——长中短三因共振，奏响国产器械最强音	短期：内部对冲疫情不确定性，全球地位提升。中期：有序产品布局，支撑公司可持续增长。迈瑞医疗三大产品线（生命信息与支持、体外诊断和影像）均定位于中高端，直接受益于“渗透率+进口替代率”双提升的逻辑。长期：自上而下长逻辑，平台化带来高确定性。	考虑平台型公司相较于单品类公司的溢价和龙头公司相对于二三线公司的溢价，我们认为迈瑞当前股价存在更大程度低估。首次覆盖，给予“增持”评级。
2021.2.1	2020 大丰收，预计 2021 需求持续——新冠检测行业科普、总结与展望	2020 年新冠检测行业大丰收，2021 年高需求和竞争加剧并存。建议关注长期逻辑：龙头公司通过疫情实现产品或服务在海内外客户中渗透率提高。	建议关注：金域医学、华大基因、万泰生物、迈瑞医疗、新产业、圣湘生物。
2021.1.15	康泰生物（300601）——疫苗行业优质标的，研发布局行业翘楚	国内疫苗行业竞争格局重塑，市场进入蓬勃发展阶段。康泰生物投资价值：短中长期兼具增长看点。短期（0-1 年）：23 价肺炎疫苗的需求有了较大提升，未来两年将进入高速放量期。中期（2-5 年）：公司 13 价肺炎疫苗及人二倍体狂犬病疫苗均有望在 2021 年获批上市，两大重磅产品竞争格局良好，产品上市后进入快速放量期。长期（5 年以后）：百白破-IPV-Hib 五联苗有望在五年内获批上市。	对公司采用相对估值法（PEG 法）进行估值，最终得到公司的价值约为 1410 亿，相对于 2021 年 1 月 14 日市值 1012 亿元，存在 39% 的上升空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
2021.1.15	司太立（603502）——一体化驱动，迎来高速增长造影剂龙头	小而美的造影剂赛道，行业格局有望重塑。原料药+制剂一体化进入兑现期，全球造影剂仿制原料药龙头地位逐步稳固。制剂出口道路未来可期。	对公司采用相对估值（PEG 对比）方法进行估值，目标市值 212 亿，相比 2021 年 1 月 14 日总市值 162 亿元，还有 30.9% 的空间，首次覆盖给予“买入”评级。



博瑞医药是一家研发驱动型的高难仿原料药企业，具有更高的进入壁垒、更高的毛利水平、更优的竞争格局以及更长的生命周期。公司原料药产品管线丰富，全球范围内逐步实现商业化销售。向下游高端制剂延伸，打造全产业链盈利模式。博瑞是持续挖掘、投资优质创新型标的企业，加杠杆做研发。公司布局了丰富的高端原料药和制剂管线，未来几年将逐步获批上市放量，是公司近几年高速增长的核心驱动力。

对公司采用绝对估值（复杂 FCFF）法进行估值得到公司最新合理每股价值为 59.63 元/股，相比于 2021/1/8 收盘价 47.24 元/股有 26% 的上涨空间，首次覆盖，给予**买入**评级。

博瑞医药(688166) ——研发驱动的全球化高端化药企业，进入快速成长期

2021.1.11

资料来源：申万宏源研究

附表 23：消费服务业行业报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.6.9	加码新消费，重塑新格局——2021Q1 互联网电商业绩总结及 2021 年展望	线上消费延续高增长态势，电商渗透率环比提升。下沉市场消费潜力巨大，成为电商互联网平台增长驱动主力。角逐社区团购赛道，构建中长期竞争优势。三大电商 21Q1 业绩均超预期，加大中长期新业务投入。	2021 年，电商行业再度进入“投入期”。我们预计今年多平台积极参与 618 电商购物节，直播带货等销售规模有望创新高，关注新消费亮点和新品牌机遇。推荐具有完善电商生态的稀缺平台型公司及对下游流量的掌控和上游供应链的议价权的龙头企业：阿里巴巴、京东、拼多多、美团。
2021.5.10	需求快速反弹，顺周期逻辑开启——休闲服务行业 2020 年年报及 2021 年一季报总结	一季度疫情后修复逻辑占据主导，核心资产受流动性影响估值承压，二季度预计将突出顺周期行情。一季度板块营收水平持续改善，但局部疫情仍对经营产生一定压力。海南旺季销售表现良好，短期估值略有承压。休闲需求预计“补偿式”恢复，国内客流快速反弹。加速拓店持续兑现，顺周期行情全面开启。	从目前恢复的情况看， <b>免税&gt;酒店=本地生活&gt;餐饮&gt;国内游&gt;出境游</b> 。各大景区 4 月开始客流反弹迅速，五一形成了良好的催化，预计 Q2 会有较好的利润表现。 推荐： <b>中国中免，首旅酒店，天目湖。</b>
2021.3.31	数读 2021 年社区团购消费新趋向——消费者社区团购问卷调查及分析报告	疫情后社区团购用户留存可观，平台间流量竞争激烈。团长是触达消费者的关键节点。价格优势与品类品质提升考验平台供应链与物流能力。在国家监管政策和社会舆论关注下，未来社区团购发展将从补贴转向业务效率。供应链层面，平台将向上游延伸，稳定团品货源与品控，获得价格优势；仓储物流环节，平台将精细化运营，降低生鲜损耗率和末端履约成本；消费者运营端，数据化手段+成熟考核机制提升团长专业化运营能力，改善消费者购物体验。社区团购平台从生鲜到快消的品类扩充，以高频带低频，将有望打造社区综合电商平台。	推荐电商平台企业： <b>拼多多、京东。</b>

2021.3.30	十年轮回,寻找次新中的“新星”——次新股跟踪系列报告之一	2010 年创业板开板为新兴科技公司提供孕育之所,首批上板公司中 10 倍股占比较高。站在当下,仿佛又一轮回,我们再一次迎来了资本市场改革加速期。我们认为应积极关注近年来上市的次新股,尤其是其中属于科技、医疗和消费大板块的优质个股,这批公司中可能产生下一个“爱尔眼科”。	50 只次新股分别属于“科技+医疗”和“消费+服务”两大类,均为景气度较高的行业赛道。从行业来看,医药、电子、食品饮料、机械设备行业占比靠前,合计达到 50%。其中大部分次新标的均为其所在细分领域的龙头,部分属于新兴赛道的领军企业。
2021.3.3	电商驱动+地产催化,家纺布局正当时——家纺行业深度报告	家纺行业集中化带来龙头成长属性凸显,与市场观点存在预期差。近期基本面拐点,低估值、高分红催化,有望复制 18 年戴维斯双击行情。电商主驱动:疫情加速线上化,新营销抬升成长斜率。地产后周期:中美房市共振,家纺消费有望滞后释放。家纺龙头积极有为,未来看点众多。	高分红+低估值+21 年初冷冬晚春因素+龙头品牌电商渠道量价齐升打开新一轮成长空间+地产后周期传导基本面逐步验证,坚定看好家纺板块。推荐 <b>水星家纺、罗莱生活、富安娜</b> ,建议关注 <b>梦洁股份、众望布艺</b> 。
2021.3.3	风起云涌,功效为王——功效性护肤品行业深度	功效性护肤品高景气度,医美与皮肤科用药规模的不断增加,助推功效性护肤快速增长。功效性护肤品市场向龙头集中,国民品牌展现本土优势。贝泰妮:“薇诺娜”聚焦敏感肌肤护理,强品牌力+渠道力+产品力打造龙头国民品牌。上海家化:玉泽涵盖多品类、多渠道,“医研共创”强化皮肤问题解决者形象。欧莱雅:品牌众多的化妆品帝国,活性化妆品牌抢占中国市场。功效性护肤品行业高景气度,国产品牌快速成长,预计贝泰妮上市后二级市场 21 年 PE 合理范围在 80-100X。	建议关注:1) <b>贝泰妮</b> ; 2) <b>上海家化</b> 。
2021.2.18	品牌+渠道共创茶饮行业千亿市场——茶饮行业深度报告系列之一	咖啡因+糖催生茶饮行业初期需求,消费升级和资本入局推动产品升级。品牌+渠道助推茶饮行业快速增长。茶饮行业投资回收期一般在 1-1.5 年左右,企业盈利仍有优化空间。茶饮行业千亿市场,下沉和扩张空间可期。	我们预计新式高端茶饮上市后 PS 估值可以达到 6-8 倍之间。茶饮行业消费升级下空间巨大,而头部玩家在门店布局上已形成全国网络,后端供应链同步提升,预计高端品牌及中低端供应链后续均有投资机会,重点关注 <b>喜茶、奈雪的茶、茶颜悦色、蜜雪冰城</b> 等公司。
2021.2.8	疫情全景复盘:寻找“后疫情”时代社服行业投资机会——2020 年休闲服务行业复盘及年报前瞻	疫情对大部分服务业公司基本面造成长期影响和分化。市场青睐高景气度以及供需改善的行业,机构持仓呈现集中趋势。免税高景气度延续全年,海南大发展机遇红利释放。酒店供给加速出清,集中化提升逐步验证。外卖及买菜业务购物粘性不断提升,社区团购下沉空间打开。	疫情的影响经过一年的消化和恢复,社会服务行业格局发生明显变化,市场高度关注景气度边际向好的细分行业。建议重点关注十四五开局之年免税行业的发展、供需结构改善下酒店行业的集中化和品牌化趋势、本地服务平台流量转化和下沉拓展。推荐公司: <b>中国中免、首旅酒店、美团</b>
2021.1.28	掘金万亿闲置经济,二手电商快速崛起——二手电商行业迎来黄金发展期	闲置经济崛起,催生广阔的二手电商市场。二手电商领域综合平台寡头对峙,垂直平台圈地精耕,C2C 与 C2B2C 模式并存的格局。从现在的趋势来看,头部企业的集中度会愈发提升,综合类平台的优势将更加凸显。	<b>闲鱼、转转、爱回收</b>
2020.12.23	社区团购:流量之下,价值沉淀——电商精品系列报告之四	巨头入局社区团购,激活下沉用户网购需求,驱动生鲜渠道效率变革。盈利关键点在于团购提高客单价,降低采购和履约成本,精细化 SKU 管理。短	展望未来,低价补贴竞争不可持续,伴随商业模式迭代成熟,平台将走向良性竞争,并通过构建下沉市场本地化、多层次的仓配体

期看资源，中期看运营，长期看生态。我们认为社区团购帮助了小 B 商家加速数字化布局，开拓生鲜增量市场；是一种产业链效率升级的商业模式。

系和供应链基础设施，提升生鲜食百产业链效率，互联网平台和食品供应商等多方受益，推荐平台企业**拼多多、京东**。

2020.12.3 直播电商新趋势，从流量导购到品效合一——电商精品系列报告之三

播带货是电商发展长期趋势。以 KOL 直播带货形式构建的强双边市场实现渠道最低价，营销价值大于渠道价值。直播电商起于流量，发展空间由供给决定。平台多方面受益，规则决定竞争格局。

直播电商成常态化营销渠道，相关产业链多方受益。推荐平台：**京东、拼多多**，建议关注**拟上市公司快手科技**；MCN 及红人营销机构：**天下秀**、建议关注**起步股份、尚纬股份**；电商代运营：**宝尊、壹网壹创、丽人丽妆**。

资料来源：申万宏源研究

附表 24：消费服务业行业上市公司报告

时间	报告标题	主要观点	推荐逻辑及标的
2021.5.7	<b>东方嘉盛(002889)</b> —— 跨境供应链模式复制至跨境电商，突破行业天花板	依托保税区服务优势，将成熟的供应链管理模式成功拓展到其他行业，打破供应链公司天花板。跨境供应链竞争格局良好，公司专注供应链服务主业，净利润稳健增长。跨境电商和医疗器械业务将为公司带来增长，公司将跨国企业供应链服务模式成功复制到跨境电商中，通过一体化服务，使电商卖家能够专注于主业的产品选择和客户服务。	东方嘉盛的归母净利润增长稳定，业务抗风险能力强。保守估计，给予东方嘉盛 2021 年 26 倍 PE 水平估值，对应市值 65 亿。首次覆盖，给与 <b>买入</b> 评级。
2021.5.6	<b>丽人丽妆(605136)</b> —— 享美妆+电商万亿市场红利，成就美妆代运营龙头	丽人丽妆作为美妆代运营龙头，深度绑定优质品牌商，数据赋能品牌长期成长。美妆+电商优质赛道红利持续释放，平台流量变迁催化代运营行业头部集中。数据沉淀赋能品牌成长，品类拓展打开增量空间。运营能力效率突出，规模效应降本增效。	公司作为美妆代运营龙头，享受美妆+电商赛道红利，行业景气带来收益确定性。未来有望基于强大营销和运营资源持续深化品牌合作，拓展新客户。根据相对估值法给予 21 年 43 倍 PE，对应 21 年目标市值 178 亿元，较目前 148 亿元市值，仍有 20%上涨空间。首次覆盖，给予 <b>买入</b> 评级。
2021.4.26	<b>N 华利(300979)</b> —— 全球领先的运动鞋 ODM 龙头，卡位最强成长赛道	公司是全球产量前三的运动鞋专业制造商。运动鞋赛道优质，头部制造商优势显著。产业链专业分工，制造分离成为主流。品牌商供应链精简，优质制造份额提升。产能加码与研发升级，打开成长空间。 1) 后发入局越南北部，锁定低成本产能扩张优势。 2) 超前投入开发和自动化，强化 ODM 服务能力。 3) 优质多客户策略，订单量价存在双升空间。4) 大量级产品策略，规模效益正在不断显现。	华利集团为 A 股稀缺的运动鞋 ODM 龙头，IPO 募投超 38 亿元护航高成长性，首次覆盖给予“买入”评级。公司兼备规模与成长，积极践行“强劲研发实力+前瞻海外扩张+优质下游客户”的供应链王者之道，有望持续拓展世界一流运动品牌客户。参照可比公司 PEG 估值，给予公司 21 年 38 倍 PE，对应市值 975 亿元，较发行市值 388 亿元有 151%上涨空间，首次覆盖给予“ <b>买入</b> ”评级。
2021.3.22	<b>老凤祥(600612)</b> —— 传承与创新，跨越三个世纪的经典与时尚	老凤祥是百年珠宝龙头企业，业绩稳健 ROE 领先同业，中长期受益行业集中度提升。金价阶段性回落刺激黄金消费需求，珠宝消费品牌化升级打开行业成长空间。公司持续推进国企混改方案，试点职业经理人制度，经营管理提质增效前景可期。且集科工贸于一体、产供销于一身，持续巩固渠道优势，优化产品结构。	我们预计公司未来将继续通过加盟轻资产模式来拓展渠道，加密区域门店，优化产品结构，加速推进混改方案落地。我们采取相对估值方法，给予目标价 65.31 元，对应 2020-2022 年 PE 分别为 22/19/17 倍，较当前股价有 24%上涨空间。首次覆盖，给予“ <b>买入</b> ”评级。

中青旅是光大集团旗下旅游综合服务商。内容运营提升乌镇景区附加值，古北水镇后续改善空间巨大。旅行社减亏，会展酒店形成有力补充。中青旅推动遨游网公司化独立运营，逐步实现减亏。同时，中青博联因疫情推迟的会展和会议管理等项目预计在 21 年逐步落地。

采用分部估值法我们预计公司合理市值为 110.57 亿元，相较当前股价仍有 16.65% 的空间，首次覆盖，给予“**增持**”评级。

海澜之家新品牌发力叠加线上化加速，引领第二成长曲线，增速换挡，预计 20-22 年利润增速中枢提至两位数。二代接班引领年轻化变革，主品牌结构优化打开利润空间。且库存消化到位，周期拐点向上，低估值高分红属性凸显投资价值。服装销售持续复苏，行业边际改善显著，催化公司戴维斯双击。

公司是低估值、高分红的服装行业龙头，新品牌发力叠加线上化加速，引领第二成长曲线，采用相对估值法，给予公司 21 年可比公司平均 15 倍 PE，对应 21 年目标价 10.5 元，较当前股价有 60% 空间，维持“**买入**”评级。

爱施德规模效应构筑行业壁垒，产融结合协同发展。成熟品牌渠道与广泛销售网络打造核心竞争力。公司把握 5G 换机潮契机，品类扩张助力收入增长。中国电子烟市场低渗透率、高成长，公司拓展电子烟新品类市场成效显著。

公司围绕移动通讯终端产品、数码电子消费产品、通信服务、电子商务等领域，全面实施新零售基础设施平台战略，全面推进全数字化线上线下一体化的新零售网络建设。开拓高成长的电子烟市场、有望为公司带来新的业绩增长动力。采用相对估值法给予爱施德 2021 年 25 倍 PE，对应目标价为 21.75 元，首次覆盖，给予“**买入**”评级。

资料来源：申万宏源研究

## 安全专题

附表 25：安全专题相关报告和推荐标的

时间	报告标题	主要观点	推荐标的
2021.5.11	军工行业整体业绩持续稳定增长，分系统环节盈利能力显著改善——国防军工行业 2020 及 2021Q1 业绩汇总	从整体业绩表现来看：行业整体业绩同比稳定增长，分系统环节类企业业绩表现亮眼。从盈利能力来看：军工行业整体归母毛利率及 ROE 有所提升、期间费用率小幅上升；其中军工电子信息化板块改善突出。2021Q1 军工重仓持股比例略有下滑，军工板块长期配置时点及价值凸显。	坚定看好军工中长期投资价值，建议关注业绩增长持续性强的航空总装类、信息化及北斗卫星产业相关标的。三大投资方向： 1) <b>航空主机厂</b> ：重点推荐 <b>中航沈飞</b> 、 <b>中航股份</b> ； 2) <b>高端材料</b> ：重点推荐 <b>中航高科</b> 、 <b>宝钛股份</b> 等； 3) <b>电子元器件</b> ：建议重点关注 <b>火炬电子</b> 、 <b>鸿远电子</b> 等。
2021.5.6	5 年黄金发展期，21 年景气度双击——信息安全行业 20 年及 21Q1 回顾	继续看好信息安全全年机会。现在是较好投资期：1) 信息安全宏观弱相关，今年周年庆及奥运会准备，将是景气度的重大催化。2) 信息安全的逻辑并没有发生变化，驱动力保持。3) 20Q4 验证安全投入的重要性，21Q1 延续高增，订单显示更高增长。4) 目前估值已经相对占优。	<b>深信服</b> （不断突破业务边界）、 <b>启明星辰</b> （城市安全运营新模式）、 <b>绿盟科技</b> （基本面拐点向上）、 <b>安恒信息</b> （信息安全黑马弯道超车）
2021.4.16	美俄多项计划推进，国内卫星互联网建设或提速——卫星互联网行业专题点评	各国加大卫星互联网建设，多项计划逐步明确部署节点。国内卫星互联网纳入“新基建”，建设有望提速，关注国内卫星发射计划和产业链相关公司。	关注卫星相控阵 T/R 芯片之 <b>和而泰</b> （子公司铖昌科技）；卫星运营龙头之 <b>中国卫通</b> ；卫星制造龙头之 <b>中国卫星</b> ；高精度卫星导航之 <b>华测导航</b> ；星敏感器之 <b>天银机电</b> 。



2021.3.30	供需共振推动盈利提升，军工进入长期成长赛道——2021 年国防军工行业春季投资策略	年初至今，军工板块出现明显调整，行业内细分板块及产业链略有分化：军工板块 PE 估值仍处于历史较低区间；公募基金军工配置处低位，外资持股占比仍呈上升趋势。供给与需求共振，板块业绩持续增长，军工行业进入长期成长赛道。	坚定看好 <b>航空及导弹等重点领域</b> 业绩释放，建议重点关注 <b>中航沈飞、中航西飞、航发动力、中直股份</b> ； <b>高端原材料领域</b> 建议关注碳纤维复材及钛合金优质赛道， <b>中航高科、宝钛股份、火炬电子</b> 为细分龙头； 航天防务武器建议关注航天电器等。
2021.3.29	航空发动机国产化正当时，高温合金产业有望持续高景气——航空发动机产业链系列报告之一	高温合金是性能优异的耐高温金属材料，航空航天为其最大应用领域。航空发动机国产化正当时，高温合金行业迎来最大发展契机。行业竞争格局稳定，行业龙头产能扩张助力业绩提升。“政策+壁垒+格局”推动国内高温合金企业把握重大发展机遇。	建议重点关注行业优质龙头，推荐 <b>ST 抚钢</b> （国内老牌变形高温合金龙头）、 <b>钢研高纳</b> （国内高温合金技术的领军者）、 <b>图南股份</b> （民营高温合金核心供应商）、 <b>西部超导</b> （高性能高温合金行业新锐）等。
2021.3.12	海空军加速建设牵引配套导弹需求，雷达及红外制导产业有望腾飞——国防军工精确制导产业链系列报告之一	海空军加速建设将牵引配套导弹需求释放，实战化训练加速叠加耗材属性决定导弹需求持续旺盛。导弹导引头价值量占比最高，中小型导弹主要采用雷达/红外进行末端精确制导。红外末制导多用于中近程导弹，制冷型红外探测器为导引头核心部件。雷达末制导多用于中远程导弹，弹载雷达为导引头核心部件。	坚定看好导弹中游精确制导产业链投资机会，建议重点关注拥有自主核心技术且已实现型号应用的相关企业。建议重点关注：1) 雷达制导部件- <b>天箭科技、雷电威力</b> ；2) 红外制导部件- <b>高德红外、睿创微纳、大立科技</b> 。
2021.3.1	激光行业景气度持续且加速，建议精选行业龙头标的——激光专题系列深度报告之一	激光凭借优良加工特性得以广泛应用，国内目前已形成完备的激光产业链。行业层面：多重因素叠加驱动，行业需求加速且持续，产业链迎来黄金发展期。中性假设下，预计 2024 年激光设备市场规模约千亿美元。个股层面行业竞争加剧，建议重点关注拥有技术/市场壁垒及国产化能力的龙头标的。	建议关注：1) <b>激光设备</b> ： <b>帝尔激光</b> （光伏领域激光设备龙头）、 <b>海目星</b> （极耳切割设备龙头）和 <b>联赢激光</b> （激光焊接龙头）； 2) <b>激光器</b> ： <b>锐科激光</b> （光纤激光器龙头）、 <b>杰普特</b> （MOPA 激光器龙头）； 3) <b>激光软件</b> ： <b>柏楚电子</b> （激光运控软件隐形冠军）
2021.2.3	从制造业投资看产业升级——从中国“制造”到中国“创造”	中国制造业正在由大变强。2010-2020 年中国制造业的产能投放周期分为被动扩张期（2010-2011）、主动收缩期（2012-2016）、平稳过渡期（2017-2019）和主动扩张期（2020 至今）四个阶段。制造业投资往高端制造倾斜。经过 5 年制造业升级发展，头部公司和新兴行业取得了长足进步。制造业明星企业已经走向伟大。	建议关注具备国际竞争力、且有望快速打开国际市场的各细分领域龙头： <b>三一重工</b> （工程机械）、 <b>先导智能</b> （锂电设备）、 <b>恒立液压</b> （液压件）、 <b>浙江鼎力</b> （高空作业平台）等，同时关注受益于制造业升级，且正在快速国产替代的细分行业新势力： <b>国茂股份</b> （减速机）、 <b>奕瑞科技</b> （探测器）、 <b>华峰测控</b> （测试机）、 <b>豪能股份</b> （差速器）等。

资料来源：申万宏源研究

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	<a href="mailto:chentao1@swwhyse.com">chentao1@swwhyse.com</a>
华北	李丹	010-66500631	<a href="mailto:lidan4@swwhyse.com">lidan4@swwhyse.com</a>
华南	陈左茜	755-23832751	<a href="mailto:chenzuoxi@swwhyse.com">chenzuoxi@swwhyse.com</a>

## 法律声明