

中信证券研究部



秦培景
首席策略师
S1010512050004



钱捷
联席首席策略师
S1010518080002



杨灵修
海外首席策略师
S1010515110003



杨帆
首席政策分析师
S1010515100001



李世豪
策略分析师
S1010520070004

核心观点

3 月是市场悲观预期的顶点，风险已充分释放，4 月市场关注点将由外部转向内部，国内基本面预期上修，海外基本面预期下修，市场流动性整体均衡；随着投资者情绪面担忧与实际背离的不断修正，4 月投资者情绪料将持续修复。一、国内基本面预期将逐步上修。预计即将公布的国内经济数据整体超预期，制造业出口和服务消费有亮点；A 股一季报也将迎来业绩增速的高点，工业和消费板块亮点较多。二、海外基本面预期将逐步下修。疫情再次反复压制海外经济恢复进程，而群体免疫也难以一蹴而就；同时，拜登财政议案的市场反应平淡，距离最终落地仍有距离。三、国内宏观流动性整体平稳，市场流动性整体均衡。渠道调研显示，公募产品上周随着市场修复出现了净申购；同时，市场对外部流动性扰动反应钝化，对国内宏观流动性的预期平稳。配置上，建议继续聚焦平静期的四条新主线，重点布局一季报高弹性品种：一是本轮市场调整后性价比较高的成长板块，如半导体设备、军工等；二是景气恢复明显的疫情受损板块，如旅游、酒店、航空等；三是受益于海外需求复苏的品种，如汽车零部件、家电等；四是一季报的潜在高弹性品种，这条主线建议近期重点布局，其中除了上游资源品外，主要包括医药、汽车、交通运输、电子等。

■ 宏观数据和财报披露催化下，国内基本面预期将逐步上修。

1) 预计即将公布的国内经济数据整体超预期，制造业出口和服务消费有亮点。总量层面，已公布 3 月 PMI 显示制造业供需两旺，服务业的恢复在加快。根据中信证券研究部宏观组预测，3 月工业生产保持活跃，工业增加值增速有望达到 15.3%；制造业与基建投资增速将逐步追赶，FAI 同比增速预计达到 24.8%；消费则在疫情影响消散后稳步复苏，服务业恢复速度更快；外贸方面，海外需求复苏快于供给回升，出口高景气预计将持续。在以上分项带动下，一季度 GDP 同比有望达到 19%。金融层面，预计 3 月社融增速受信贷及信用债等分项拖累回落至 12.4%，M2 也受信用派生拖累下降至 9.2%，后续整体信用周期下行速度料将放缓。行业层面，3 月市场预计重卡销售 22 万辆，环比大幅增长 86%，连续第 12 个月创销售新高。清明小长假境内游火热，出港航班量有望增长 2 倍以上。宏观数据结构亮点主要在制造业出口和服务消费。

2) 一季报料将迎来业绩增速高点，工业和消费板块亮点较多。已公布财报样本显示 2020 年 A 股盈利增速 5%，四季度同比增速 52%；同时，今年一季报的业绩弹性值得期待。我们维持中证 800 和中证 800 非金融在 2021Q1 单季净利润增速 25%和 100%的预测。结构上，工业、消费、TMT 和医药单季净利润增速预计达到 200%、47%、55%和 34%，其中工业弹性最大。

■ 疫情反复压制，政策难超预期，海外基本面预期将逐步下修。

1) 海外疫情再次反复，压制基本面预期，群体免疫难以一蹴而就。欧洲方面，主要经济体当前日确诊人数仍在高位，且新增病例多为传染性强死亡率高的变种病毒，叠加日益严格的疫情防控措施，市场对于欧洲二季度经济恢复预期料将下修。新兴市场方面，巴西日确诊保持高位，死亡人数还在上行，且已发生较严重医疗挤兑。美国方面，当前疫情防控较松，且疫苗接种不均衡，日增确诊较前一周增长 8%，入院人数增长 4%，疫情有较大反复可能。另一方面，接种意愿约束下群体免疫难以一蹴而就，后续接种速度大概率放缓。3 月 16 日至今，美国休闲 ETF 累计跌幅为 13.3%，而同期标普 500 及道琼斯工业指数分别上涨 1.4%及 1.0%，市场对美国疫情反复的担忧明显加剧。



联系人：徐广鸿



联系人：杨家骥



联系人：李煦鋆

2) 拜登财政议案的市场反应平淡，距离最终落地仍有距离。4月1日，拜登提出将在未来8年完成总额逾2万亿美元的基础设施投资，并将通过提高公司税率的方式在未来15年内增加联邦政府收入约2万亿美元。首先，增税部分基本覆盖了基建的支出规模，总体看来本轮财政预算案整体中性，市场反应也比较平淡。其次，由于本次法案预计将遭到共和党的激烈反对，且部分民主党保守派为了明年中期选举也可能对法案持保留态度，具体刺激规模和加税幅度可能还会再变动。最后，法案真正执行可能需要等到明年。由于大概率拜登仍需要利用一年一次的“预算调节”推进本轮法案，预计最早在今年9-10月才会将法案送到国会投票通过，并在2022年开始实施。

■ 宏观流动性整体平稳，市场流动性整体均衡。

1) 宏观流动性整体平稳，外部流动性因素扰动降低。一方面，近期国内央行官员表态，国内货币政策依然以内部目标为主，既不会受美债收益率上行约束，也不会受近期部分新兴市场加息影响，这稳定了市场的宏观流动性预期。DR007也一直在政策锚定的2.2%附近窄幅波动。另一方面，上周一美债收益率突破1.7%，但全球主要指数普遍上行；同时，上周美元指数继续上行突破了93，但流入配置中国/欧洲/美国股市基金的资金规模分别为+1.5/+5.9/-6.9亿美元。市场对外部流动性因素扰动反应钝化。

2) 渠道调研显示，公募产品上周随着市场修复出现了净申购，市场流动性整体均衡。上周公募产品赚钱效应开始修复，公募基金重仓股反弹了4.1%，产品收益率中位数上升2.5pcts；渠道调研显示，存量产品上周后半段整体处于净申购状态。同时，公募基金新发进一步放缓，上周新成立主动权益类公募基金仅102亿，环比上周下滑-68%，预计4月新发规模在1200亿元左右。另外，上周北向开通的3个交易日中配置型资金累计净流入34亿元，主要净流出来自交易型资金。**市场流动性整体处于均衡状态。**

■ 关注点由外转内，基本面蓄势破局。A股依然处于持续数月的平静期中，3月是市场悲观预期的顶点，风险已充分释放，预计4月市场关注点将由外部转向内部。宏观流动性整体平稳，市场流动性整体均衡；而随着国内基本面预期上修，海外基本面预期下修，内外基本面相对强度的变化料将蓄势破局。同时，投资者对于基金赎回、外资流出、外盘波动的担忧与实际情况的背离都在逐步修正，4月投资者情绪料将持续修复。

■ 建议继续聚焦平静期的四条新主线，重点布局一季报高弹性品种。在机构重仓股估值实现均值回归之前，建议继续积极调仓，增配新主线。我们认为，以下四条主线具备持续的调仓增配价值：一是本轮市场调整后，性价比较高的成长主线，如消费电子、半导体设备、信息安全、军工等，这些行业的一季报表现预计也会十分亮眼；二是短期景气恢复明显，去年因疫情受损的行业，如旅游酒店、航空等；三是受益于海外需求复苏的品种，包括出口链中的汽车零部件、家电、家居、机械、建材等；四是一季报的潜在高弹性品种，**这条主线建议近期重点布局：**根据我们自下而上收集整理结果，目前来看一季报业绩弹性最大的行业除有色和化工等上游资源品之外，其他主要集中在医药、汽车、交通运输和电子等行业中。

■ 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；海内外宏观流动性超预期收紧。

目录

宏观数据和 A 股财报披露催化下，国内基本面预期将逐步上修	1
预计即将公布的国内经济数据整体超预期，制造业出口和服务消费有亮点	1
一季报将迎来业绩增速高点，工业和消费板块亮点较多	4
疫情反复和政策预期压制下，海外基本面的预期料将逐步下修	6
海外群体免疫难以一蹴而就，疫情再次反复，压制基本面预期	6
拜登财政议案的市场反应平淡，距离最终落地仍有距离	11
宏观流动性整体平稳，市场流动性整体均衡局	12
宏观流动性整体平稳，外部流动性因素扰动降低	12
渠道调研显示，公募产品上周随着市场修复出现了净申购，市场流动性整体均衡	13
关注点由外转内，基本面蓄势破局	16
建议继续聚焦平静期的四条新主线，重点布局一季报高弹性品种	16
风险因素	16

插图目录

图 1：3 月制造业景气如期反弹.....	1
图 2：当前各项指标好于历史同期水平.....	1
图 3：工业增加值继续保持高景气，环比增速维持较高水平.....	2
图 4：1-2 月投资增长略低于市场预期.....	2
图 5：1-2 月进出口增长高景气延续.....	3
图 6：1-2 月的出口增速实现了历史最高增长.....	3
图 7：3 月民航客运量有望显著改善.....	4
图 8：一季报预约披露节奏.....	5
图 9：欧洲部分国家日新增病例（7 天移动平均）.....	6
图 10：巴西日新增病例和死亡日数（7 天移动平均）.....	8
图 11：美国日新增病例（7 天移动平均）.....	8
图 12：美国因新冠病毒的新增住院人数情况.....	9
图 13：美国各州接种疫苗情况.....	9
图 14：部分主要经济体愿意接种疫苗比重.....	10
图 15：美国疫苗接种再次加速.....	10
图 16：美国市场对于疫情担忧加剧.....	11
图 17：2018Q1 美国流动性收紧时各大指数累计涨跌幅.....	13
图 18：2020Q1 美债抛售期间各大指数累计涨跌幅.....	13
图 19：过去一周净流入国家/地区权益类基金的资金规模.....	13
图 20：上周（3 月 29 日-4 月 2 日）机构重仓股相对跑赢.....	14
图 21：头部公募主动权益类产品本周赚钱效应有所恢复.....	14
图 22：本周新发基金规模环比上周继续下滑.....	15
图 23：主动权益类公募基金实际发行份额/募集目标.....	15
图 24：若市场保持当前均衡状态，预计 4 月新发基金规模约 1200 亿.....	15

表格目录

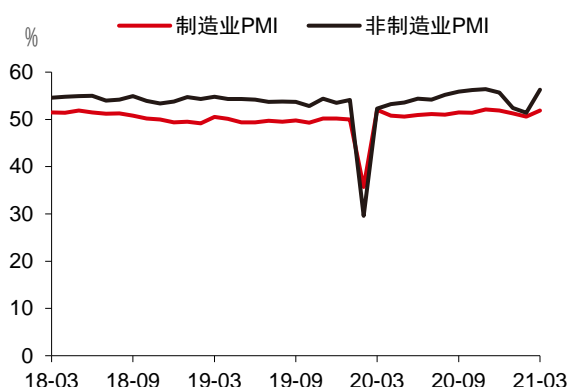
表 1：2021 年 3 月宏观数据前瞻	3
表 2：已披露 2020 年报/业绩快报公司的分行业情况	4
表 3：2021 年中证 800 企业盈利增速预测	6
表 4：部分欧洲国家再次封锁舆情汇总	7
表 5：拜登 2 万亿美元刺激计划拆分	11

■ 宏观数据和 A 股财报披露催化下，国内基本面预期将逐步上修

预计即将公布的国内经济数据整体超预期，制造业出口和服务消费有亮点

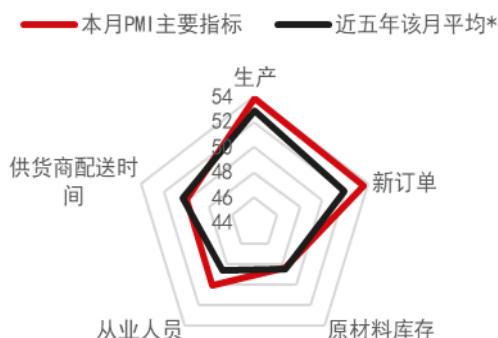
总量层面，3 月 PMI 显示制造业呈现供需两旺的态势，而服务业的恢复也在加快。3 月中国制造业采购经理指数（制造业 PMI）为 51.9%，较上个月回升 1.3 个百分点，非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）为 56.3%，较上个月回升 4.9 个百分点。从制造业方面看，生产指数和新订单指数分别为 53.9% 和 53.6%，较前月分别环比回升了 2.4 和 1.5 个百分点，结构上呈现供需两旺的态势，并且企业生产经营活动预期仍位于 58.5% 的高位，因此预计在内外需的共同带动下，国内制造业的生产经营活动仍将保持扩张步伐。从服务业方面看，服务业商务活动指数为 55.2%，较前值环比回升 4.4 个百分点，主要因国内疫情防控成效显著，国内散点疫情基本消退，场景限制对消费的限制基本解除，年初受局部疫情影响较大的铁路运输、航空运输、住宿、租赁及商务服务等行业的商务活动指数更是运行在 60.0% 以上的高景气区间。

图 1：3 月制造业景气如期反弹



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 2：当前各项指标好于历史同期水平



资料来源：Wind，中信证券研究部；*：其中近五年平均采用了 2015~2019 年同期均值，剔除了受疫情影响明显的 2020 年数据

预计 3 月生产和进出口维持高增长趋势，21Q1 GDP 增速会达到 19 % 左右。3 月受益于国内制造业和基建投资增速逐步追赶和海外需求相对快速复苏，预计生产和进出口还将维持高增长趋势，而消费的稳步恢复得益于疫情可控下的消费场景回归。根据中信证券研究部宏观组的预测，考虑到一季度工业生产的高景气和服务业生产指数的快速反弹，一季度 GDP 增速可能会达到 19% 左右，其中对于各个分项的预测及逻辑如下：

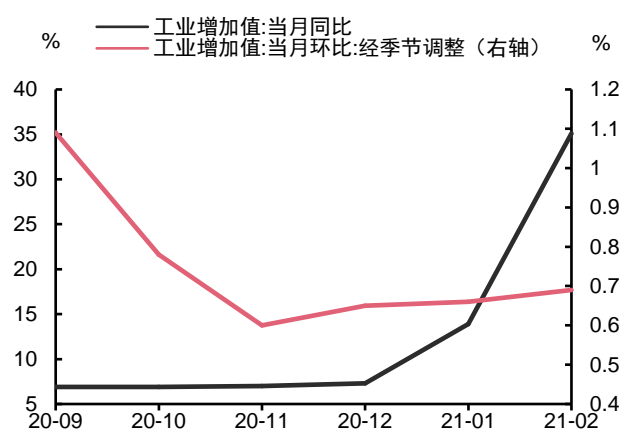
从工业端来看，工业生产持续保持活跃水平，预计 3 月增速在 15.3% 左右。根据我们对高频数据的观察，3 月整体工业生产活动活跃程度继续保持在历史偏强区间。其中，3 月制造业 PMI 重新回至 51.9%，高于近年当月均值；生产量 PMI 回升 2 个百分点至 53.9%，处于近 4 年高位。整体来看，预计 3 月工业增加值增速仍将保持较快水平，考虑到去年同期的较低基数，预计单月同比增速为 15.3% 左右，两年复合增速在 6.8% 左右。

从投资端来看，制造业与基建投资增速将逐步追赶，固投累计同比增速预计达 24.8%。1-3 月固定资产投资累计同比增速受去年低基数的影响仍显著，在我们测算下，预计 3 月累计同比增速将在 24.8%左右，继续保持高两位数增长。其中，分项来看，伴随疫情扰动的消退以及出口的持续高景气，预计制造业投资将有较明显回升；而 3 月建筑业 PMI 较前月上升 7.6 个百分点，达到 62.3%，特别是作为基础设施项目指标的土木工程 PMI 跃升 11.2 个百分点，明显超出季节性变化，反映出基建活动的环比加快，预计 1-2 月表现相对较弱的制造业与基建投资有望恢复至去年末的增速水平。而从地产投资状况来看，尽管近期对地产融资的监管明显加强，但我们认为其负面影响在下半年才会有明显显露，3 月来看，预计地产投资仍将保持较强韧性。

从消费端来看，疫情防控逐步正常化，消费稳步复苏。冬季散点疫情下，大部分地区的疫情管控政策到 3 月 15 日到期。随着疫情防控逐步正常化，消费场景也再度回归，消费料将继续呈现稳步复苏的态势，但对乘用车可能形成一定的拖累。2021 年 3 月乘用车销量相比 2019 年同期增速是-5%，弱于 2 月 7%的增长。综合考虑，我们认为 3 月消费相对 2019 年同期的增速会在 1-2 月的 5.6%的基础上小幅上升至 6.5%左右，相比于 2020 年同期消费的增速约为 28%。

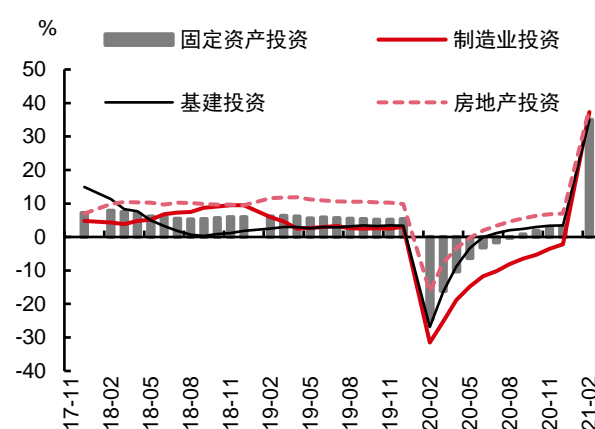
从外贸来看，海外需求复苏快于供给回升，出口高景气持续。今年以来，疫苗在美欧等发达国家的接种率不断上升，经济基本面持续向好。同时，美欧的工业产能利用率恢复已经进入较为缓慢的阶段。一季度欧盟 27 国的制造业产能利用率较去年四季度仅提高了 1.1 个百分点，而美国最新 2 月的制造业产能利用率较 1 月回落了 2.3 个百分点。我们认为当前阶段，海外的需求复苏快于供给回升，中国的出口高景气还将持续。3 月国内受益于投资复苏和出口高景气显示出生产活动旺盛，预计进口也将延续先前的高增长态势。值得关注的是，2020 年疫情对中国进出口的冲击形成了一定的错位，1-2 月国内疫情严峻导致出口大幅下滑，但进口受到的影响有限；但 3 月开始海外疫情严峻冲击了国内的进口。因此综合考虑需求和基数因素，预计今年 3 月出口增速为 35%，进口增速为 28%。

图 3：工业增加值继续保持高景气，环比增速维持较高水平



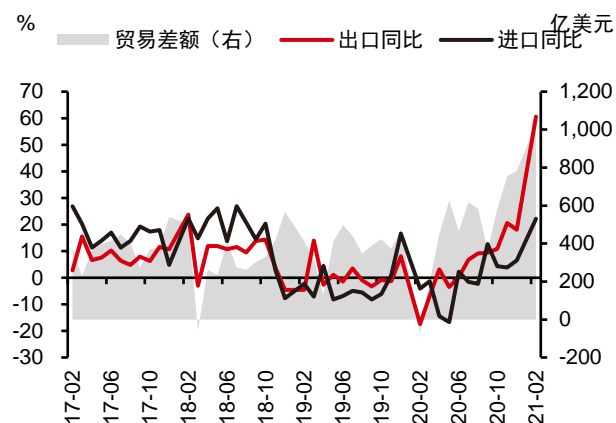
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 4：1-2 月投资增长略低于市场预期



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 5：1-2 月进出口增长高景气延续



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 6：1-2 月的出口增速实现了历史最高增长



资料来源：Wind，中信证券研究部

金融数据方面，预计 3 月 M2 与社融增速均有回落，但后续整体信用收缩程度预计将趋缓。根据中信证券研究部宏观组的研判和预测，3 月整体融资状况较前月有所收紧，其中信贷端投放额度偏紧，结构上银保监会加大了对涉房贷款等的监管关注，预计全月新增人民币贷款 2.2 万亿左右，将高于 2019 年同期水平，但由于去年同期有较强的再贷款再贴现等政策支持金融机构放贷，因此净增量层面预计将较去年同期有明显回落，对增速形成拖累。而在社融层面，预计全月新增社融 3.4 万亿，增速则将回落至 12.4% 左右，但就回落幅度而言，或为未来一段时期的单月最大降幅。一方面，信贷同比回落将成为最大拖累项；另一方面，去年同期信用债与政府债发行规模较大，尽管今年 3 月信用债与政府债市场相对平稳，但同比拖累预计相对显著。但这一快速回落应是短暂现象，往后看，社融后续的回落幅度预计将明显趋缓。M2 增速方面，信贷回落也将影响至信用派生能力，预计 3 月 M2 增速将回落至 9.2% 左右。

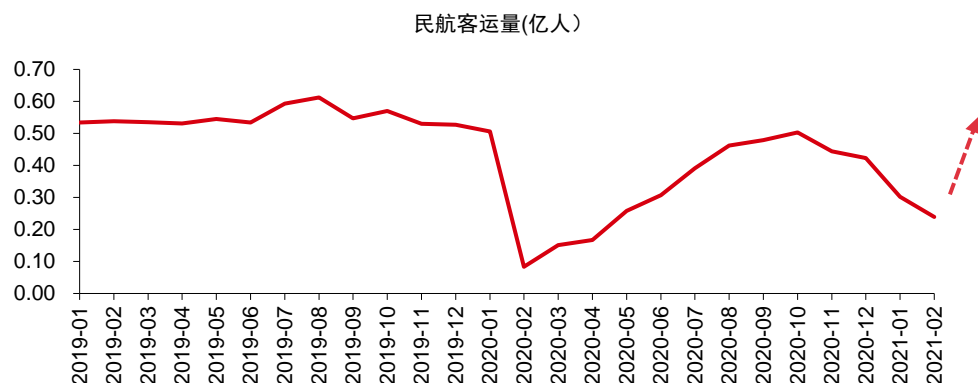
表 1：2021 年 3 月宏观数据前瞻（%）

	工业	投资 (累计)	零售	出口	进口	CPI	PPI	新增贷款 (万亿元)	M2	社融增速 (累计)
3 月（预测）	15.3	24.8	28	35	28	0.1	4.1	2.2	9.2	12.4
2 月（实际）	35.1	35	33.8	60.6	22.2	-0.3	0.3	1.36	10.1	13.3

资料来源：Wind，中信证券研究部宏观组预测 注：除 CPI、PPI、新增贷款、M2、社融增速的 2 月为当月数据，其余指标均为 1-2 月累计数据

各行业层面的中观高频数据也显示经济正在快速复苏。生产端方面，根据第一商用车网的统计，3 月重卡市场预计销售各类车型 22 万辆左右，环比大幅增长 86%，同比大幅上涨 83%，并且连续第 12 个月创月度销售新高，与制造业 PMI 数据向好相呼应。**服务业方面**，预计 3 月及清明假期也有明显复苏，据新华社报道，今年 3 月 1 日-21 日，深圳机场日均进出港客流超过 13 万人次。其中 3 月 19 日，机场单日客流突破 15 万人次，达到 15.14 万人次，已恢复至疫情前深圳机场单日客流高峰水平。而清明小长假出游也预计火热，根据飞常准 APP 统计，假期间（4 月 3 日-5 日）国内-国内计划出港客运航班量为 3.47 万架次，相比去年同期，出港航班量增长 2 倍以上。而据中国铁路总公司消息，4 月 2 日至 5 日，全国铁路预计发送旅客 4970 万人次，其中最高峰日 4 月 3 日预计发送旅客超过 1400 万人次，显示居民出游热情较高。

图 7：3 月民航客运量有望显著改善



资料来源：Wind；中信证券研究部预测

一季报将迎来业绩增速高点，工业和消费板块亮点较多

4 月份为 A 股上市公司年报和一季报的密集披露期。截至 4 月 3 日，已经有 1916 家上市公司披露了 2020 年报/快报，披露近半，以这些披露业绩的公司为样本，整体法计算 2020 年全部 A 股/非金融板块净利润同比增速 4.9%/4.9%，如果单看四季度，2020Q4 单季度全部 A 股/非金融板块净利润同比增速分别为 52.0%/52.5%，四季度盈利数据预计十分亮眼。

表 2：已披露 2020 年报/业绩快报公司的分行业情况

中信证券一级行业	披露公司数	2020 全年净利润同比增速	2020Q4 单季度净利润同比增速
全部 A 股	1916	4.9%	52.0%
全部 A 股非金融	1832	4.9%	62.1%
基础化工	170	1324%	135%
综合	20	150%	66%
传媒	36	88%	105%
电子	162	67%	192%
电力设备及新能源	116	57%	125%
医药	196	56%	223%
纺织服装	23	54%	904%
国防军工	50	47%	16%
机械	194	42%	146%
有色金属	43	40%	120%
计算机	136	38%	101%
家电	34	26%	266%
电力及公用事业	83	25%	67%
食品饮料	47	21%	39%
轻工制造	50	18%	14%
建材	46	14%	27%
钢铁	24	10%	53%
综合金融	4	7%	12%
非银行金融	49	6%	54%
通信	44	3%	49%

中信证券一级行业	披露公司数	2020 全年净利润同比增速	2020Q4 单季度净利润同比增速
建筑	55	2%	9%
银行	35	1%	42%
汽车	68	-1%	34%
房地产	47	-2%	1%
煤炭	17	-4%	33%
农林牧渔	40	-22%	-82%
消费者服务	15	-29%	1123%
石油石化	18	-46%	-1%
交通运输	59	-64%	-44%
商贸零售	35	-66%	-115%

资料来源：Wind，中信证券研究部

对于一季报，由于交易所不强制披露一季度业绩预告，截至 4 月 3 日仅 255 家上市公司披露一季报预告，这 255 家公司单季度预告净利润同比增速的中位数在 130%，一方面有疫情导致的低基数贡献，而另一方面也反映了 A 股盈利逐季修复的强势动能。披露节奏上，4 月 7 日开始将逐步有公司披露一季报，但 4 月 20 日之前仅 4% 的公司预约披露，80% 的上市公司集中在最后一周。

图 8：一季报预约披露节奏



资料来源：Wind，中信证券研究部

我们此前在中证 800 为代表的盈利预测中，预计中证 800/非金融 2020 全年净利润增速分别为-2.8%/+1.3%，基本可以实现恢复至疫情前的水平；单看四季度，2020Q4 单季度中证 800/非金融净利润增速可以达到 14.7%/24.9%的亮眼水平，截至目前的年报披露情况与我们前期较为乐观的预测相符。

站在当前时点，我们依然维持中证 800/非金融在 2021Q1 单季度净利润增速 25.2%/99.7%的乐观预测。结构上看，工业/消费/TMT/医药单季度净利润增速预计达到 200%/47.1%/54.7%/34.1%，其中工业料将成为一季度盈利弹性最大的板块。除了盈利预测模型，自下而上整理的个股盈利预测也对我们的乐观判断形成支撑，例如，有色板块重点个股紫金矿业、洛阳钼业等，Q1 净利润同比均有望实现翻倍增长。尽管二季度因为基数原因各板块同比盈利增速会有下滑，但我们预计三季度开始非金融板块同比盈利增速会重回升势，其中 TMT 和医药板块盈利增速逐季回升，在 2021Q4 达到 45.5%和 27.9%，

接近一季报的水平。

表 3：2021 年中证 800 企业盈利增速预测

		2020E	2021E	2020Q4 E	2021Q1 E	2021Q2 E	2021Q3 E	2021Q4 E
全市场	当季同比%	-2.8	14.7	15.1	25.2	14.7	11.9	8.5
大金融	中证 800 口径	-5.4	8.0	4.0	5.0	15.8	8.0	3.0
非金融		1.3	24.9	31.0	99.7	13.2	16.5	14.4
工业	当季同比%	-4.3[-2.5]	32.2[17.4]	25.5[15.6]	200[70]	18.0[8.7]	21.0[12.8]	15.0[8.8]
消费	[对当季非金融	7.5[2.3]	14.5[4.8]	40.2[12.5]	47.1[21.2]	10.0[3.5]	8.0[2.2]	7.0[2.3]
TMT	增速贡献%]	5.3[0.3]	25.0[1.6]	54.1[2.4]	54.7[4.3]	5.0[0.4]	16.9[0.9]	45.5[2.4]
医药		20.3[1.1]	16.7[1.1]	17.1[0.6]	34.1[4.1]	7.0[0.6]	9.6[0.6]	27.6[0.9]

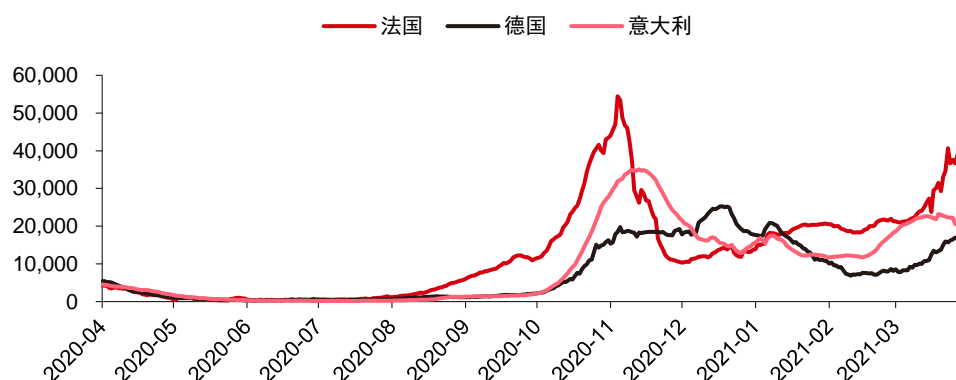
资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 疫情反复和政策预期压制下，海外基本面的预期料将逐步下修

海外群体免疫难以一蹴而就，疫情再次反复，压制基本面预期

从欧洲情况来看，大多主要国家当前日确诊人数仍在高位，且新增病例多为传染性**强**、**死亡率**高的变种病毒。截至 4 月 3 日，法国、德国、意大利等主要欧洲发达国家的 7 日移动每日新增病例分别为 39400/16751/20054 例，较上周没有明显减少，仍然处于较高水平，且相当多的新增病例为变种病毒，如根据德国 RKI 研究所的报告显示，在 3 月 22 日至 28 日进行的检测中，英国变种病毒占新冠病毒感染病例的 88%，而根据世卫组织的研究，这种病毒的传染性估计会增加 40%-70%，变种病毒的蔓延将进一步加大欧洲疫情的防控难度。

图 9：欧洲部分国家日新增病例（7 天移动平均）



资料来源：Wind，中信证券研究部

且疫情已经引发大部分欧洲主要国家再次**加强防控措施**。自 3 月初以来包括德国、法国、意大利、西班牙等国又一次进行加强疫情防控措施，包括停止上学、宵禁等，且 3 月 31 日法国甚至宣布全国封锁至少 1 个月，这可能显著影响市场对于欧洲 Q2 经济基本面的预期。

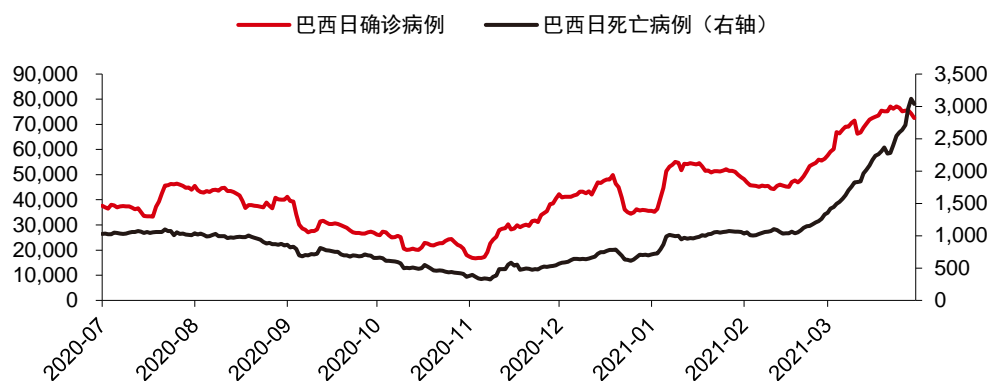
表 4：部分欧洲国家再次封锁与疫情汇总

国别	政策时间	疫情防控情况
德国	3 月 21 日	德国自去年 11 月起大部分餐馆、酒店、运动设施关闭，12 月以来全国大部分商店已经关闭，学生也暂时上学，进行较为严格的疫情防控。而到了今年 2 月初德国由于疫情得到了一些好转，开始有序放松限制，包括让孩子可以上学，理发店开始营业等，并打算在 3 月底进一步方放松。但是由于第三波疫情袭来，3 月 21 日默克尔表示可能将现有限制延长至 4 月 18 日，并且本次草案可能包括每晚宵禁直至凌晨 5 点，以及如果老师和学生每周不能两次接受测试，则关闭学校和儿童保育设施等，另外有议员建议 3 月底的复活节假日期间来德国的人需要隔离和测试。此外，德国之前规定按照“每十万人中过去七天新增确诊数”作为防控措施的监测指标，3 月 19 日汉堡市由于连续三天超过 100，防控政策恢复最严格状态。
法国	3 月 19 日	法国总理让·卡斯泰 3 月 18 日宣布自 19 日午夜起在 16 个省实行至少一个月的封闭措施，但总体封锁措施较之前略为宽松。具体限制包括：非基本需求的商业活动将关闭，学校和理发馆在严格卫生要求下可以开放；除非有正当理由，人们只被允许在其房屋 10 公里（6 英里）内进行户外运动，并且不得旅行到该国其他地区；自去年开始的宵禁政策延续，只不过由于进入夏令时，宵禁从 18 点推到 19 点开始。3 月 31 日法国总统马克龙宣布了更严格的全国新冠病毒限制措施，宵禁将保持不变，国内旅行将受到限制，人们将被要求在家工作，时间至少持续 1 个月。
意大利	3 月 15 日	意大利从 3 月 15 日开始新一轮的限制措施，包括首都罗马在内的意大利半数以上地区被划分为疫情防控最高等级的红色区域，这些区域内学校和非必要的商店将关门，并且人们只在工作、看病等特殊情况下才能离开城市。并且意大利总理德拉吉表示在复活节期间，全部意大利都会成为红色区域（4 月 3 日-4 月 5 日），城镇及地区之间的非必要出行至少要到 4 月 6 日才会被允许。
波兰	3 月 20 日	3 月 20 日至 4 月 9 日期间将全国划为疫情防控最高等级的“红区”，实施“封城”措施。根据波兰卫生部规定，“红区”内的所有酒店只能接待商务旅客；购物中心内除超市、药店等满足居民基本生活所需的店铺外，其他店铺一律关闭；饭店仍禁止堂食，但可提供外卖和送货服务。此外，电影院、博物馆、歌剧院、游泳池、健身房等大多数公共文化和娱乐设施也将关闭。
西班牙	--	西班牙将在 2021 年 5 月上旬之前继续实行全国宵禁，六岁以上的任何人都必须在全国公共交通和室内公共场所戴上口罩。
希腊	3 月 16 日	3 月 16 日起，希腊各地的学校将再次关闭两个星期。在包括雅典在内的“红色区”高感染率地区，非必要商店也被关闭。人们可以在距家 2 公里的范围内购买必需品，但不能在其所在区域外旅行。工作日的宵禁时间为 21:00 至 05:00，周末的宵禁时间为 19:00 至 05:00。
比利时	--	封锁将延长至 4 月 1 日，禁止所有不必要的旅行。
爱尔兰	--	爱尔兰在 12 月底恢复了全面封锁，而这一最高的限制级别（第 5 级）将持续到 4 月 5 日。人们除了工作、教育或其他基本原因外，必须留在家中，或者在离家 5 公里（3.1 英里）以内的地方锻炼。所有非必要的商店、健身房、游泳池和休闲设施已关闭。饭店、酒吧和咖啡馆只能提供外卖和外送服务。

资料来源：BBC，路透社等，中信证券研究部

新兴国家方面，巴西日确诊人数保持高位，死亡人数不断增加。截至 4 月 3 日，巴西日新增病例达到 72566 人，日死亡人数突破 3000 人，较上周增加 26.5%（7 天移动平均口径），日死亡人数/日新增病例从上月底的 2.3%大幅上升至 4.2%，死亡人数大幅上升主要是新增病例居高不下的情况下出现明显的医疗挤兑。

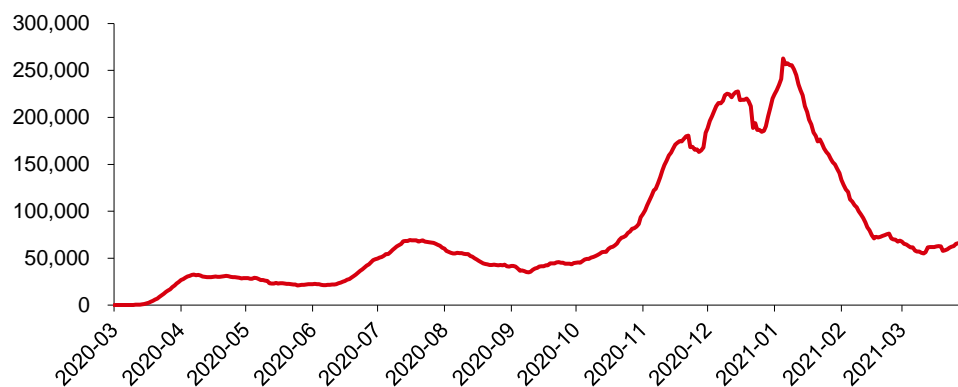
图 10: 巴西日新增病例和死亡日数 (7 天移动平均)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

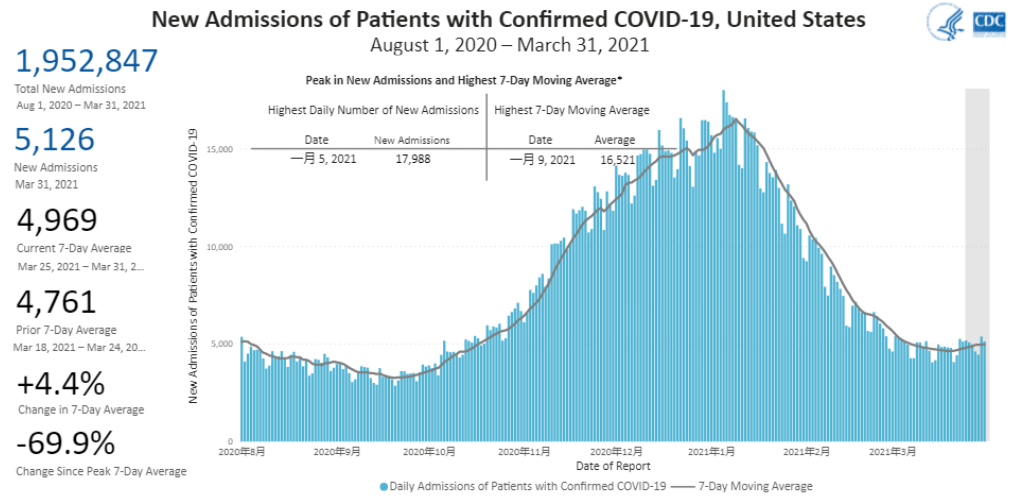
美国方面疫情也有升级趋势, 且疫苗接种不均衡。4月2日美国(7日移动平均口径)日新增确诊人数为65941人, 较上周上升8%, 且3月31日美国疾病控制与预防中心(CDC)主任表示英国变异病毒 B.1.1.7 占全美确诊病例的 26%, 已在美国许多地区成为了主要病毒。而伴随着病例的增加, 美国因新冠入院的人数也停止了下降趋势, 本周上升 4.4%。此外, 美国疫苗的接种也并不均衡, 在纽约、华盛顿特区及大多民主党控制的州每 10 万人接种总剂数基本都接近或超过 50000 支, 但是在南部一些共和党主要执政的州, 每 10 万人接种总剂数不足 40000 支, 在美国疫情防控明显降低要求的背景下, 疫情再次反复的可能性很大。

图 11: 美国日新增病例 (7 天移动平均)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

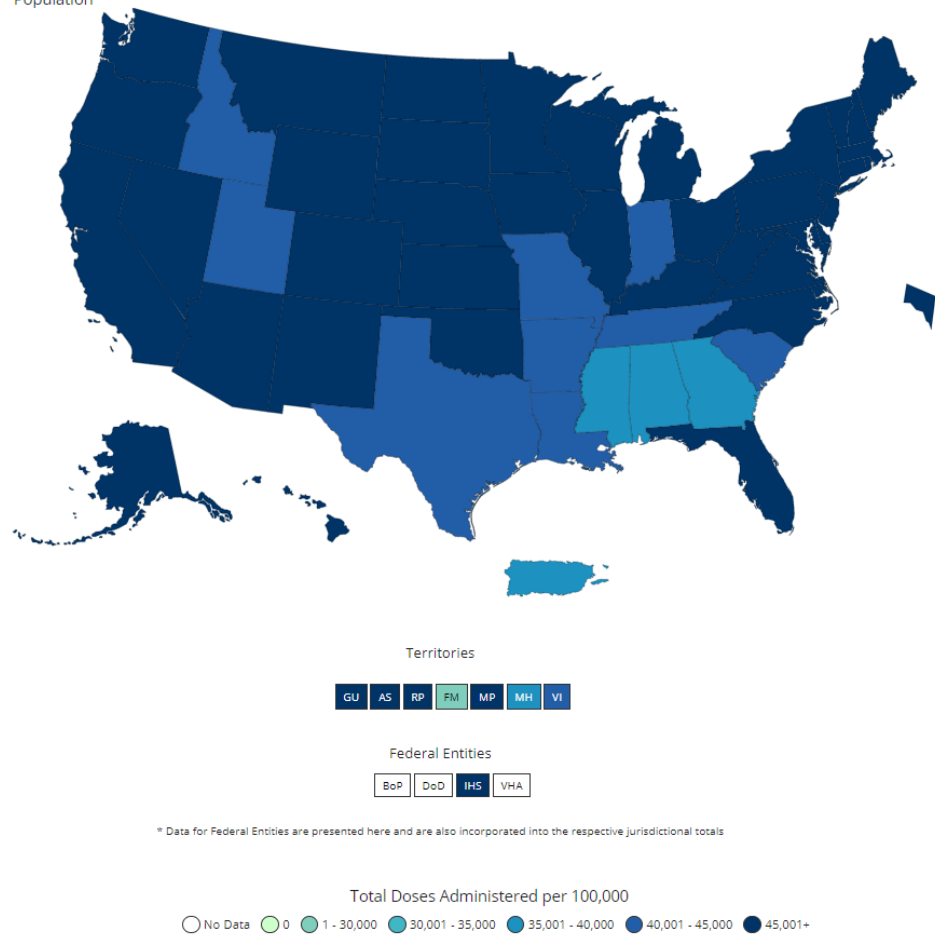
图 12: 美国因新冠病毒的新增住院人数情况



资料来源: 美国 CDC 注: 时间为 4 月 3 日

图 13: 美国各州接种疫苗情况

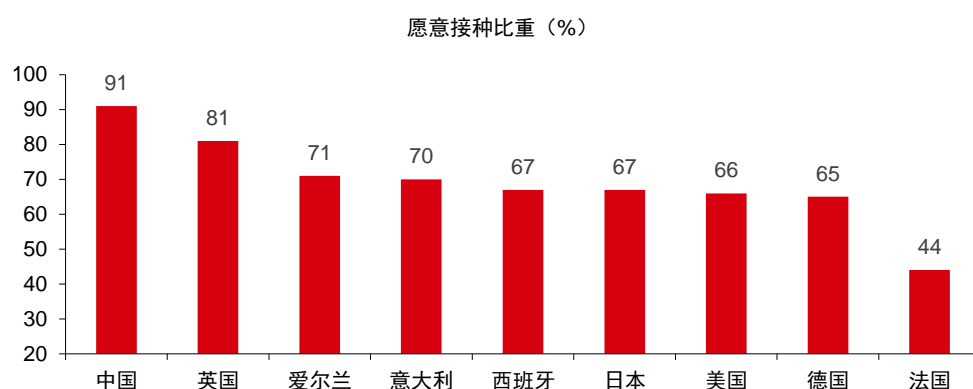
Total Doses Administered Reported to the CDC by State/Territory and for Select Federal Entities per 100,000 of the Total Population



资料来源: 美国 CDC 注: 时间为 4 月 3 日

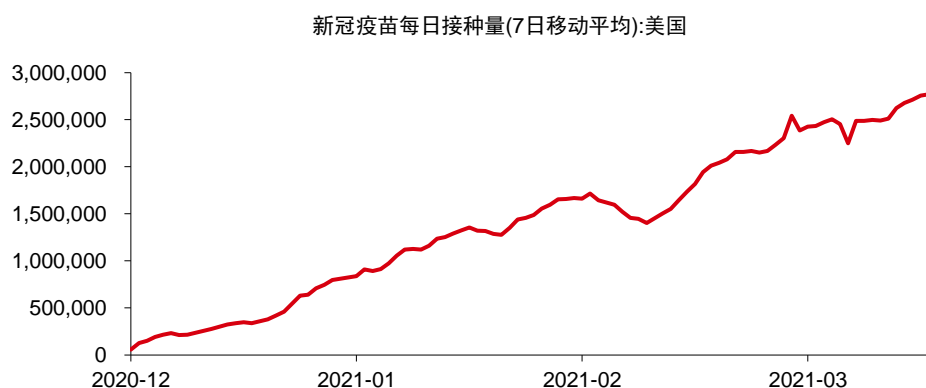
美国后续实现群体免疫的难度依旧非常大。我们认为后续美国疫苗的接种并非一帆风顺，第二个 1 亿接种的难度明显高于第一个 1 个亿。截至 4 月 3 日，美国有 30.7% 的人至少接种了 1 针新冠疫苗，有 17.5% 的人进行了完全接种，但整体美国的接种意愿在 60%-70% 之间，等于剩余潜在愿意打疫苗的人数还有 1 亿人左右，而当前美国每日疫苗接种数已经从上周 250 万剂左右增加到了 280 万剂左右，可能在 1 个多月左右就会实现疫苗接种的天花板，而再往后接种量将受制于接种意愿而迅速下降，市场将意识到实现 75% 抗体覆盖率的群体免疫是较为困难的。

图 14：部分主要经济体愿意接种疫苗比重



资料来源：“Challenges in ensuring global access to COVID-19 vaccines: production, affordability, allocation, and deployment” (Olivier J Wouters 等)；中信证券研究部

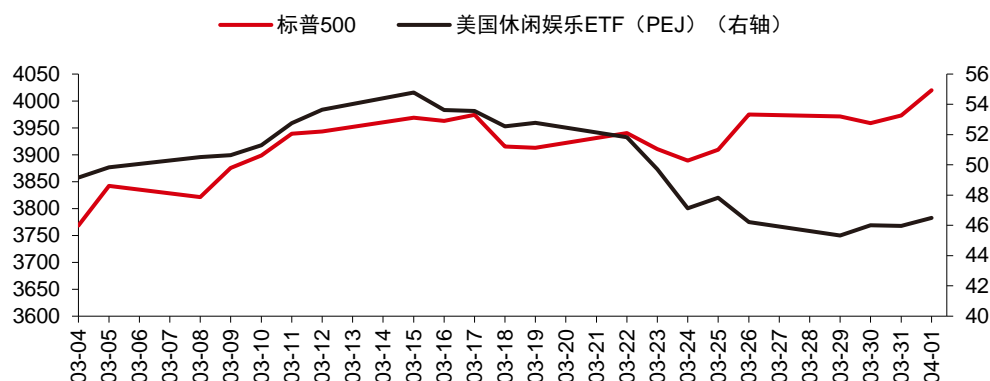
图 15：美国疫苗接种再次加速



资料来源：Wind，中信证券研究部

另外市场对于海外疫情对服务业冲击的担忧近期有所加剧，美股休闲娱乐 ETF 自 3 月 16 以来持续下跌 13.3%。自 3 月中旬美国新增病例不再下降并有所反弹后，代表美国 30 只休闲娱乐龙头公司的休闲娱乐 ETF 持续下跌，自 3 月 16 日至今累计跌幅为 13.3%，而同期标普 500 及道琼斯工业指数分别上涨 1.4% 及 1.0%，说明市场对于美国疫情的担忧正在显著加剧。

图 16：美国市场对于疫情担忧加剧



资料来源：Wind，中信证券研究部

拜登财政议案的市场反应平淡，距离最终落地仍有距离

拜登新财政计划整体较为中性，市场正面反馈预计有限。4月1日，拜登提出将在未来8年时间完成总额逾2万亿美元的基础设施投资，并将通过提高公司税率的方式在未来15年内增加联邦政府收入约2万亿美元，这部分税收基本覆盖了基建的支出规模，并将永久性减少赤字。而根据中信证券研究部宏观组的判断，本次新政中传统基建的投资规模在8000亿美元左右，但由于计划将持续8-10年时间，因此预计每年投入到传统基建的规模只有500-1000亿左右，按财政乘数中值1.2倍计算，预计拜登的基建计划将拉动2022年GDP增长1.5个百分点。不过由于拜登提出将主要通过加税的方式为基建支出融资，又会对冲一部分对GDP的拉动效果，预计对于经济和通胀的拉动效应不会特别明显，故美国经济今年出现持续过热的风险不高，市场对于美国经济过热和通胀大幅上升的预期预计将会逐渐修正。

表 5：拜登 2 万亿美元刺激计划拆分

领域	大方面	分项	金额（亿美元）
传统基建	传统交通设施投资	高速公路	1150
		公共交通	850
		地铁铁路	800
		机场	250
		水路和港口	170
		住宅和商业建筑翻新	2130
新兴技术领域	建筑修建改造	学校修建	1000
		先进制造业	3000
	绿色基建及新兴技术	基础技术研究	1800
		电动汽车产业投资	1740
		清洁能源采购	460
		宽带与电网建设	2000
		清洁水资源处理	1100
		相关劳动力技能培训	1000

资料来源：美国国会，中信证券研究部

新政的规模等情况仍有一定不确定性，且落地大概率最早要等到今年 9-10 月。此次拜登将基建法案与加税计划打包公布，预计将遭到共和党的激烈反对。以参议院共和党领袖麦康奈尔为首的共和党人此前曾多次表示反对加税；且 2022 年即将举行中期选举，民主党内部保守派也可能为了选票不完全支持拜登的加税法案，故具体规模等情况有可能还会再变动。此外，如果拜登希望通过加税来覆盖基建支出，在参议院获得 60 票通过的概率极小。我们预计拜登之后仍需要利用一年一次的“预算调节”（仅需参议院 51 票通过即可生效）的方式推进，最早可能在今年 9-10 月（新的财政年度）将法案送到国会投票通过，并在 2022 年开始实施。

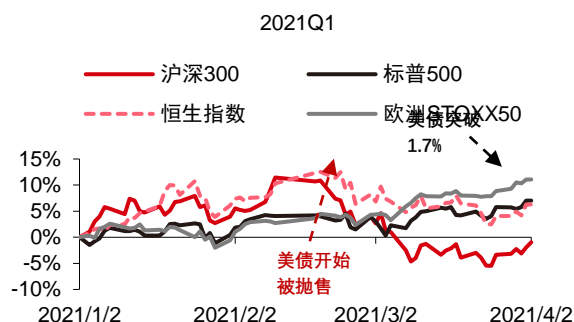
■ 宏观流动性整体平稳，市场流动性整体均衡局

宏观流动性整体平稳，外部流动性因素扰动降低

国内货币政策依然以内部目标为主，稳定市场的宏观流动性预期。4 月 1 日央行货币政策司司长孙国峰提及“无论是去年美联储推出大规模货币刺激措施，还是未来美联储调整货币政策，对中国金融市场的影响都是比较小的，下一步关键是要把自己的事办好，货币政策要稳字当头，保持定力，珍惜正常的货币政策空间。”我们认为国内货币政策依然以内部目标为主，既不会受美债收益率上行约束，也不会受近期部分新兴市场加息影响，这稳定了市场的宏观流动性预期。此外，DR007 也一直在政策锚定的 2.2% 附近窄幅波动。

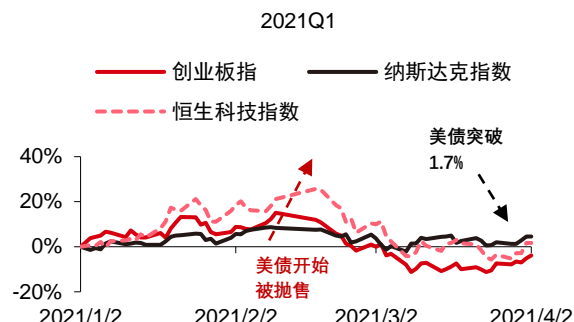
而本周美债、美元指数继续上行破位，但市场反应已经趋于平淡。3 月 29 日（周一）美债收益率突破 1.7%，美股标普 500、纳斯达克综合指数仅下跌 0.1%/0.6%，次日 A 股、港股、欧股相关指数并未出现流动性收紧恐慌的情形，沪深 300、恒生指数、欧洲 STOXX50、恒生科技指数分别上涨 0.9%/0.8%/1.1%/2.5%。上周美元指数也继续上行突破了 93 的位置，但外资仍基本保持流入趋势，Lipper 跟踪的全球权益类基金资金流数据显示，过去一周配置中国权益类资产的公募基金依然保持的资金净流入的状态，流入配置中国/欧洲/日本/韩国/美国股市基金的资金规模分别为+1.5/+5.9/-1.2/-2.8/-6.9 亿美元，上周北向开通的 3 个交易日中配置型资金累计净流入 34 亿元，主要净流出来自于随市场涨跌波动较为明显的交易型资金。

图 17: 2018Q1 美国流动性收紧时各大指数累计涨跌幅 (%)



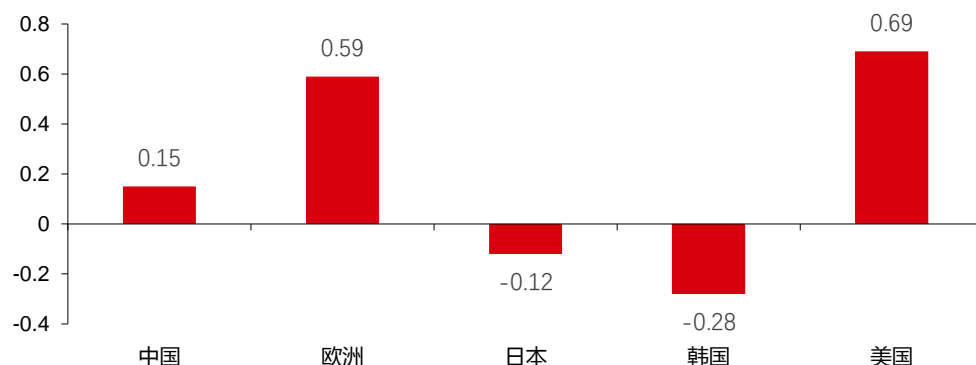
资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 18: 2020Q1 美债抛售期间各大指数累计涨跌幅 (%)



资料来源: Wind, 中信证券研究部

图 19: 过去一周净流入国家/地区权益类基金的资金规模 (单位: 十亿美元)

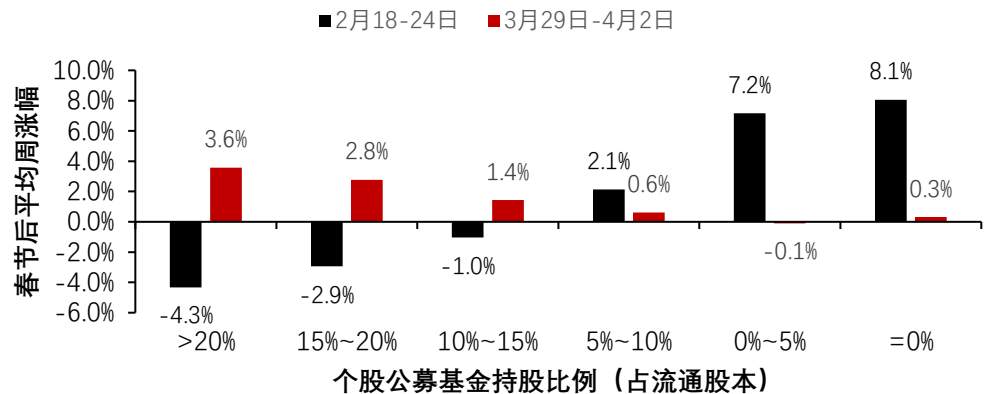


资料来源: Lipper, 中信证券研究部

渠道调研显示, 公募产品上周随着市场修复出现了净申购, 市场流动性整体均衡

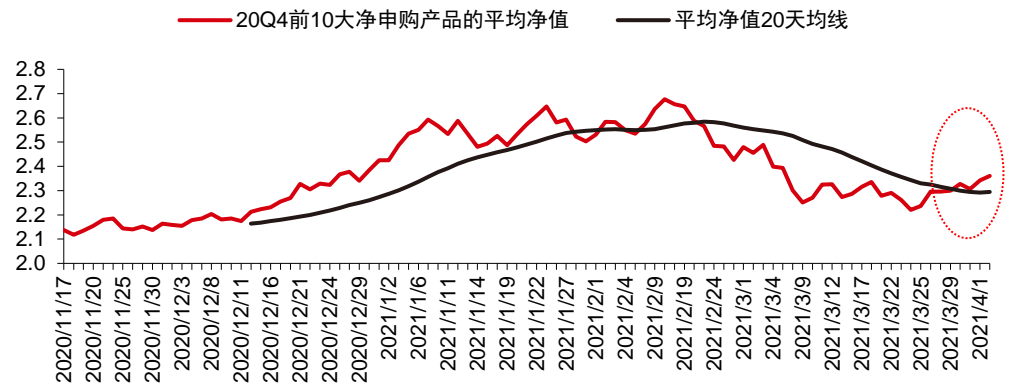
市场反弹但国内公募基金申赎保持稳定。上周市场反弹过程中, 机构重仓股相对跑赢其余个股, 过去 5 个交易日公募机构持股比例大于 20%、15-20%、10-15%、5-10%、0-5%, 以及 0% 的个股平均累计涨跌幅分别为 +3.6%/+2.8%/+1.4%/+0.6%/-0.1%/+0.3%, 这意味着公募产品, 尤其是在春节后净值受损严重的头部产品迎来净值修复的过程, 我们一直跟踪用于衡量头部产品赚钱效应的平均净值曲线也在上周于春节后首次上行至 20 日均线以上, 这意味着过去 20 天持有头部产品的基民开始获得正收益。市场或担心产品净值的修复意味着前期亏损的基民开始陆续赎回, 可能带来公募机构资金的流出, 但我们通过渠道调研获得的情况恰好相反, 伴随上周周四周五市场明显反弹, 公募产品整体连续 2 日均为净申购状态, 说明即便部分基民会选择在市场反弹时赎回产品, 仍然会有新增资金流入。

图 20：上周（3 月 29 日-4 月 2 日）机构重仓股相对跑赢



资料来源：Wind，中信证券研究部

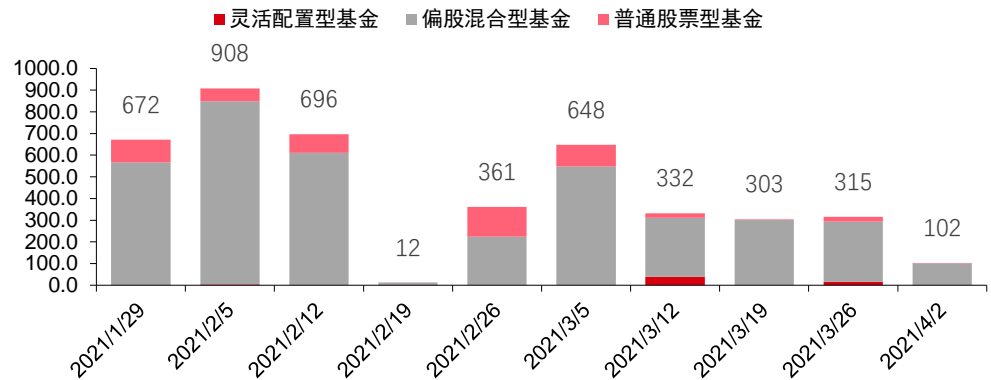
图 21：头部公募主动权益类产品本周赚钱效应有所恢复



资料来源：Wind，中信证券研究部

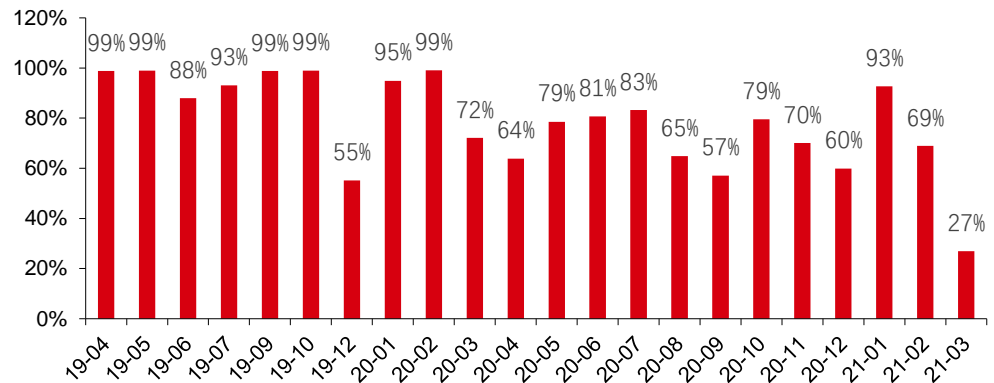
公募基金发行进一步放缓，预计 4 月公募基金新发规模大约在 1200 亿元左右，流动性平衡状态下等待基本面蓄势破局。上周新成立主动权益类公募基金仅 102 亿，环比前一周下滑-68%，延续了 3 月基金新发低迷的状态。3 月新发基金热度明显下降，其中公布了募集目标的基金合计目标规模为 5510 亿元，但实际募集规模仅为 1481 亿元，实际募集率为 27%，是过去两年的月度最低水平，相比之下 2019、2020、2021 年 1-2 月平均分别为 93%/75%/81%。截至 4 月 2 日，已处于发行阶段且募集截至 4 月底的基金共有 52 只（仅计算初始基金），其中 28 只公布了募集目标，合计 1736 亿元，剩余 24 只未公布自身的募集目标。预计 4 月 A 股市场将进入平静期，据此我们判断公募基金在 4 月的实际募集率应该较 3 月市场恐慌下跌阶段有所恢复。我们假设实际募集率能够恢复到 60%，并进一步假设未公布募集目标的基金平均规模约 5 亿（回归 2019 年左右的平均水平），则公布募集目标的 28 只基金在 4 月预计可募集 1041 亿元，未公布募集目标的 24 只基金可募集 120 亿元，则 4 月新发公募基金规模大约在 1200 亿元左右。因此我们认为即使市场近期企稳迹象明显，但 4 月的流动性环境难以再现 1-2 月时增量资金持续涌入、驱动权重个股快速上行的正反馈机制，在均衡风格的背景下，投资者的焦点或将逐渐转移至基本面维度的变化上，更加注重精选个股的挖掘。

图 22：本周新发基金规模环比上周继续下滑（亿元）



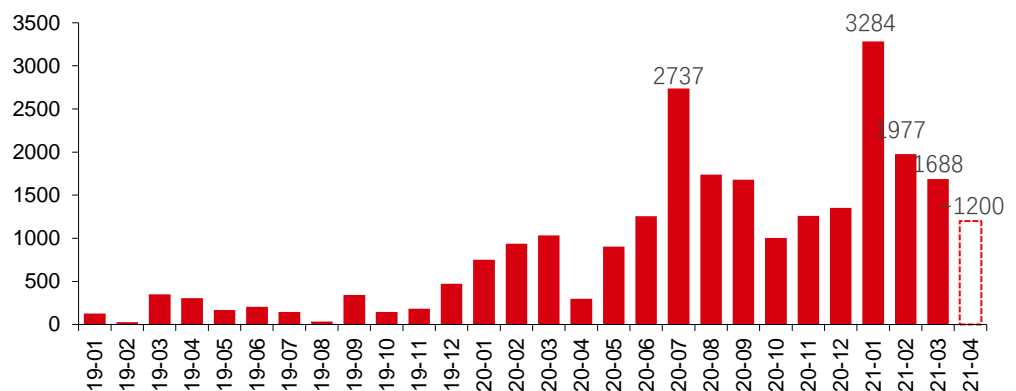
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 23：主动权益类公募基金实际发行份额/募集目标（%）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 24：若市场保持当前均衡状态，预计 4 月新发基金规模约 1200 亿



资料来源：Wind，中信证券研究部预测

■ 关注点由外转内，基本面蓄势破局

A 股依然处于持续数月的平静期中，3 月是市场悲观预期的顶点，风险已充分释放，4 月预计市场关注点将由外部转向内部。宏观流动性整体平稳，市场流动性整体均衡；而随着国内基本面预期上修，海外基本面预期下修，内外基本面相对强度的变化料将蓄势破局。同时，投资者对于基金赎回、外资流出、外盘波动的担忧与实际情况的背离都在逐步修正，4 月投资者情绪料将持续修复。

■ 建议继续聚焦平静期的四条新主线，重点布局一季报高弹性品种

首先，在机构重仓股估值实现均值回归前，继续积极调仓，增配新主线。我们认为四条主线具备配置价值：

- 1、首先是本轮市场调整后，性价比较高的成长主线，如消费电子、半导体设备、信息安全、军工等，这些行业的一季报表现预计也会十分亮眼；
- 2、考虑到国内疫苗接种率的提升，我们继续推荐去年因疫情受损板块的复苏行情，如旅游酒店、航空等；
- 3、受益于海外需求复苏的品种，包括出口链中的汽车零部件、家电、家居、机械、建材等；
- 4、一季报的潜在高弹性品种，这条主线建议近期重点布局：根据我们自下而上收集整理的结果，目前来看一季报业绩弹性最大的行业除有色和化工等上游资源品之外，其他主要集中在医药、汽车、交通运输和电子等行业中。

■ 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；海内外宏观流动性超预期收紧。

■ 相关研究

A 股策略聚焦：轮动慢涨期进入下半场，转战高性价比品种	2021.01.03
A 股策略聚焦：脉冲式行情后市场将重回慢涨	2021.01.10
A 股策略聚焦：抢跑式建仓缓解，转战两市场高性价比主线	2021.01.17
A 股策略聚焦：盈利驱动转向资金驱动，紧扣两条主线	2021.01.24
A 股策略聚焦：万亿投放在即，2 月慢涨延续	2021.01.31
A 股策略聚焦：流动性紧平衡前移，极致分化将缓解	2021.02.07
A 股策略聚焦：充裕的市场流动性推动 A 股慢涨延续	2021.02.17
A 股策略聚焦：步入平静期，转战新主线	2021.02.28
A 股策略聚焦：平静期有底有压，新主线价值提升	2021.03.07
A 股策略聚焦：有底有压，积极调仓	2021.03.14
A 股策略聚焦：提前布局通胀预期拐点	2021.03.21
A 股策略聚焦：悲观预期顶点已现，四月基本面破局	2021.03.28

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 SdnBhd 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。