

证券研究报告—海外市场研究

港股

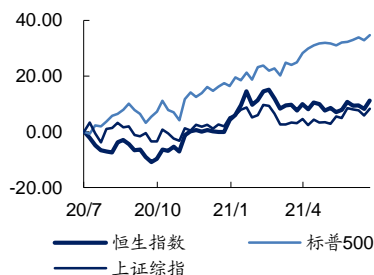
2021 年港股下半年投资策略

超配

(维持评级)

2021 年 06 月 29 日

一年该行业与恒生指数、标普 500 比较



海外市场专题

坚定信心，港股将加速上行

● 全球：讨论 TAPER 尚早，美股依然在慢牛中

尽管 Taper 的声音不绝于耳，但靴子落地并非易事：一方面，美国短期的 GDP、CPI、消费、房价等数据在不断的上行，另一方面，实际时薪的下降，就业岗位恢复较慢，居民财富中股票占比过高，拜登政府加税可能带来对企业投资与招聘的负面影响，都需要被美联储充分考虑。因此，我们不认为 Taper 是一蹴而就的，初步判断在 2021 年 Q4/2022 年 Q1 才会有更加明晰的信号；

美债收益率在年初的上行过快，充分消化了通胀的影响，尽管我们判断收益率依然振荡上行，但我们认为 1.9-2.0% 才是美股转向的阈值。以 2022 年的盈利作为依据，在 4500 点以下（本轮美股牛市我们的目标位），标普依然运行在过去十年的估值框架里而并未大幅高估。

● 国内：围绕二季报展开的行情已经开始

企业中长期贷款的向上，佐证经济周期尚在扩张中，我们初步判断产量（工业增加值同比）、M1 同比，都将在 6、7 月份开始反弹。

从 6 月开始，CPI 与 PPI 将收敛，意味着制造业的盈利将有所改善。伴随着 CPI 的逐渐上行，市场的信心也将不断被提升。

以过去十年为参照，当下 A 股的估值并不高，大多宽基指数的估值（2022 年）仅为平均值水平。因此，我们认为在经济周期扩张的时期，大盘有望突破本轮新高，下半年目标位 4200-4300 点。

从成长性看，科创与周期占优；从中报业绩看，周期更佳；从估值看，大金融更有新引力。

● 港股投资建议：蓄势已久，挑战新高

我们调整恒生指数 2021 年 31000-32000 点的目标区间，意味着恒指有机会挑战本轮新高；

我们认为下半年大盘上行的同时，也会伴随轮动的局面。半年报较优或者其他基本面驱动的板块主要为纺织服装、医药、金属、能源，其次，恒生科技、大金融中报预计符合预期而股价超跌，也将会有明显的估值修复。

二季报之后或者 Q4，部分板块的估值过高，加之距离年底 taper 以及资金面的不确定性，使得风险偏好无法持续提升，此时当关注价格可能持续上行的资源股、低估值的银行股、复苏预期滞后博彩股，以及经济周期影响较小的电信运营商和香港本地股。

● 风险提示

宏观经济复苏低于预期的风险，疫情反复的风险，中美贸易关系的不确定性，科技战的风险。

相关研究报告：

《港股双周数据跟踪：能源保持强势，部分中游退潮》——2021-06-16

《2021 年 6 月港股投资策略：铿锵前行》——2021-06-01

《港股双周数据跟踪：碳中和继续领跑，低估值开始走强》——2021-05-17

《行业重大事件快评：实施条例落地，利好民办高教职教》——2021-05-15

《2021 年 5 月港股投资策略：关注 PPI 的超预期上行》——2021-05-07

证券分析师：王学恒

电话：010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030002

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明。

目录

全球：讨论 TAPER 尚早，美股依然在慢牛中	5
到年底部分国家接种率将超过七成	5
世界银行上修全球 GDP 增速至 5.6%	6
美国经济周期尚在扩张阶段	7
大宗商品的上行仍将持续	12
美股依然运行在过去十年的估值框架中	12
A 股：围绕二季报展开的行情已经开始	14
企业中长期贷款的向上，佐证经济尚在扩张中	14
从 6 月开始，CPI 与 PPI 差距将收敛	15
A 股估值并不高，锁定中报预期上修的板块	16
港股：蓄势已久，挑战新高	21
2021 年下半年恒指有望突破本轮新高	21
上半年走势回顾	22
市场预期变化：周期占优，餐饮/计算机下调	25
估值比较：纺织服装创新高，地产产业链新低	26
近月资金流入/流出：部分中游还在流入，说明市场还在牛市中	27
投资建议	28
风险提示	29
国信证券投资评级	32
分析师承诺	32
风险提示	32
证券投资咨询业务的说明	33

图表目录

图 1: 全球新增病例	5
图 2: 西方主要发达国家新增病例	5
图 3: 全球 GDP 增速预期	6
图 4: 美国经济框架	8
图 5: 个人消费支出同比	8
图 6: 消费者信心指数	8
图 7: 制造业 PMI	9
图 8: 非制造业 PMI	9
图 9: 美国成屋销售	9
图 10: 美国房价同比	9
图 11: 美国 CPI	10
图 12: 实际时薪	10
图 13: 非农就业人口总计 (千人)	10
图 14: 新增非农就业人数 (千人)	10
图 15: 美国居民财富构成 (股票+养老计划)	11
图 16: 个人消费支出同比	11
图 17: 通胀预期	12
图 18: 10 年期美债收益率	12
图 19: 标普 500 的年度估值区间	13
图 20: 中长期贷款同比	14
图 21: M2 同比	14
图 22: 社融的结构性变化 (同比)	14
图 23: M1 同比	15
图 24: 工业增加值同比	15
图 25: M1-M2 同比并未更低	15
图 26: 社融-M2 的同比下降是暂时的	15
图 27: 理财收益率	15
图 28: 信用利差	15
图 29: PPI 与 CPI 预期	16
图 30: CPI 分项比较	16
图 31: 全 A 估值水平	17
图 32: 沪深 300 估值水平	17
图 33: 上证指数估值水平	17
图 34: 创业板估值水平	17
图 35: 中证 500 估值水平	17
图 36: 上证 50 估值水平	17
图 37: 2021 年业绩预期增速 (宽基指数)	18
图 38: 2021 年业绩预期增速 (风格)	18
图 39: 2021 年业绩预期增速 (行业)	18
图 40: 目前对比 4 月 30 日的 21 年盈利调整 (宽基指数)	19
图 41: 目前对比 4 月 30 日的 21 年盈利调整 (风格)	19
图 42: 目前对比 4 月 30 日的 21 年盈利调整 (行业)	19
图 43: PE/PB 分位	20
图 44: 恒指历史 PB	21
图 45: 恒生主要指数表现	23
图 46: 年初以来恒生规模指数表现	23
图 47: 大型股与小型股估值差异	23
图 48: 年初以来恒生行业指数表现	24
图 49: 年初以来港股通行业表现	24
图 50: 对比年报前分析师对 2021 年盈利预期调整幅度	26
图 51: 对比年报前分析师对 2021 年收入预期调整幅度	26
图 52: PE 估值分位比较	27

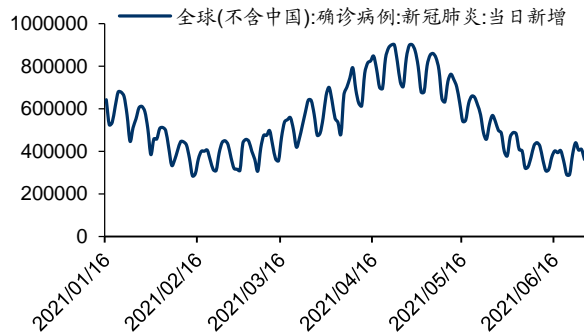
表 1: 全球新冠疫情排名.....	5
表 2: 部分国家疫苗接种率.....	6
表 3: 中美 GDP 差距.....	7
表 4: 美国宏观经济指标预期 (6 月).....	9
表 5: 美国宏观经济指标预期 (4 月).....	9
表 6: 全球基钦周期.....	12
表 7: 标普 500 关键指标.....	13
表 8: 恒生指数关键指标.....	21
表 9: 恒指的估值与基钦周期的关系.....	22
表 10: 禁投名单表现.....	25
表 11: 近 1 个月资金流入流出排名.....	28
表 12: 组合建议.....	29
表 13: 覆盖标的一览.....	30

全球：讨论 TAPER 尚早，美股依然在慢牛中

到年底部分国家接种率将超过七成

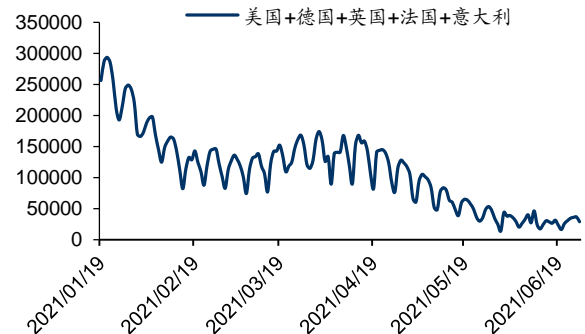
全球新增疫情最近稳定在每天 30-40 万例，较年初有明显的下降，其中主要发达国家的新增病例较年初下降明显。

图 1：全球新增病例



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 2：西方主要发达国家新增病例



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 1：全球新冠疫情排名

排名	国家/地区	累计确诊病例	排名	国家/地区	新增确诊病例
1	美国	34482672	1	巴西	79277
2	印度	30182469	2	印度	49052
3	巴西	18322760	3	哥伦比亚	32733
4	法国	5766315	4	阿根廷	24023
5	俄罗斯	5409091	5	俄罗斯	20393
6	土耳其	5398878	6	印度尼西亚	18872
7	英国	4716061	7	南非	18762
8	阿根廷	4374587	8	美国	17716
9	意大利	4256451	9	英国	15374
10	哥伦比亚	4092746	10	伊朗	10820
11	西班牙	3829543	11	菲律宾	6793
12	德国	3733877	12	孟加拉国	5869
13	伊朗	3150949	13	马来西亚	5812
14	波兰	2879470	14	土耳其	5630
15	墨西哥	2498357	15	智利	5599
16	乌克兰	2233546	16	伊拉克	5325
17	印度尼西亚	2072867	17	墨西哥	5270
18	秘鲁	2046057	18	西班牙	4924
19	南非	1895905	19	泰国	3644
20	荷兰	1709911	20	突尼斯	3467

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

进入到 5、6 月份，根据 our world in data 的数据，部分国家的接种率（一剂）明显加速提升，按照当下的速度，在入冬之前，大部分有条件的国家，接种率能超过 70%，即世卫组织认可的全民免疫效果的接种率水平。中国接种疫苗的速度更加惊人，目前已经超过了 10 亿剂次，每天以 2000 万的接种，预计也将在年底之前达到 70%以上的接种率。

表 2: 部分国家疫苗接种率

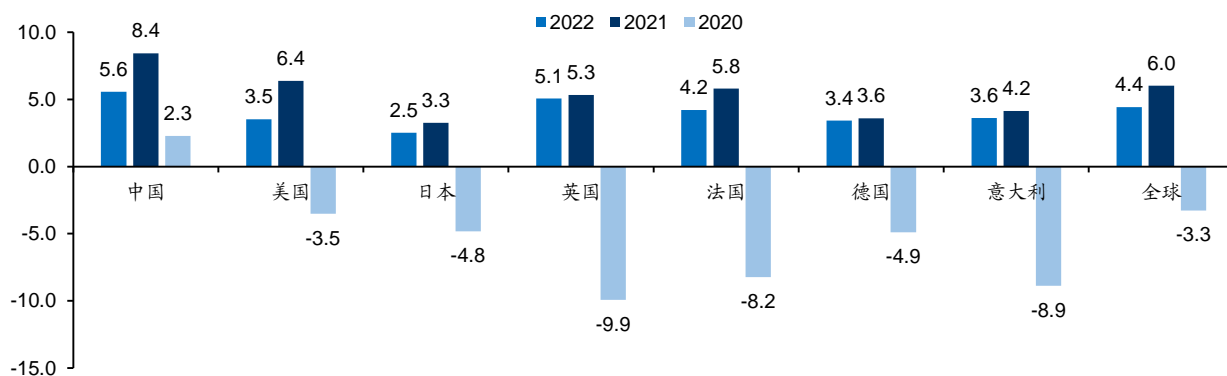
国家	6 月	5 月	4 月	平均每月增加
以色列	63.2%	62.7%	61.3%	0.9%
加拿大	63.1%	39.72	18.0%	22.6%
英国	60.2%	54.4%	47.2%	6.5%
智利	59.7%	45.3%	38.4%	10.6%
巴林	59.6%	45.7%	32.8%	13.4%
匈牙利	55.0%	45.0%	28.6%	13.2%
美国	51.5%	45.7%	34.2%	8.6%
德国	46.7%	33.2%	15.4%	15.7%
意大利	45.4%	28.5%	14.6%	15.4%
法国	43.6%	27.3%	15.9%	13.9%
巴西	24.2%	15.1%	9.4%	7.4%
印度	13.9%	9.8%	6.2%	3.8%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

世界银行上修全球 GDP 增速至 5.6%

2021 年全球经济的上修

世界银行 1 月份时预计全球 GDP 增速只有 4.1%。6 月, 世界银行将全球 GDP 增速上修至 5.6%, 这是 80 年来从衰退中取得的最强复苏, 主要是受到美国和中国经济分别增长 6.8% 和 8.5% 的推动。IMF 则更加乐观一些, 认为全球 GDP 增速将达到 6% (其年初的预期是 5.15%)。

图 3: 全球 GDP 增速预期


资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

两者对中国经济的增速的预期相当, 世界银行预期中国 2021 年 GDP 增速为 8.5%, IMF 预期为 8.4%; 世界银行预期美国 2021 年 GDP 增速为 6.8%, IMF 预期为 6.4%。

中美的 GDP 差距缩小

疫情期间, 中国的 GDP 继续增长, 美国 GDP 下滑, 这缩小了中美 GDP 的差距, 以 (美国-中国)/美国表示差距的话, 2020 年, 中美 GDP 差距为 30%, IMF 估计, 不考虑人民币兑美元汇率的影响, 到 2026 年, 中美 GDP 差距将缩减至 16%, 该数字在 2010 年为 60%, 在 2016 年时缩小到了 40%。

表 3: 中美 GDP 差距

年份	中国 GDP(万亿美元)	美国 GDP(万亿美元)	差距
2026E	20.6	24.5	16%
2025E	19.7	24.1	18%
2024E	18.7	23.7	21%
2023E	17.8	23.4	24%
2022E	16.9	23.1	27%
2021E	16.0	22.3	28%
2020	14.7	20.9	30%
2019	14.3	21.4	33%
2018	13.8	20.6	33%
2017	12.3	19.5	37%
2016	11.2	18.7	40%
2015	11.1	18.2	39%
2014	10.5	17.5	40%
2013	9.6	16.8	43%
2012	8.5	16.2	47%
2011	7.5	15.5	52%
2010	6.0	15.0	60%

资料来源: IMF, 国信证券经济研究所整理

在两国 GDP 缩小差距的背景下, 自拜登就任美国总统之后, 美国政府对中频频释放各类压力。6 月 8 日, 美国国会参议院通过《2021 年美国创新与竞争法》, 美国有线电视新闻网称该法案意在向美国技术、科学、研究领域投资逾 2000 亿美元, 用来对抗中国日益增长的影响力。

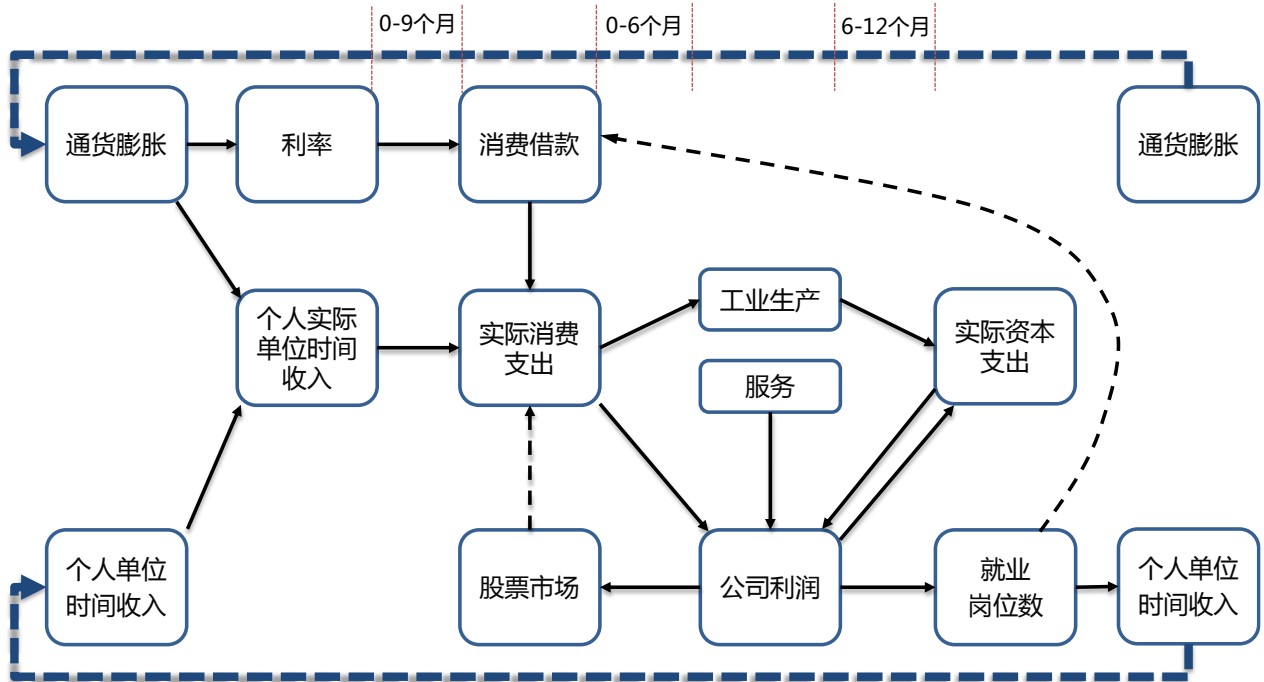
另一方面, 中国美国商会 6 月发布的《2021 年度美国企业在中国白皮书》显示, 中国市场对美国企业仍具有强大吸引力。超过一半 (52%) 的在华美国企业提到, 中国第一大商机是“国内消费的增长和日益庞大的富裕中产阶层的崛起”, 超过三分之二的美国企业将中国视为优先市场, 85% 的美国企业并未打算将制造或采购工序迁往中国以外的地方。白皮书还显示, 近 61% 的美国企业相信中国将继续向外资开放市场。美国企业在中国的获得感进一步增强, 如在金融领域, 美国公司已经获得了在中国开展全方位业务的许可; 在食品和农业领域, 中国修改了法规, 允许更多的美国产品进入中国等。

美国经济周期尚在扩张阶段

美国经济框架的启示: 通胀与滞胀中的平衡

在美国的经济框架中, 利率政策或者个人收入传导给消费支出, 这需要 2、3 个季度, 然后消费的上升将带来工业生产、服务的景气度提升, 以及企业盈利的提升, 此间又需要 1、2 个季度。

图 4：美国经济框架



资料来源：《走在曲线之前》，国信证券经济研究所整理

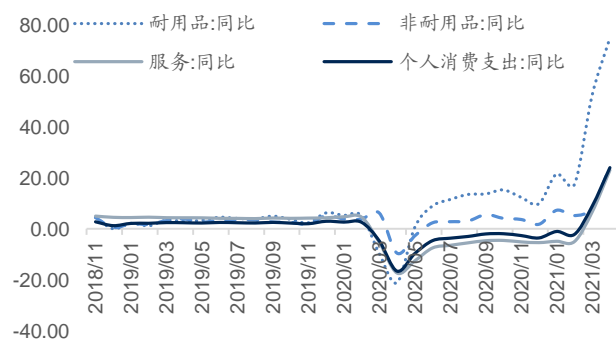
然后企业预期未来景气度的向上，开始增加资本开支，同时积极招工（这又是在 2-4 个季度之后了），进而推动通货膨胀的上行。此时，美联储出手对通胀进行干预，以保证经济的健康发展。

在这套系统中，如果干预的过晚，可能会使得通货膨胀滋长；但如果干预过早，就会将刚刚复苏的经济浇灭在摇篮中。如何来判断这个节奏，向来是个“天大的问题”，左边是通胀，右边是通缩，政府与中央银行必须在平衡木上小心翼翼的前行。

当下美国经济数据中的一些矛盾之处

一方面，美国消费、产量景气度无疑是上行的：个人消费支出上行（也归因于去年低基数），同时消费者信心指数恢复到疫情以来的最好水平。

图 5：个人消费支出同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

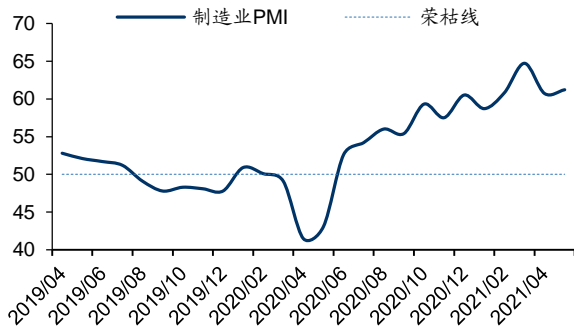
图 6：消费者信心指数



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

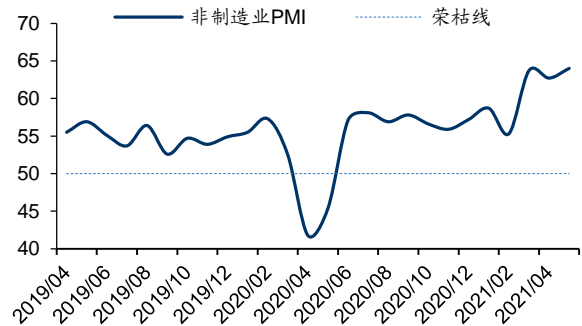
制造业 PMI 振荡上行，5 月份服务业的 PMI 已经超过了疫情前的最高水平。

图 7：制造业 PMI



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

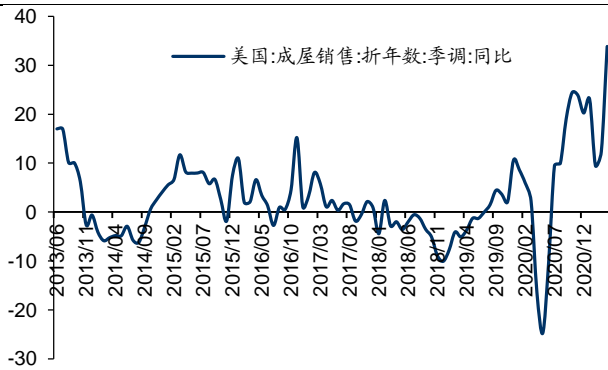
图 8：非制造业 PMI



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

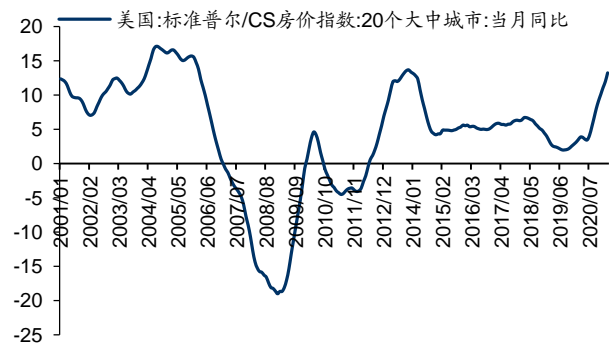
成屋销售同比十年新高，房价加速上行，美国诸多媒体报道随处可见的“一房难求”、“买房加价”的现象。

图 9：美国成屋销售



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 10：美国房价同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

此外，市场对于美国宏观经济数据的预期，几个月以来也在不断上修。

表 4：美国宏观经济指标预期（6 月）

	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22
实际 GDP（同比%）	-2.8	-2.4	0.4	13	6.8	7.1	6.4	4.7	3.5
CPI（同比%）	1.2	1.3	1.9	4.3	3.9	3.8	3.3	2.3	2.2
核心 PCE（同比%）	1.4	1.4	1.6	3	2.7	2.8	2.7	2.1	2
失业率（%）	8.8	6.8	6.2	5.8	5.3	4.8	4.5	4.3	4.1
央行利率（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.3	0.3
10 年期债券（%）	0.68	0.92	1.74	1.64	1.79	1.88	1.95	2.02	2.08

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

表 5：美国宏观经济指标预期（4 月）

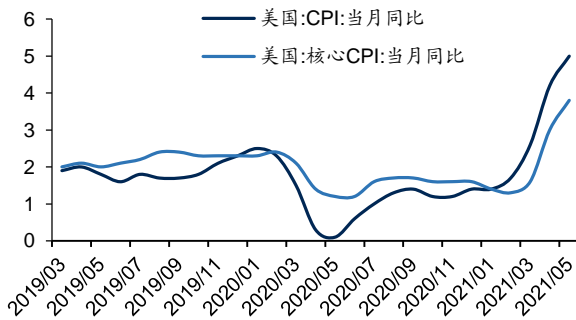
	Q3 20	Q4 20	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	Q1 22	Q2 22	Q3 22
实际 GDP（同比%）	-2.8	-2.4	0.4	12.2	6.4	6.6	5.9	4.7	3.5
CPI（同比%）	1.2	1.3	1.9	3.2	2.7	2.6	2.2	2.2	2.2
核心 PCE（同比%）	1.4	1.4	1.6	2.2	1.8	2	2	2	2
失业率（%）	8.8	6.8	6.2	5.6	5.2	4.8	4.6	4.4	4.2
央行利率（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.3	0.3	0.3
10 年期债券（%）	0.68	0.92	1.74	1.71	1.78	1.83	1.92	1.98	2.04

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

但是另一方面，在光鲜的数据背后，也有着不少隐忧：

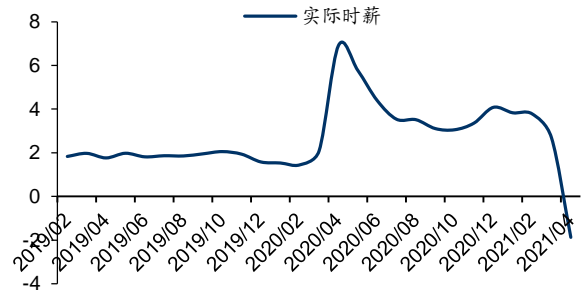
其一是实际时薪的下降。由于实际时薪决定了消费者的真实购买力，而本次经济复苏中，由于供给侧产能无法及时跟上、以及美元超发导致的商品价格的上升，推动了 CPI 率先走强，这使得名义时薪的上行而实际时薪的下降。历史上，实际时薪作为美国居民消费比较可靠的前导指标（当然，这主要在就业状况相对稳定的前提下），当下给出的趋势并不明朗。

图 11：美国 CPI



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

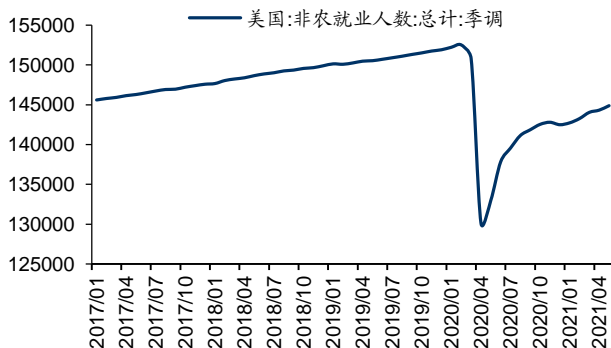
图 12：实际时薪



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

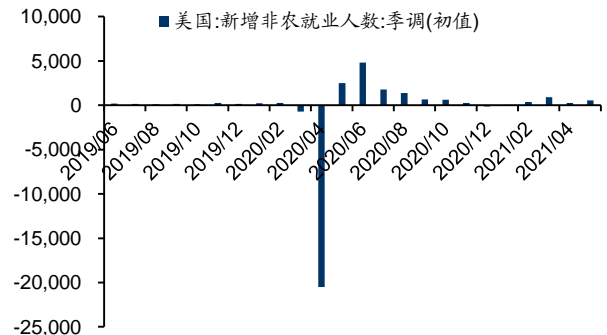
其二是就业恢复仍需观察。根据美国劳工部的数据，新冠疫情让美国 2200 万人失去了工作。到目前为止，只恢复到了疫情前的 67% 的水平，还有 800 万就业差距。尚就在 4 月，美国新增非农就业大幅低于市场预期，5 月仅仅符合本不高的预期。部分分析认为，因为撒钱式的补贴导致了低收入群体上班与不上班收入相当，这使得部分企业找不到员工，最终再次关门倒闭。据美国 CNBC 报导，在过去的一个月里，已经有 25 个州宣布将在其于 9 月 6 日正式到期之前，终止疫情期间的额外福利计划。一些州最早将于 6 月 12 日就停止联邦额外失业金的发放。这些州都是由共和党州长领导的。他们表示，额外增加的失业救济金，正在导致失业工人更愿意待在家里，而不是去找工作，这种补助使得企业很难招到工人，以填补急需的空缺职位。美国商会首席政策官布拉德利认为：“令人失望的就业报告清楚地表明，向不工作的人支付工资，正在抑制本应更加强劲的就业市场。”停止联邦额外失业金对后续用工的影响总体是积极的，但效果尚需跟踪。

图 13：非农就业人口总计（千人）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 14：新增非农就业人数（千人）



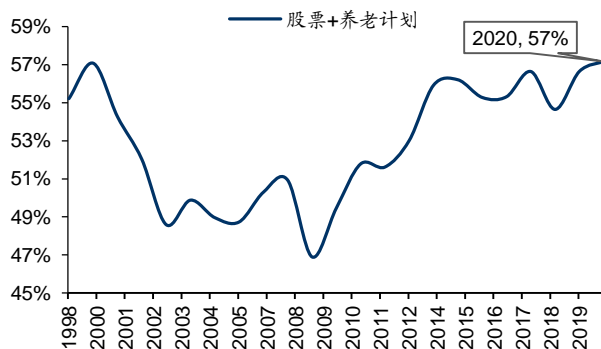
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

其三是关于拜登政府加税的预期。虽然我们预计此计划实施起来相当困难，而且为了确保中期选举，民主党不大可能在 2022 年中期选举之前在此问题上有过多的建树。然而，加税的预期在一定程度上将影响企业的人力资源规划。美

国商会会长 Clark 表示，在提高商业税的必要性问题上与政府存在分歧：“拟议的增税计划将极大地损害美国企业和美国劳动者的利益。现在肯定不是为经济复苏设置新障碍的时候。政府倡导基础设施是正确的，我们希望与政府一起做这件事，但还有其它方法来资助基建计划。”美国商会表示支持基建投资，但倾向于主要通过基础设施使用费来提供资金。美国零售联合会发言人 McGinty 表示，该组织在提交给美国参议院财政委员会的一封报告中反对为通过增加企业税为基建计划筹集资金。此外，美国零售业领导者协会发言人 McGinty 也表态，该协会反对给企业增税的立场没有改变。

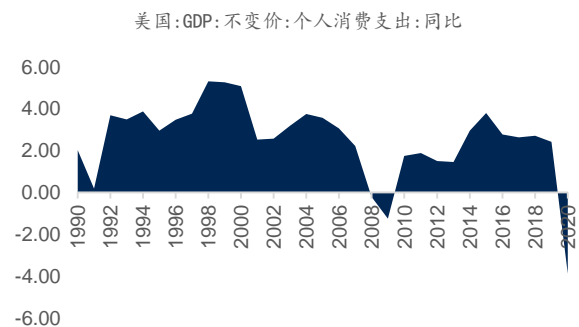
其四是关于美国股市在居民资产中的占比过高，股市的下跌将严重打击居民的消费热情。美国居民的财富和股票资产相关的有两类，一类是直接投资，另一类是通过养老计划（最终进入股市、债市），两者在居民财富占比达到了惊人的 57%（处在历史最高水平），相比中国居民财富最大类的为房地产，在美国居民资产中的占比仅为 24%。历史上，消费与股市互为因果：股票市场下跌→居民财富缩水→消费更加保守→企业盈利下降→股票市场下跌。当下，美股的总市值大约为 45 万亿美元，约为美国预期 2021 年 GDP（22.2 万亿美元）的 202%。按照拉斯特维德在《逃不开的经济周期》中的估计，股市下跌将对 GDP 产生约 4% 的冲击系数。即，倘若美股下跌 20%（这仅是一个基钦周期级别的调整），单股市下跌对 GDP 的负向作用可达 $202\% \times 20\% \times 4\% = -1.6\%$ ，以上，尚不考虑企业的资本开支萎缩，存货减值，房地产下跌等延伸性影响。一般来说，在一个有幅度的股票市场下跌行情中（如下跌 1/3 至一半），且房地产市场也受到影

图 15：美国居民财富构成（股票+养老计划）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 16：个人消费支出同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

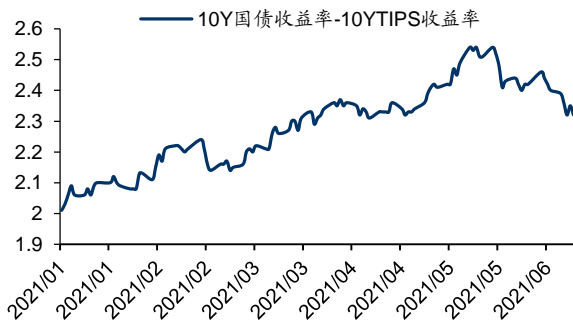
美联储主席鲍威尔在 4 月的 FOMC 记者会上表示，美联储“将确保货币政策继续为经济提供强有力的支持，直到完成复苏”。目前，投资者预期美联储将在 8 月的杰克逊霍尔全球央行年会上宣布缩减 QE。路透最新调查也显示，美联储可能在 8 月或 9 月宣布削减其大规模购债计划的策略，但预计要到明年初才会开始削减每月购买规模。

而我们依然重复这一观点：就当下的美国经济，一旦 TAPER 实施，温和复苏的局面将可能终结。所以，持续审慎关注通胀（Q2/Q3），就业数据（6、7、8 月），尤其是 7、8 月在部分州政府取消救助后对就业的影响，对于美联储是必要的。

美债的走平说明市场对通胀的预期已经消化

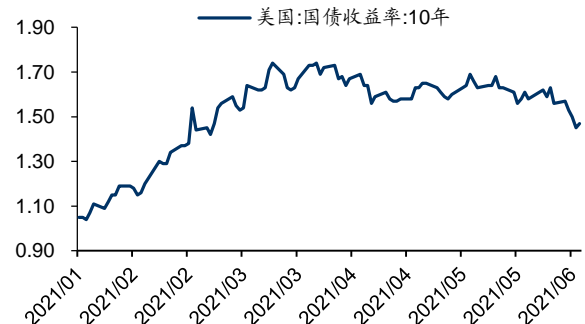
尽管 5 月份美国的 CPI、核心 CPI 都创了新高，但是通胀预期（10 年期美债收益率-10 年 TIPS 收益率）下跌，美国 10 年期国债收益率振荡走平，这都说明对于通胀的预期已被市场所消化，下一步需要继续跟踪三季度的通胀水平。

图 17: 通胀预期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 10 年期美债收益率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

我们曾定量测算了本轮美债收益率的上行对于股票市场产生影响的關鍵位置。方法是观察在历史上的升息周期中加息次数、幅度（本轮联邦基金目标利率不动，这和历史略有区别，但市场利率上行是相同的）对于股票市场见顶的影响。我们测算了该结果：**10 年期美债收益率上行至 1.9-2.0% 水平时，美国牛市告一段落。**

大宗商品的上升仍将持续

我们欣慰的回顾，在本轮大宗商品启动前的 2019 年发布的年度策略报告中，我们提及：“全球中周期——房地产周期、大宗商品周期均处在扩张阶段，短周期——基钦周期也已触及低点，转向扩张。中周期与短周期的合力共振向上，将推动周期资产价格的上涨”。到目前为止，我们对全球经济处在扩张阶段的判断依然没有改变。

表 6: 全球基钦周期

	CRB 高低点	低点间隔	高点间隔	低点到高点	高点到低点
高点	2022-05				
低点	2020-04	52.6			22.7
高点	2018-06		49.9	29.9	
低点	2015-12	24.6			20.0
高点	2014-05		37.4	4.6	
低点	2013-12	61.3			32.8
高点	2011-04		37.8	28.6	
低点	2008-12	40.3			9.2
高点	2008-03		48.2	31.0	
低点	2005-08	47.1			17.2
高点	2004-03		32.0	30.0	
低点	2001-10	27.0			2.1
高点	2001-07		60.5	25.0	
低点	1999-07	52.1			35.5
高点	1996-08		18.9	16.6	
低点	1995-04	21.4			2.3
高点	1995-01		71.8	19.1	
低点	1993-06	83.2			52.8

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

由于商品周期平均扩张时间为 24-26 个月，本轮大宗商品的上升将会在 2022 年二季度终结。此外，我们对比了商品指数与标普 500 的关系，与 A 股类似，标普 500 领先于 CRB 指数约 0-3 个月（就像上证指数领先 PPI 一样），因此，我们初步匡算，美股将上涨到 2022 年一季度左右。

美股依然运行在过去十年的估值框架中

表 7: 标普 500 关键指标

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
ROE	15.6%	17.9%	17.0%	15.1%	19.7%	19.4%
EPS	127	151	154	139	194	211
EPS YOY		19%	2%	-10%	40%	9%
股利	50.5	53.9	58.7	59.0	59.8	64.2
股利/利润	40%	36%	38%	42%	31%	30%
每股净资产	816	847	908	918	986	1,086

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

随着经济预期的向上修正, 标普 500 的净利润也被上修。目前市场预期 2021-2022 年标普 500EPS 增速分别为 40%, 9%; ROE 分别为 19.7%, 19.4%; EPS 分别为 194, 211 (而在我们去年年底撰写策略报告时期, EPS 仅为 170, 197, 上调幅度分别为 14%, 7%)。

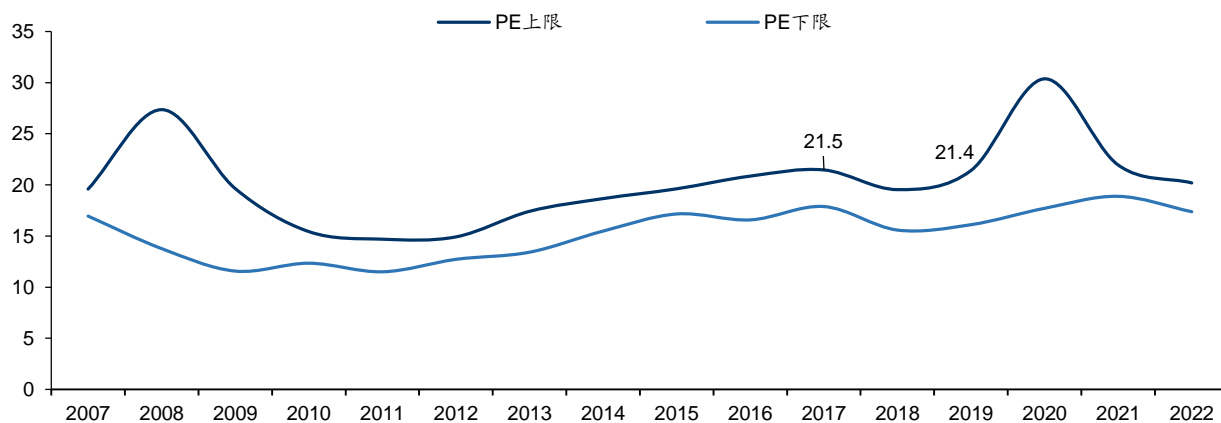
我们曾经介绍过, 当下美国维持比疫情前更低的美债收益率, 按照 2008-2019 年标普 500 的 PE 上限, 21.4-21.5 倍 PE (剔除 08 年金融危机与 20 年疫情的极端影响), 给予标普 500 目标价, 则可得:

SPX 目标价 2021=194*21.4=4151 点;

如果考虑到估值切换到 2022 年, 则可以得到:

SPX 目标价 2022=211*21.4=4515 点;

因此, 我们认为, 今明两年, 在标普 500 振荡上行达到 4500 点之前, 美股则依然运行在最近十年的估值通道中而并未大幅高估。当然, 谈论高估必然要讨论美债收益率、TAPER 与 QE, 以及经济周期的位置, 这些问题我们已经在前文解释过。

图 19: 标普 500 的年度估值区间


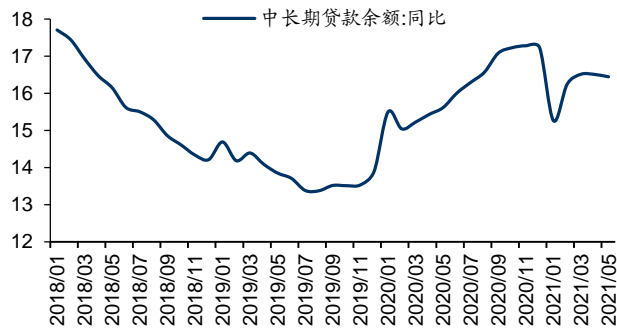
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

A 股：围绕二季报展开的行情已经开始

企业中长期贷款的向上，佐证经济尚在扩张中

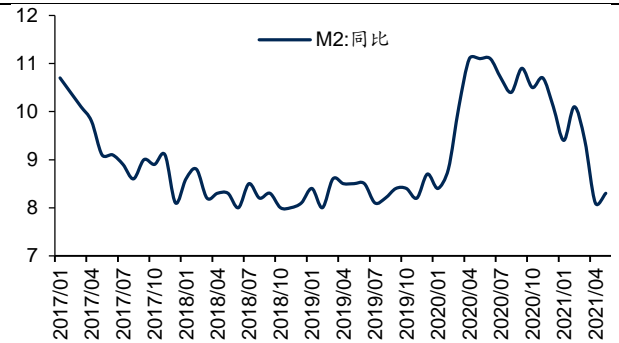
5 月份的 M2 同比已经不再下滑，开始出现了底部稳住特征。中长期贷款依旧保持非常稳健的增长，预示着制造业信贷需求的旺盛。

图 20：中长期贷款同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

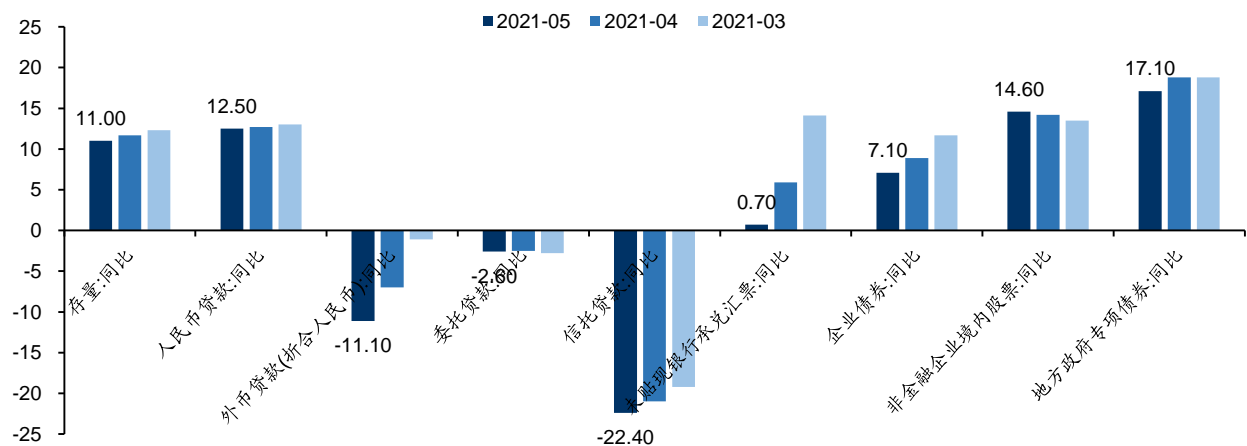
图 21：M2 同比



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

拆解社融科目，最近下降较为明显的是地方政府专项债券、企业债券、信托贷款。企业债券的下行背景是今年中央要求抓实化解地方政府隐性债务风险工作，多部门联合出手强化监管，遏制隐性债务增长；地方政府专项债券今年较去年略减少 2800 亿元，参考近期财政部下达 2021 年新增地方政府债务限额 42676 亿元（其中一般债务限额 8000 亿元，专项债务限额 34676 亿元），低于此前经十三届人大四次会议批准的 44700 亿元预算（其中专项债务额度 37500 亿元）；信托贷款的下滑是必然的，今年是资管新规过渡期的最后一年，信托业依旧在寻找转型与创新中。如此来看，今年的社融的特征是：政府与地方融资平台的融资需求放缓，房地产/信托的融资也被抑制住，而制造业的贷款需求旺盛。

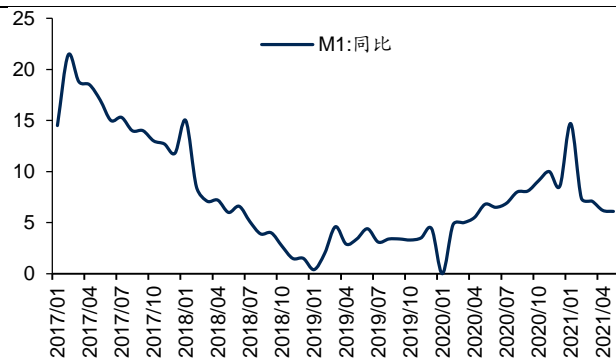
图 22：社融的结构性变化（同比）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

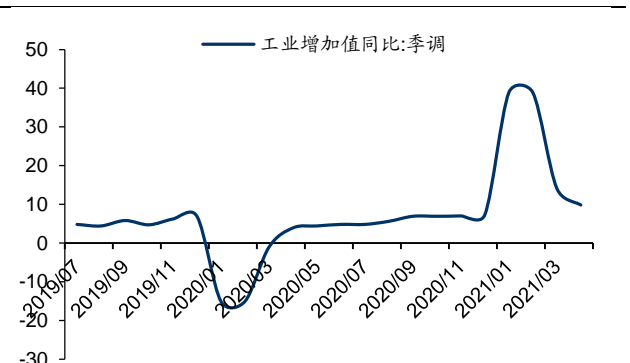
我们预估 M1 同比、工业增加值同比或者已经触及或者接近全年的低点并伴随经济周期的向上而抬升。

图 23: M1 同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

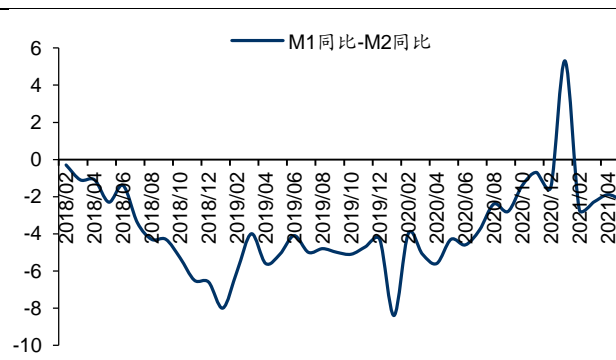
图 24: 工业增加值同比



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

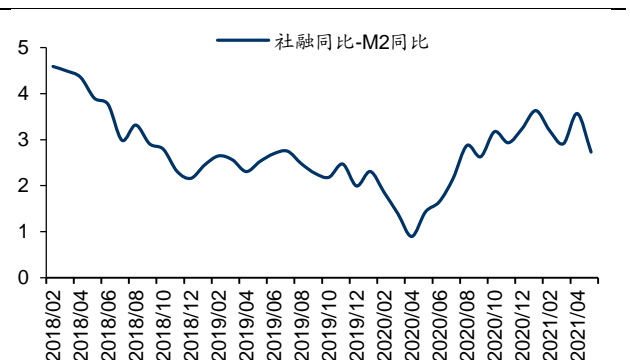
M2 中不统计财政存款 (去年 5 月恰值财政存款高峰期), 因此社融较 M2 下滑更多我们认为是暂时性的。

图 25: M1-M2 同比并未更低



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

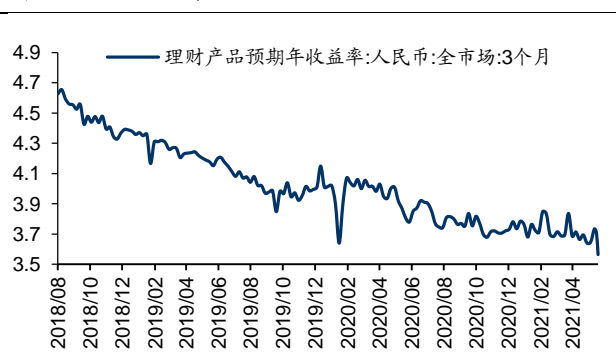
图 26: 社融-M2 的同比下降是暂时的



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

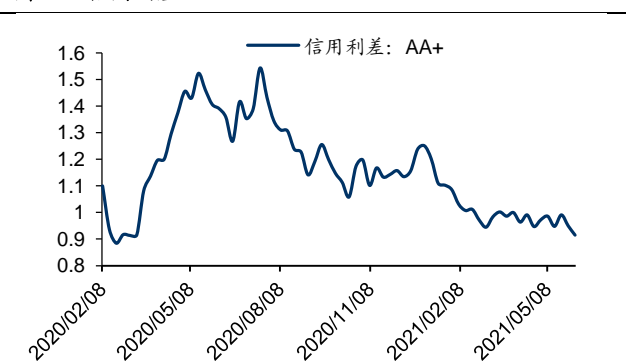
此外, 国内资金面相对宽松, MLF 从去年疫情至今尚未上行, 理财收益率继续下行, 信用利差下行 (AA+, AAA 较 AA 更加明显)。

图 27: 理财收益率



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 信用利差

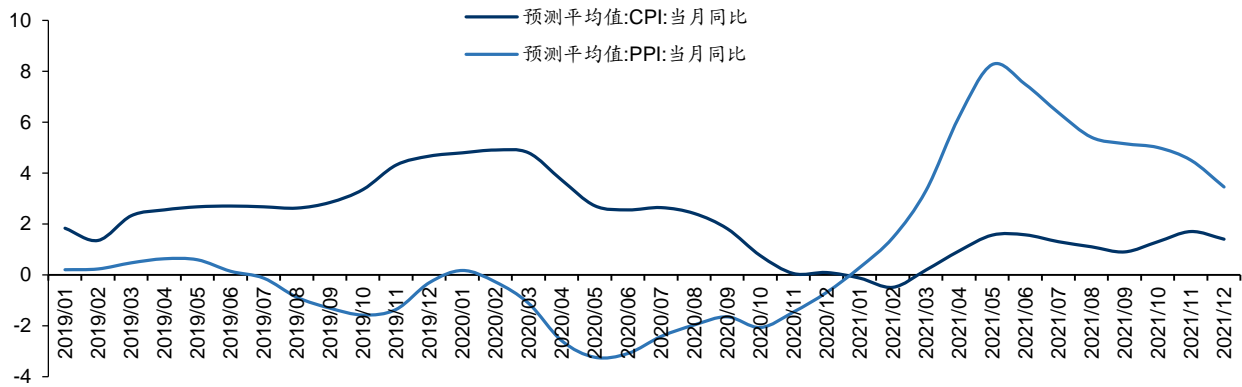


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

从 6 月开始, CPI 与 PPI 差距将收敛

今年上半年, PPI 上行压力较大, 在前几个月的跟踪过程中我们也感受到 PPI 的上行屡屡超过市场预期。去年 5 月为 PPI 全年的低点, 因此从形态上, 自 6 月份开始, PPI 开启下行无疑。

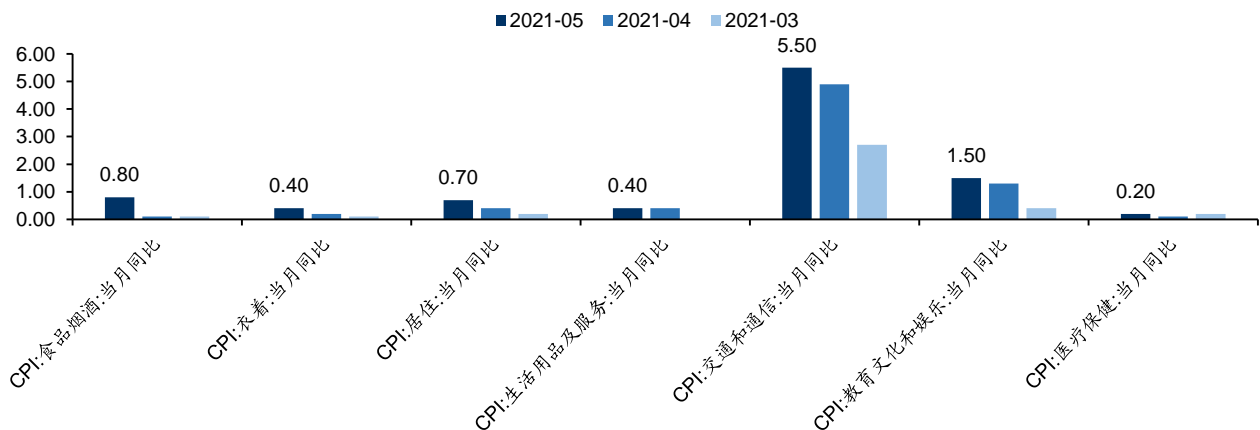
图 29: PPI 与 CPI 预期



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

今年以来, CPI 今年受制于猪价的下行有一定的拖累, 但分科目观察, 交通和通信、教育文化和娱乐、居住, 以及食品烟酒环比都开始有了比较明显的改善。我们估计, CPI 下半年还将保持韧性, 稳步向上。

图 30: CPI 分项比较



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

但另一方面, PPI 的下行代表了通胀压力的减缓, 有利于制造业的盈利修复。但这并非意味着通胀压力的消失。因为在一个商品周期中, 随着需求的好转, 供给侧的产能尚无法在短周期内明显扩大, 况且当下的周期品库存总体不高, 随着库存的去化, 商品价格还有进一步上行的空间。

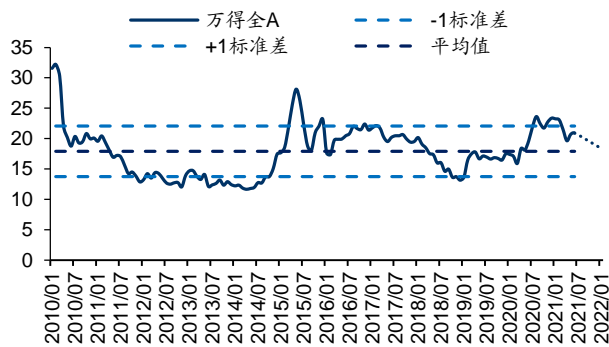
A 股估值并不高, 锁定中报预期上修的板块

综合来看, 当下 A 股估值并不高

我们以过去十年的估值水平作为一个参考, 观察一下当下 A 股的估值水平。

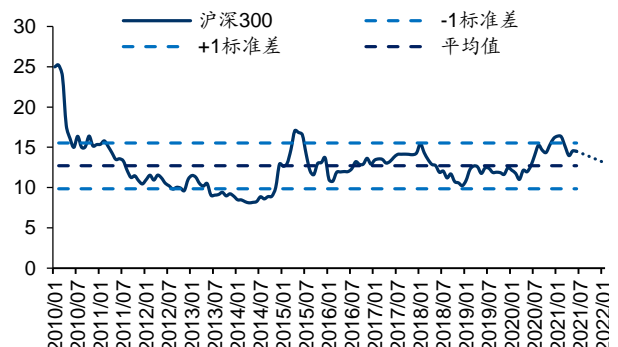
万德全 A 当下估值 20.3 倍, 若考虑估值切换, 则 2022 年 PE 水平伴随业绩的增长回落至平均值。沪深 300 目前估值为 14.5 倍, 若考虑估值切换, 则 2022 年 PE 水平伴随业绩的增长也将回落至平均水平。

图 31：全 A 估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

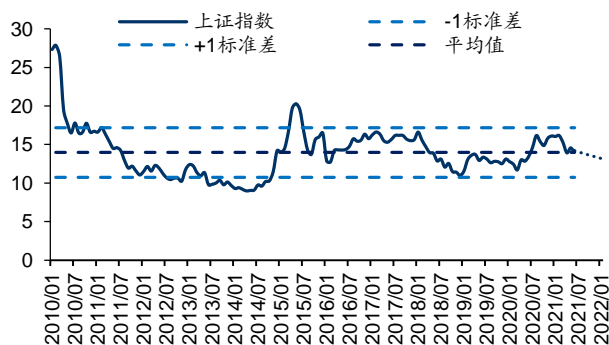
图 32：沪深 300 估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

上证指数当下的估值为 14.2 倍，处在平均值水平，若考虑估值切换，则 2022 年对应 PE 低于平均值；创业板当下估值水平略高 59.0 倍，但也处于+1 个标准差以下，由于创业板增速更高，因此在考虑到估值切换的情境下，其 2022 年对应 PE 则低于平均值。

图 33：上证指数估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

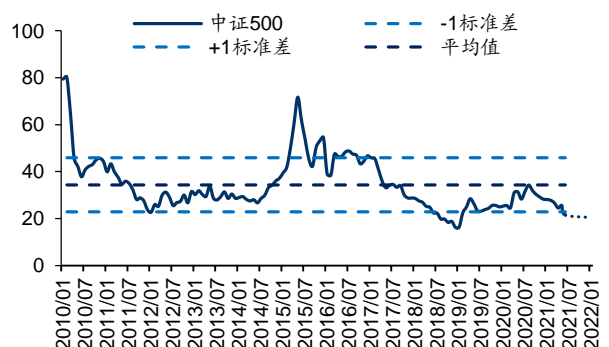
图 34：创业板估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

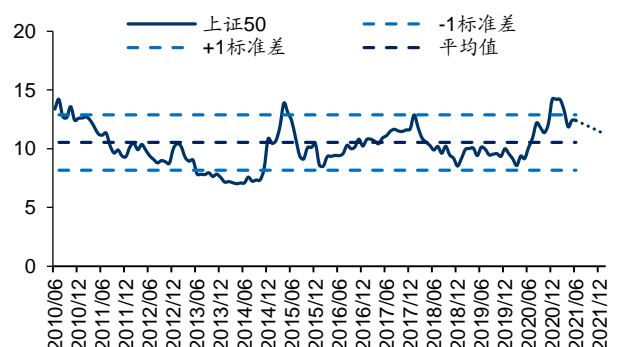
中证 500 目前估值在所有主要的宽基指数中处于较低水平，估值仅为平均值-1 标准差，若考虑到 2022 年的增速，则低于-1 标准差；上证 50 估值水平处于相对较高水平，考虑到 2022 年的增长，则估值水平略高于历史平均值。

图 35：中证 500 估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 36：上证 50 估值水平



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

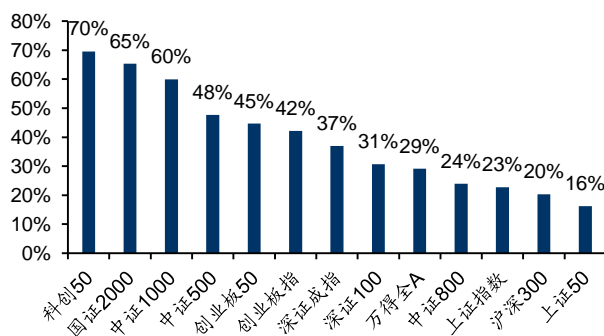
综上，以十年周期来看 A 股，当下的估值水平并不高，下半年一旦考虑到估值切换，当下估值也仅为历史平均水平。如果测算 A 股的上行空间，我们以习惯

的上证指数在年初 16-16.2 倍 PE 的年内最高水平测算，考虑到包含 2022 年估值切换的因素，测算上行目标区间约为 4200-4300 点。以上考虑是建立在经济周期扩张尚未结束，上行的主要动力是来自业绩提升而非估值扩张的情景。从宽基指数看，中证 500 较沪深 300、上证 50 等估值更具吸引力。

从成长性来看，科创与周期今年的业绩增速更明显

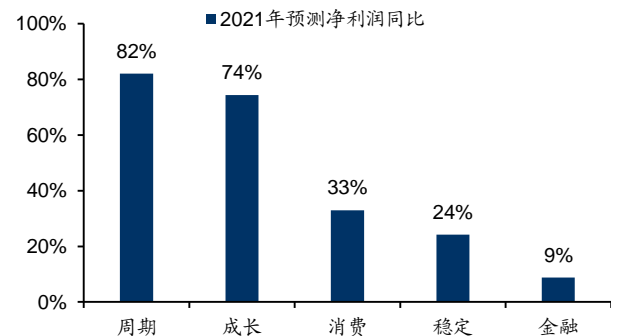
从业绩增速观察，今年科创增速在宽基指数中居前，21 年对比 20 年增长率高达 70%，其次是小市值公司，国证 2000，中证 1000，中证 500，创业板 50，结合当下的估值水平和反弹情况，科创板、中证 500 性价比较高。在风格中，今年依旧不容忽视的是周期性行业的盈利增速，同比 82% 的增长，好过成长（74%）。

图 37：2021 年业绩预期增速（宽基指数）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

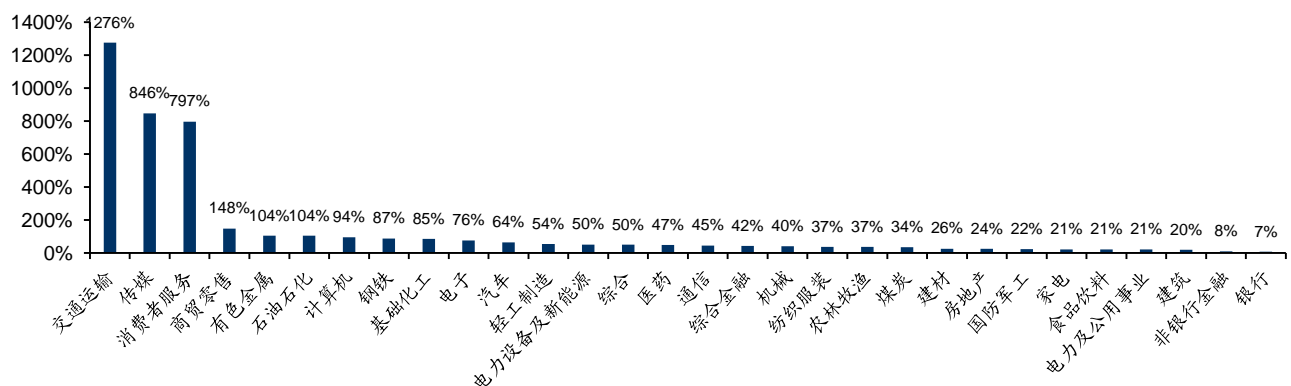
图 38：2021 年业绩预期增速（风格）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从行业角度，今年增速较快的行业除了去年低基数的交运、传媒、消费者服务、零售外，有色、黑色居前，此外计算机、基础化工、电子、汽车也排名居前。

图 39：2021 年业绩预期增速（行业）

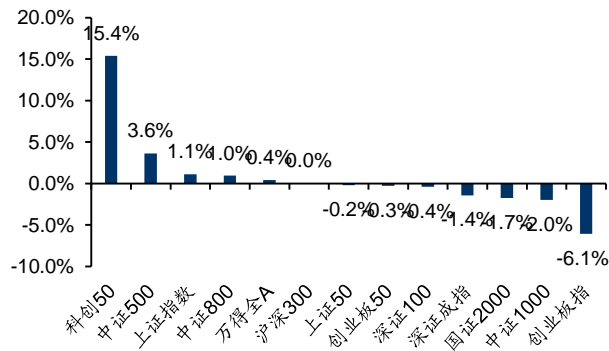


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

从预期调整角度来看，周期性行业更占优势

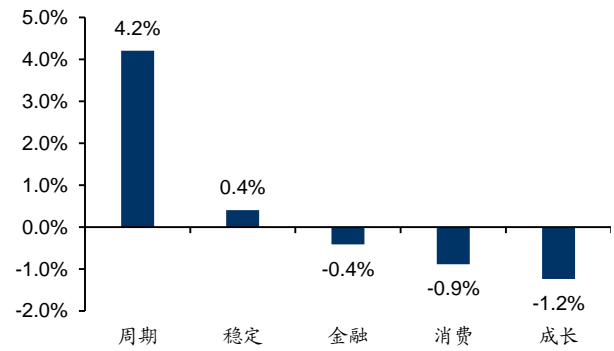
年报之后（4 月 30 日），科创 50、中证 500 在所有宽基指数中预期上修幅度最大，上证指数也上修 1%，排名第三。创业板、中证 1000、国证 2000 则排名分别为后三位。风格中比较，周期性行业业绩上行幅度最大，成长则下修幅度最大。这和我们在前表中的观察略有矛盾，即成长股虽然增速最快，但从年报之后，业绩下修，说明目前成长股中的上行也是分化的而不是普遍的，而周期性行业的下跌是暂时的，半年报将至，我们认为周期性行业的机会将更加确定。

图 40：目前对比 4 月 30 日的 21 年盈利调整（宽基指数）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图 41：目前对比 4 月 30 日的 21 年盈利调整（风格）

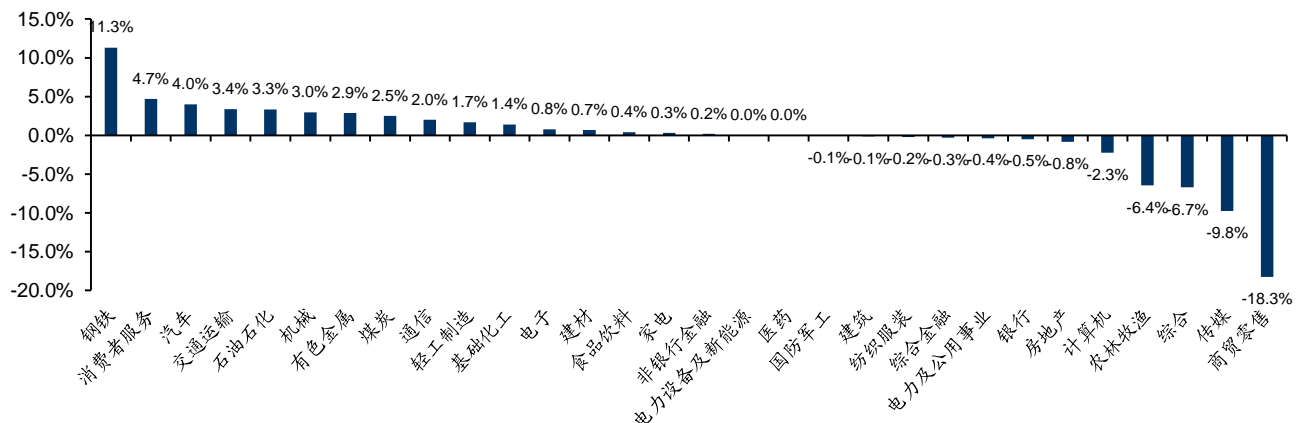


资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

对比年报后，业绩调整排名分行业比较如下：钢铁、消费者服务、汽车、交运石油石化居前，机械、有色金属、煤炭、轻工制造也有一定幅度的上调，而排名居后的分别是商贸零售、传媒、综合、农林牧渔、通信、计算机。

在这样的排序中，我们认为依然需要讨论商品的价格，例如，如果基本金属、煤炭、原油的价格上行，将对中游的钢铁、汽车、机械、轻工、化工、家电等原材料敏感性的行业带来盈利压力，如果周期上游的价格稳定或者下行，则如上游行业的盈利增速可能反倒继续上修。

图 42：目前对比 4 月 30 日的 21 年盈利调整（行业）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

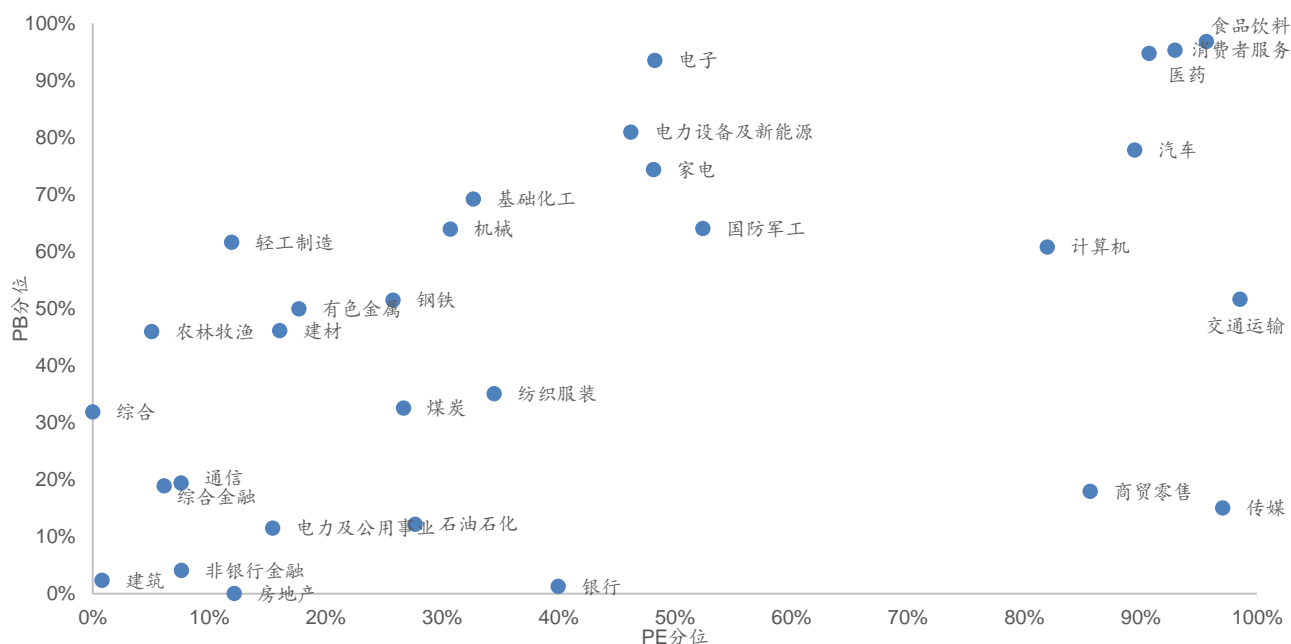
我们的态度是：本轮经济周期扩张尚未结束，而商品价格上行的诱因：连续 7-10 年的产能扩张相对有限的核心变量并没有改变，假定下游产量继续上行，则上游原材料上行的压力始终存在。因此，在板块的盈利预测方面，我们倾向于认为偏周期上游的有色金属、石油石化、煤炭的中报业绩确定性更强。

从估值角度来看，不应忽略大金融的估值修复潜力

按照对经济周期的理解，当 CPI 向上，市场收益率上行，预期金融行业受到息差加大的影响而盈利改善。因此，低估值的大金融有望在下半年修复。我们将一级行业放在 PE/PB 分位矩阵中观察，目前银行股的 PB 估值在历史最低水平，而且我们预计今年 Q2 银行业的 ROE 将有相对明显的同比抬升（对比去年 Q2 开始的预计提）。保险行业今年保费收入较差，但由于两年以来该板块没有表现，基本面不佳已经充分消化在股价上，下半年也有估值修复的空间。券商从去年 7 月份经历了一年的弱势震荡，当下估值也很低（连同保险处在历史分位 10%

以下)。考虑到国内注册制大潮的推进,以及券商资产质量优于保险、银行,我们认为下半年该板块也将有不错的表现。

图 43: PE/PB 分位



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

综合成长性,预期调整,估值三个方面,我们看好科创板、周期上游、大金融作为下半年的首选推荐。同时,我们按照前文的测算,上证将在年内有望上行至 4200-4300 点的高度。

港股：蓄势已久，挑战新高

2021 年下半年恒指有望突破本轮新高

市场预期，恒生指数 (HSI) 在 2021 年 EPS 增速为 11%，2022 年增速为 -2%，这个表现不如 A 股，但是其收入端并不差，同比为 19% 与 12% 的增速。一些大型的互联网公司今年的目标依然是追求收入的增速而非利润端，这是一部分原因，另外恒生指数中地产、金融部分占比较高，也一定程度上拖累了利润的增长。

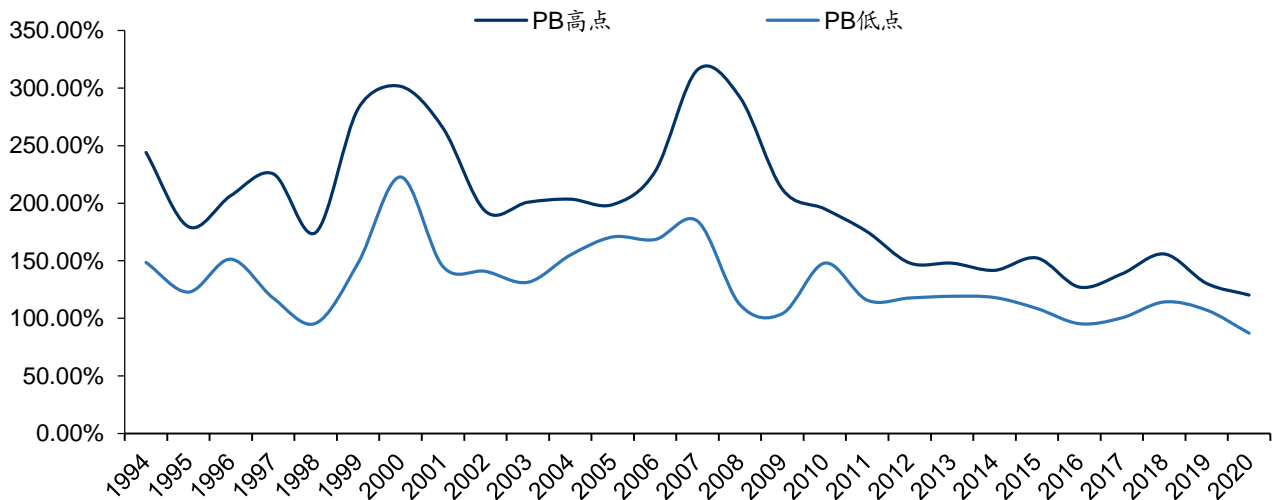
表 8：恒生指数关键指标

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E
收入	14,526	14,251	15,372	14,948	17,761	19,912
收入 YOY		-2%	8%	-3%	19%	12%
ROE	11.1%	11.9%	10.7%	8.1%	10.0%	9.1%
EPS	2,414	2,554	2,492	1,957	2,172	2,138
EPS YOY		6%	-2%	-21%	11%	-2%
股利	1,025	1,002	992	665	760	845
股利/利润	42%	39%	40%	34%	35%	40%
每股净资产	21,787	21,477	23,229	24,257	21,784	23,387

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

下图是恒生指数 (HSI) 在历史上估值的 PB 波动区间。我们以此来测算恒指的下半年目标位。

图 44：恒指历史 PB



资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

在此前的报告中，我们曾解释过，由于从历史波动率观察，净资产的稳定性更好（较 EPS 和股息），因此，我们在预测恒指的低点或者高点通常考虑 PB 估值或者股息率。我们沿用每轮基钦周期扩张时 PB 的提升幅度，取中位数来匡算 2021 年下半年恒生指数的 PB 上限。

表 9：恒指的估值与基钦周期的关系

	谷峰谷底	恒指时间	低点 PB	高点 PB	PB 扩张幅度
低点	2002-01	2003-04-25	1.41		
高点	2004-03	2004-03-01		2.00	49%
低点	2005-03	2005-01-24	1.71		
高点	2007-08	2007-10-30		3.16	85%
低点	2009-01	2008-10-27	1.12		
高点	2011-03	2010-11-08		1.95	74%
低点	2012-04	2012-06-04	1.18		
高点	2015-01	2015-04-27		1.52	29%
低点	2016-01	2016-02-12	0.95		
高点	2018-01	2018-01-29		1.56	63%
低点	2019-07	2020-03-19	0.87		
本轮高点预测				1.39	63%
中位数					63%
平均数					60%

资料来源：Bloomberg，国信证券经济研究所整理

从 2002 年以来，恒指在每轮基钦周期中的 PB 扩张幅度分别为 49%、85%、74%、29%、63%，中位数为 63%，平均数为 60%。我们得到下半年恒生指数的 PB 上限是 1.39 倍。

$$PB_{2021 \text{ 上限}} = 0.87 * (1 + 60\%) = 1.39$$

根据分析师对 2021-2022 年净资产的预期为 21784 点、23387 点，则恒指的目标位为：

中性：21784 (BPS₂₀₂₁) * 1.39 = 30374 点；

乐观（考虑到估值切换到 2022 年）：23387 (BPS₂₀₂₂) * 1.39 = 32610 点。

因此，我们判断下半年恒指的目标价将运行到 31000-32000 点附近，即有创本轮新高的潜力。

上半年走势回顾

我们在年初《2020 年港股小结》中总结了五大方向：“展望 2021 年，寻找超额收益的方向可能是：1、新经济依然是主战场，尤其是反垄断政策与美国政策干扰下的投资标的将会“恐慌-错杀-再新高”的机会；2、次新股将带来更多的投资线索；3、风险偏好的上行将有助于大小市值的估值收敛；4、顺周期板块伴随疫情的恢复，将缩小板块间的表现差异；5、美国禁投令的靴子落地，将带来名单公司的估值修复机会。”

复盘今年上半年，港股经历了三个阶段：上涨、下跌、反弹。

第一阶段是春节之前，科技股、生物科技股一马当先，最高时期，恒生科技指数达到了 29% 的上涨幅度；

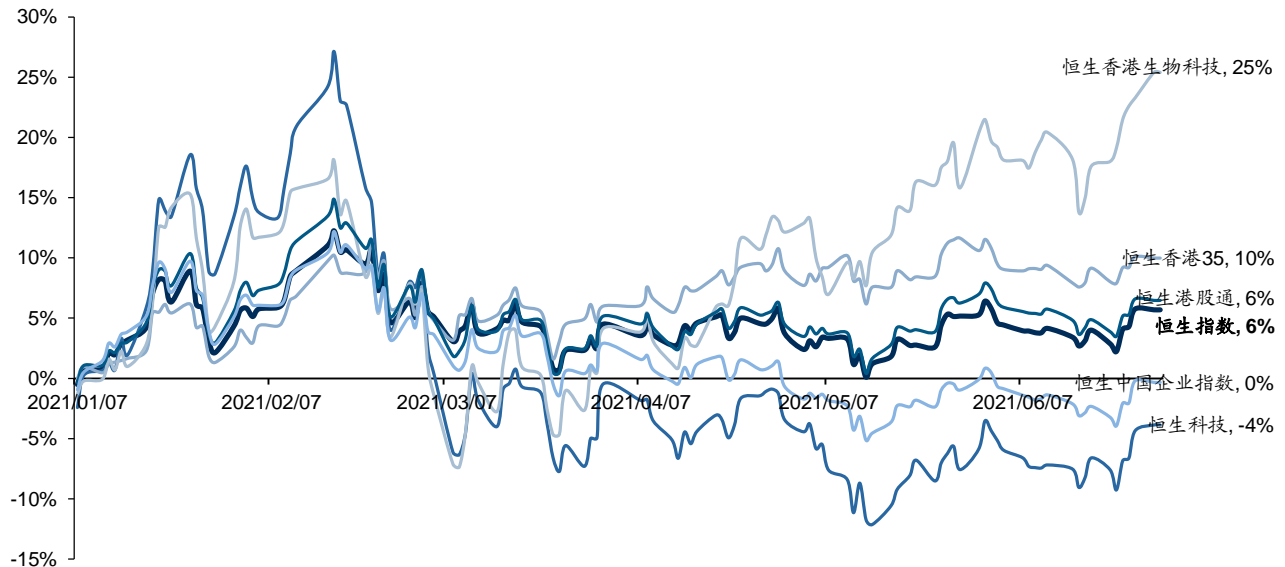
第二个阶段是春节后至 5 月初，在美债收益率快速上行，以及互联网反垄断的影响下，恒生科技指数大幅回撤，收益率从 29% 跌至 -11%，恒指跌破 28000 点；

第三阶段是 5 月下旬到 6 月，随着美债收益率的稳定，以及市场不断的吸收了反垄断的诸多影响，各大指数开始反弹。表现最好的是生物科技板块（25%），其次是香港本地股（9%），再其次是港股通（7%），国企指数和恒生科技跑输恒生指数。

1、从内地投资者的角度，港股作为 A 股市场的补充，恒生科技与恒生生物科技是投资者最关注的两大赛道。去年恒生科技涨幅较大，加之反垄断的影响，带来了部分投资者止盈，而恒生生物科技则接过了接力棒，表现抢眼。我们相信，长期来看，新经济依然是主战场，恒生科技、生物科技都会有不错的表现。

5月，易方达恒生科技ETF、华夏恒生科技ETF、大成恒生科技ETF、华安恒生科技ETF、华泰柏瑞南方东英恒生科技ETF、博时恒生科技ETF、嘉实恒生科技ETF都已经发布，内地投资者可以透过这些ETF购买恒生科技指数，这样解决了港股没有覆盖的类似阿里巴巴、百度、京东、B站等一大批股票的投资限制问题。

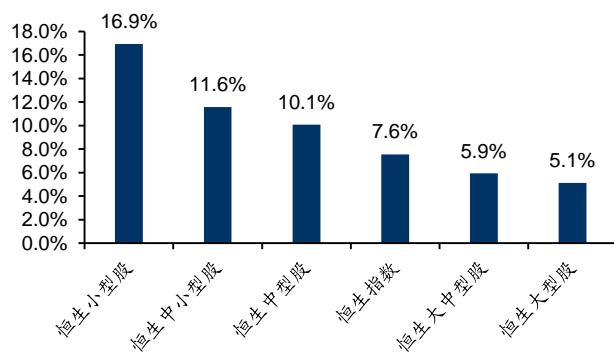
图 45：恒生主要指数表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

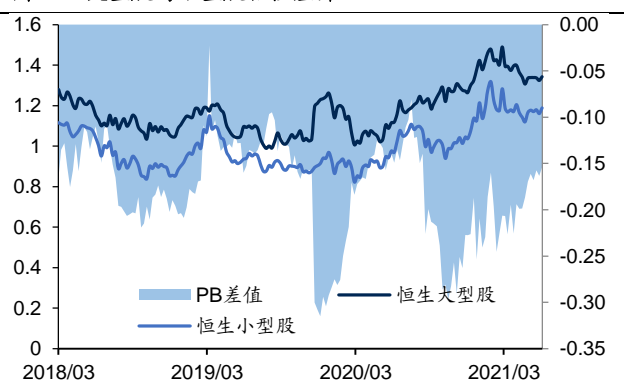
2、从风格上来看，可以看出，从年初以来，如果跑赢恒生指数，在风格上，要求仓位集中在恒生小型股、中小型股、中型股，而非大型股与中大型股。目前，恒生大型股与恒生小型股的估值依然在收敛中，我们按照历史规律统计过，当两者的PB差值转正，才是估值修正的终点（也往往是牛市的终点），这也说明了目前的市场，机会远大于风险。

图 46：年初以来恒生规模指数表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

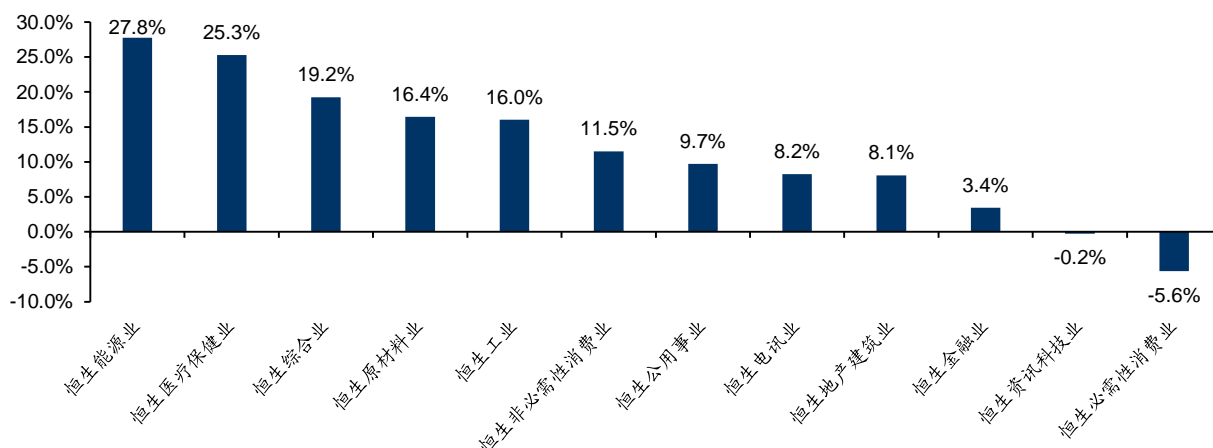
图 47：大型股与小型股估值差异



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

3、从行业来看，除了医疗板块，今年周期上游大放异彩。其中能源业的表现排名第一，原材料业排名第三，综合业、恒生工业也有不错的表现。排名靠后的行业的必需性消费、资讯科技、金融。我们依然非常看好资源品，由于大宗品的价格较去年上行幅度很大，例如原油价格上行到了疫情以来的新高，CRB指数同比上行 50%，铜价同比上行 93%，铝价同比上行 65%，因此大概率上这些板块二季报有不错的季报表现。

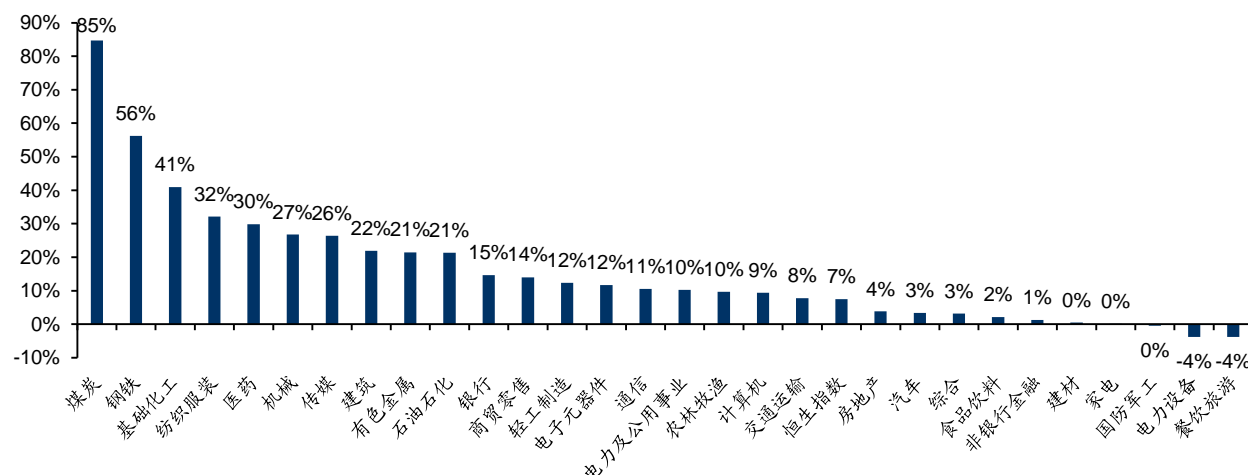
图 48：年初以来恒生行业指数表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

4、从港股通 524 家公司的行业表现统计，煤炭涨幅惊人，其次是钢铁、基础化工、医药、纺织服装、传媒、有色金属、石油石化，排名居后的板块主要是电力设备、建材、餐饮旅游、国防军工、非银行金融、家电、汽车、综合、食品饮料等几个行业。

图 49：年初以来港股通行业表现



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

5、从禁投名单的角度看，上半年收益可喜。我们在年初判断，禁投令公司今年会有不错的表现。截至 2021 年 6 月，禁投名单公司涨幅平均数为 35%，中位数 19%，大幅跑赢恒指。尽管如此，我们认为其中的诸多公司如电信运营商、石油公司，估值依然较低，还有相当程度的上行空间。

表 10: 禁投名单表现

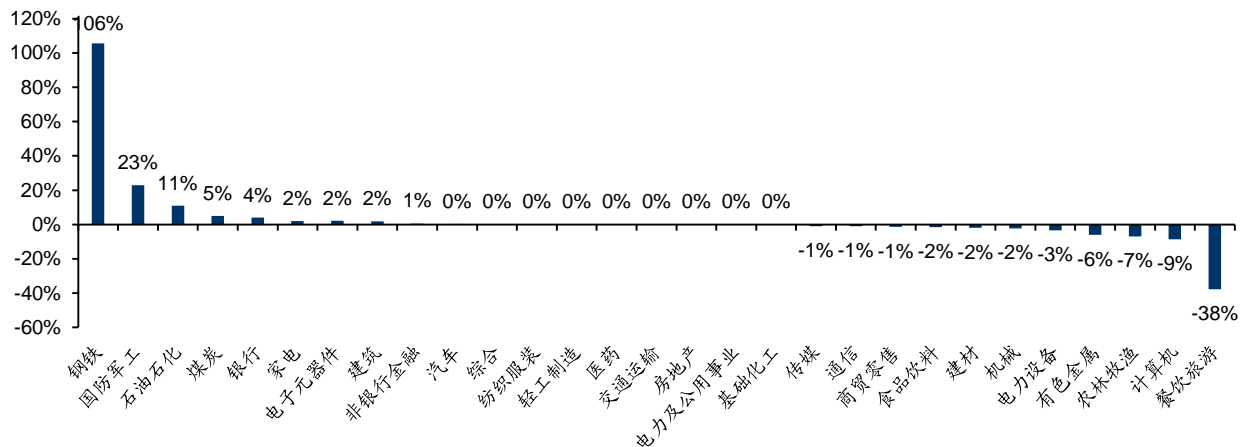
代码	简称	市值 亿港元	2021 年 涨跌幅	2020 年 涨跌幅	PB	PE-TTM	20 年 资产负债率
0941.HK	中国移动	10,135.4	16%	-29%	0.69	8.2	33%
0883.HK	中国海洋石油	4,107.6	32%	-40%	0.66	7.3	40%
0981.HK	中芯国际	2,797.3	8%	85%	1.71	41.8	31%
1766.HK	中国中车	1,957.5	39%	-51%	0.55	8.3	57%
0728.HK	中国电信	2,387.5	44%	-30%	0.41	8.1	49%
0688.HK	中国海外发展	2,007.3	13%	-42%	0.53	3.7	60%
0762.HK	中国联通	1,312.7	1%	-37%	0.38	11.7	44%
1800.HK	中国交通建设	1,086.7	19%	-44%	0.22	3.4	73%
2883.HK	中海油田服务	649.7	9%	-45%	0.85	12.3	49%
2357.HK	中航科工	424.1	3%	56%	1.95	26.8	61%
0817.HK	中国金茂	340.0	-21%	-38%	1.01	6.6	74%
3360.HK	远东宏信	340.2	7%	15%	0.89	7.0	85%
0552.HK	中国通信服务	247.3	4%	-38%	0.62	7.7	61%
3311.HK	中国建筑国际	270.0	25%	-34%	0.43	4.4	69%
1316.HK	耐世特	277.5	34%	24%	1.59	23.9	42%
2669.HK	中海物业	267.2	102%	-17%	10.35	28.7	65%
0081.HK	中国海外宏洋集团	154.4	15%	-18%	0.60	3.4	84%
1763.HK	中国同辐	101.7	19%	29%	1.93	28.7	40%
0553.HK	南京熊猫电子股份	68.2	-22%	22%	1.20	146.2	38%
3983.HK	中海石油化学	108.8	100%	-32%	0.35	11.2	25%
0297.HK	中化化肥	81.5	57%	-2%	0.58	7.9	52%
0438.HK	彩虹新能源	43.4	12%	51%	20.17	42.1	65%
0798.HK	中电光谷	38.6	23%	-10%	0.42	5.3	59%
0596.HK	浪潮国际	23.1	25%	-49%	0.97	46.7	52%
1045.HK	亚太卫星	21.9	45%	-36%	0.28	8.2	17%
0031.HK	航天控股	22.2	58%	-3%	0.21	4.9	36%
1639.HK	安捷利实业	15.4	-3%	-21%	1.23	13.5	39%
0085.HK	中电华大科技	17.5	19%	25%	0.79	9.7	57%
0196.HK	宏华集团	15.0	13%	-53%	0.29	16.7	63%
0232.HK	中国航空工业国际	12.3	23%	-36%	0.39	-2.6	32%
0830.HK	中国建筑兴业	25.9	146%	-32%	0.87	6.1	82%
0611.HK	中国核能科技	8.0	-8%	120%	0.93	10.5	85%
2302.HK	中核国际	7.3	-13%	-43%	2.53	-3.6	54%
2878.HK	晶门半导体	26.6	324%	65%	1.52	-6.4	33%
1185.HK	中国航天万源	6.7	63%	-49%	-1.24	-0.6	0%
1292.HK	长安民生物流	4.7	26%	7%	0.19	-3.0	54%
平均数			35%	-9%	1.58	15.4	52%
中位数			19%	-29%	0.67	8.1	53%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

市场预期变化: 周期占优, 餐饮/计算机下调

利润预期: 对比年报前后, 钢铁、军工、石油石化、银行、家电、电子元器件、建筑、非银金融等几个行业的 2021 年净利润预期上修, 而餐饮旅游、计算机、农林牧渔、有色金属、电力设备、机械、建材、食品饮料、商贸零售、通信、传媒几个板块的业绩下修。

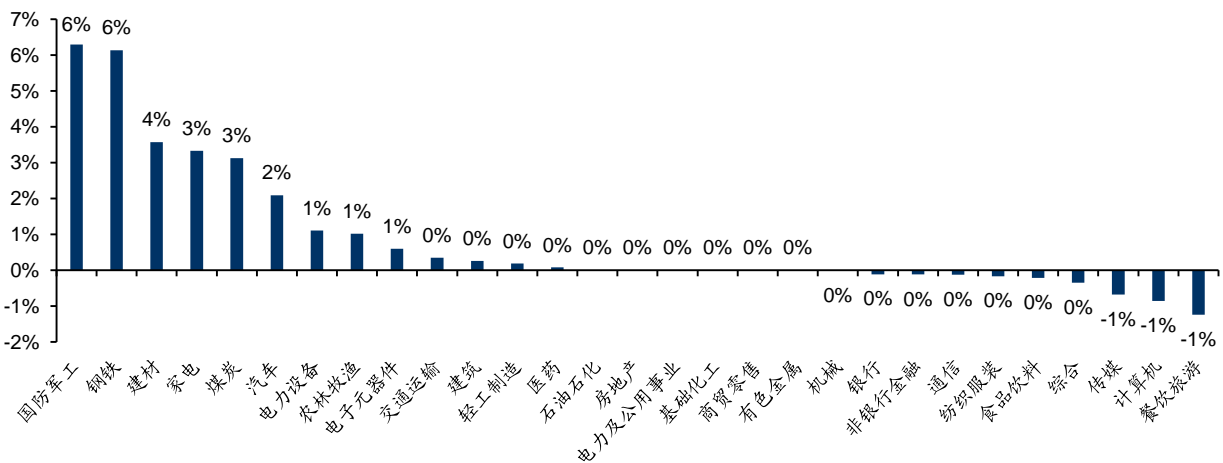
图 50: 对比年报前分析师对 2021 年盈利预期调整幅度



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

收入预期: 对比年报前后, 国防军工、钢铁、建材、家电、煤炭、汽车、电力设备、农林牧渔、电子元器件、交运等几个行业的 2021 年收入预期上修; 而餐饮旅游、计算机、传媒等行业的收入预期下修。

图 51: 对比年报前分析师对 2021 年收入预期调整幅度

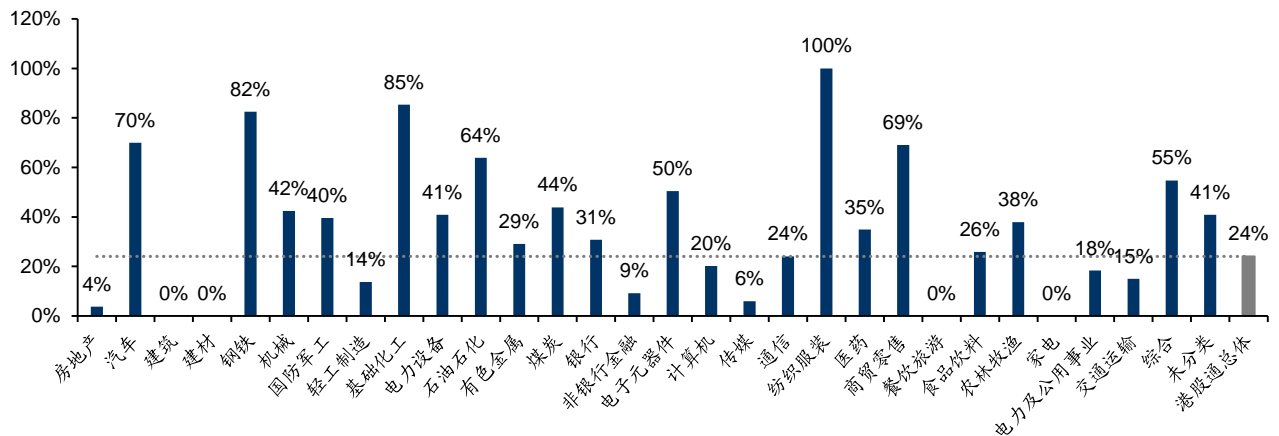


资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

估值比较: 纺织服装创新高, 地产产业链新低

以最近 5 年的数据比较, 当下港股通的估值分位为 24% (中位值), 其中, 纺织服装、钢铁、基础化工、石油石化几个板块较高, 而房地产、建筑、建材、轻工制造、非银金融、传媒、餐饮旅游、家电、交运等行业大幅低于平均水平。

图 52: PE 估值分位比较



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

近月资金流入/流出: 部分中游还在流入, 说明市场还在牛市中

从近期的资金流入情况来看, 中游的诸多板块有进一步的加仓, 而大金融、周期上游暂时偏弱。实际上这样的结构更加说明经济复苏依然在路上而非尾声。在牛市的尾声, 呈现的局面应该相反: 即中游流出, 而大金融、周期上游资金加速流入。

表 11: 近 1 个月资金流入流出排名

代码	简称	近 1 个月 净买入	近 10 天 净买入	近 5 天 净买入	代码	简称	近 1 个月 净买入	近 10 天 净买入	近 5 天 净买入
0175.HK	吉利汽车	96.27	69.59	46.48	1810.HK	小米集团-W	-88.87	-44.78	-25.52
2269.HK	药明生物	55.04	25.02	30.22	0700.HK	腾讯控股	-67.89	-133.03	-83.72
2331.HK	李宁	42.95	22.65	15.59	0939.HK	建设银行	-29.79	-12.94	-3.90
1211.HK	比亚迪股份	36.29	29.80	13.42	1177.HK	中国生物制药	-26.42	-10.29	-5.88
2333.HK	长城汽车	28.48	20.28	6.70	0941.HK	中国移动	-23.39	-1.54	4.09
2382.HK	舜宇光学科技	24.32	21.91	11.39	1398.HK	工商银行	-21.49	-6.87	-2.75
6078.HK	海吉亚医疗	21.43	9.01	5.26	3888.HK	金山软件	-18.47	-11.14	-9.65
3690.HK	美团-W	20.45	4.81	4.77	3988.HK	中国银行	-15.45	-4.32	-0.95
0853.HK	微创医疗	17.68	5.41	4.45	1299.HK	友邦保险	-14.85	-5.17	-2.19
0285.HK	比亚迪电子	16.70	-0.08	-0.17	0027.HK	银河娱乐	-14.39	-16.95	-11.74
1368.HK	特步国际	16.58	6.69	3.96	0992.HK	联想集团	-14.08	-6.34	-3.09
2359.HK	药明康德	14.72	2.22	1.16	2899.HK	紫金矿业	-12.45	-8.62	-3.68
1530.HK	三生制药	13.48	7.05	5.75	1579.HK	颐海国际	-11.58	-1.14	-0.79
0883.HK	中国海洋石油	12.69	6.87	4.42	2318.HK	中国平安	-10.74	-8.27	-5.46
0968.HK	信义光能	12.37	15.51	9.78	6969.HK	思摩尔国际	-10.51	-12.14	-3.67
6098.HK	碧桂园服务	11.18	-1.18	-1.66	6690.HK	海尔智家	-10.29	-5.48	-2.76
0168.HK	青岛啤酒股份	11.02	3.91	1.46	1918.HK	融创中国	-10.02	-3.05	0.48
6185.HK	康希诺生物-B	9.88	9.41	1.35	0288.HK	万洲国际	-9.60	-4.43	-2.79
6865.HK	福莱特玻璃	8.47	9.07	5.95	6186.HK	中国飞鹤	-9.41	-1.18	-0.15
3898.HK	中车时代电气	7.85	7.17	4.51	0388.HK	香港交易所	-9.39	-12.73	-6.13
0384.HK	中国燃气	7.35	4.91	-0.52	0688.HK	中国海外发展	-9.22	-2.23	-1.52
3606.HK	福耀玻璃	6.31	3.41	3.26	1288.HK	农业银行	-9.22	-0.83	0.23
9926.HK	康方生物-B	5.97	1.13	0.99	0960.HK	龙湖集团	-8.62	-1.22	-0.55
0728.HK	中国电信	5.93	3.76	4.27	3908.HK	中金公司	-7.95	-2.74	-0.74
1988.HK	民生银行	5.05	2.49	1.21	1109.HK	华润置地	-7.33	-2.05	-1.17
3759.HK	康龙化成	4.80	3.64	1.34	0410.HK	SOHO 中国	-6.71	-7.19	0.01
2238.HK	广汽集团	4.68	3.09	0.59	6862.HK	海底捞	-6.50	-1.38	-0.87
1658.HK	邮储银行	4.54	-2.55	-2.52	0669.HK	创科实业	-6.23	-3.03	-2.70
2016.HK	浙商银行	4.42	4.41	1.76	6030.HK	中信证券	-5.71	-4.17	-2.53
1691.HK	JS 环球生活	4.27	1.24	0.48	2196.HK	复星医药	-5.49	-2.72	-0.99
2018.HK	瑞声科技	4.18	0.38	-0.08	1088.HK	中国神华	-5.37	-2.61	-0.48
0881.HK	中升控股	4.13	1.71	1.08	0880.HK	澳博控股	-5.35	-3.33	-2.20
1548.HK	金斯瑞生物科技	4.10	0.60	0.72	1066.HK	威高股份	-5.25	1.71	0.65
9633.HK	农夫山泉	4.06	-0.42	-0.38	0267.HK	中信股份	-5.17	-2.29	-1.05
3347.HK	泰格医药	3.77	0.93	0.96	2202.HK	万科企业	-4.99	-1.67	-1.00
1515.HK	华润医疗	3.63	2.26	2.50	1308.HK	海丰国际	-4.42	-3.24	-0.74
1521.HK	方达控股	3.43	1.62	1.09	0005.HK	汇丰控股	-4.35	-1.29	1.05
9969.HK	诺诚健华-B	3.31	1.59	0.53	1378.HK	中国宏桥	-4.04	-1.20	-0.64
3998.HK	波司登	3.21	2.60	2.11	1772.HK	赣锋锂业	-3.80	1.27	-0.87
2048.HK	易居企业控股	3.10	0.58	0.22	1610.HK	中粮家佳康	-3.72	-0.49	-0.09
1833.HK	平安好医生	3.01	0.19	-0.14	1765.HK	希望教育	-3.71	-0.95	0.69
2020.HK	安踏体育	3.00	-0.83	-7.51	0520.HK	呷哺呷哺	-3.68	-1.92	-0.81
9966.HK	康宁杰瑞制药	2.82	0.32	-0.45	6049.HK	保利物业	-3.09	-0.17	-0.46
6160.HK	百济神州	2.77	1.41	0.34	0772.HK	阅文集团	-3.07	-1.46	-0.44
9996.HK	沛嘉医疗-B	2.67	1.60	1.07	1171.HK	兖州煤业股份	-2.87	-2.22	-1.42
1816.HK	中广核电力	2.55	1.14	0.43	2628.HK	中国人寿	-2.85	-2.08	-1.02
3877.HK	中国船舶租赁	2.53	0.27	0.05	0268.HK	金蝶国际	-2.74	-0.78	-0.05
2013.HK	微盟集团	2.49	-0.75	-0.57	0857.HK	中国石油股份	-2.58	-0.30	-1.67
2869.HK	绿城服务	2.34	0.83	0.51	0839.HK	中教控股	-2.53	-2.82	-0.51
0570.HK	中国中药	2.34	1.10	0.81	3968.HK	招商银行	-2.46	0.05	-0.99

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议

1、整体而言,在 CPI 上行时,低估值会有一定幅度的估值修复。如大金融、房地产、公用事业、电信运营商,这些行业相比较而言,我们认为大金融更优。理由是 a) 银行、券商在 2020 年都进行了较大幅度的计提,今年业绩同比改善

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

更加明显；b) 它们估值较低；c) 息差扩大对它们的盈利预期有推动作用；房地产业今年拿地的成本较高，表现为较高等度的土地溢价，而承受的建安成本在大宗商品处在高位处也较高，因此我们认为地产公司目前尽管估值较低，但其吸引力略小于产业链上的公司。建筑业的发展受制于政府投资规模，目前来看，它们未来的增长速度将进一步放缓；

2、就二季报来看，周期性行业，尤其是周期上游的公司更容易超预期。石油石化、煤炭、有色金属等板块，伴随着商品价格的高位（甚至进一步上行），业绩会更佳。此间，汽车、机械、电子、家电等中游板块，或呈现先上涨后下跌的局面，理由是经济扩张后期商品价格上行导致其利润收窄，而价格的向下游传导也不如经济扩张早中期容易；

3、本轮经济周期，由于疫情、经济转型（双循环）等综合影响，以恒生科技、生物科技、品牌服饰为代表的消费股，尤其是那些在港股中独特存在的公司，过去以及未来都会呈现良好的投资价值。当下，恒生科技有反弹需要，我们认为反垄断的压力已经充分消化在上半年的股价中，生物科技/医疗器械/纺织服装目前估值不低，但都有短期的催化因素，政策上的或业绩上的，我们认为它们的走势类似中游，Q3 依然会有不错的表现，而 Q4 则会因为估值高而变得吸引力下降。

综上，我们认为大金融、周期上游、恒生科技是我们下半年看好的三大方向。此外，新能源、半导体、生物制药、纺织服装也将半年报前后的趋势性机会。受制于疫情的反复，博彩板块的复苏尚需时日，预计 Q4 才有较为明显的机会。

表 12：组合建议

代码	公司	行业	市值，亿港元	PB	PE21	PE22	PE23	负债率	20ROE
0700.HK	腾讯控股	计算机	57,139	6.37	29.7	24.7	20.6	42%	28.1%
3690.HK	美团-W	餐饮旅游	20,082	18.11	-140.5	-1,438.6	112.2	41%	5.0%
9888.HK	百度集团-SW	计算机	5,564	1.98	16.2	22.2	18.0	42%	13.0%
3888.HK	金山软件	计算机	653	2.21	43.9	30.0	21.8	19%	52.2%
3908.HK	中金公司	非银行金融	2,551	1.18	10.0	8.4	7.6	86%	12.0%
2020.HK	安踏体育	纺织服装	5,128	17.05	53.9	42.4	34.5	50%	23.4%
2331.HK	李宁	纺织服装	2,340	19.96	67.9	53.8	42.5	40%	21.5%
2269.HK	药明生物	医药	6,170	24.68	204.3	142.8	103.3	28%	10.1%
1378.HK	中国宏桥	有色金属	934	1.15	5.1	4.5	4.2	58%	15.6%
2899.HK	紫金矿业	有色金属	2,991	3.97	20.0	13.7	11.9	59%	12.1%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济复苏低于预期的风险，疫情反复的风险，中美贸易关系的不确定性，科技战的风险。

表 13: 覆盖标的一览

代码	简称	市值 (亿港元)	股价	2020 EPS	2021 EPS	PE 2020	PE 2021	PB	评级	一级行业
0700.HK	腾讯控股	57,139	595.50	15.43	18.91	38.6	31.5	6.4	买入	资讯科技业(HS)
9988.HK	阿里巴巴-SW	48,149	222.00	10.38	11.00	21.4	20.2	4.2	买入	资讯科技业(HS)
3690.HK	美团-W	20,082	328.60	0.91	1.04	360.3	314.7	18.1	买入	资讯科技业(HS)
1024.HK	快手-W	8,534	205.20	-30.45	-2.32	-6.7	-88.6	12.1	买入	资讯科技业(HS)
9618.HK	京东集团-SW	9,396	300.20	4.97	9.11	60.4	33.0	4.1	买入	资讯科技业(HS)
1810.HK	小米集团-W	6,945	27.70	0.56	0.67	49.1	41.2	4.5	买入	资讯科技业(HS)
9999.HK	网易-S	5,770	167.00	6.20	7.39	26.9	22.6	5.7	买入	资讯科技业(HS)
0981.HK	中芯国际	2,780	23.55	0.23	0.23	101.2	101.2	1.6	买入	资讯科技业(HS)
0268.HK	金蝶国际	991	28.55	0.05	0.11	594.7	264.3	10.6	买入	资讯科技业(HS)
3888.HK	金山软件	653	47.55	9.10	1.86	5.2	25.6	2.2	买入	资讯科技业(HS)
1347.HK	华虹半导体	555	42.70	0.54	0.85	78.7	50.1	2.8	买入	资讯科技业(HS)
8083.HK	中国有赞	261	1.51	-2.64	-1.16	-0.6	-1.3	5.7	买入	资讯科技业(HS)
2400.HK	心动公司	293	61.00	8.14	9.92	7.5	6.1	10.7	增持	资讯科技业(HS)
0354.HK	中国软件国际	401	13.80	0.41	0.49	33.7	28.1	3.9	增持	资讯科技业(HS)
9990.HK	祖龙娱乐	121	14.80	0.96	1.75	15.4	8.4	2.7	买入	资讯科技业(HS)
1675.HK	亚信科技	122	13	1.01	0.95	13.2	14.0	1.8	买入	资讯科技业(HS)
9698.HK	万国数据-SW	1,155	77	-0.23	0.11	-338.8	715.2	3.8	买入	资讯科技业(HS)
3738.HK	阜博集团	164	34	0.19	0.16	178.4	217.7	20.3	买入	资讯科技业(HS)
9626.HK	哔哩哔哩	3,763	979	-10.46	-12.31	-93.6	-79.5	12.9	增持	资讯科技业(HS)
9888.HK	百度集团-SW	5,564	197	9.74	12.11	20.2	16.2	2.0	买入	资讯科技业(HS)
2689.HK	玖龙纸业	484	10.32	1.07	1.99	9.7	5.2	1.0	买入	原材料业(HS)
1378.HK	中国宏桥	934	10	1.46	1.88	7.0	5.4	1.2	买入	原材料业(HS)
2269.HK	药明生物	6,170	145.60	1.30	1.78	112.3	82.0	24.7	买入	医疗保健业(HS)
1177.HK	中国生物制药	1,462	7.75	0.20	0.24	38.0	32.3	6.6	买入	医疗保健业(HS)
1093.HK	石药集团	1,394	11.64	0.50	0.57	23.5	20.4	5.2	买入	医疗保健业(HS)
1548.HK	金斯瑞生物科技	737	35.35	-0.93	-0.78	-38.0	-45.6	10.1	买入	医疗保健业(HS)
0570.HK	中国中药	261	5.19	0.40	0.48	13.1	10.8	1.2	买入	医疗保健业(HS)
0512.HK	远大医药	259	7.30	0.49	0.55	14.8	13.2	2.3	买入	医疗保健业(HS)
1530.HK	三生制药	250	9.79	0.72	0.84	13.6	11.7	2.0	买入	医疗保健业(HS)
1302.HK	先健科技	230	4.96	0.05	0.07	93.6	70.9	8.2	买入	医疗保健业(HS)
2005.HK	石四药集团	196	6.49	0.30	0.42	22.0	15.4	3.0	买入	医疗保健业(HS)
0950.HK	李氏大药厂	30	5.07	0.40	0.42	12.8	12.0	1.3	买入	医疗保健业(HS)
1066.HK	威高股份	846	19	0.54	0.67	34.6	27.8	4.1	买入	医疗保健业(HS)
3600.HK	现代牙科	71	7	0.11	0.42	68.8	17.7	3.3	买入	医疗保健业(HS)
9966.HK	康宁杰瑞制药-B	244	26	-0.55	-0.80	-47.3	-32.5	8.9	买入	医疗保健业(HS)
1299.HK	友邦保险	11,589	95.80	2.87	5.35	33.4	17.9	2.4	买入	金融业(HS)
0388.HK	香港交易所	6,007	473.80	9.11	11.04	52.0	42.9	12.7	买入	金融业(HS)
6066.HK	中信建投证券	2,584	9.59	1.24	1.46	7.8	6.5	0.9	买入	金融业(HS)
6060.HK	众安在线	652	44.35	0.42	0.65	105.6	68.4	3.5	买入	金融业(HS)
1963.HK	重庆银行	331	5.29	1.67	1.78	3.2	3.0	0.4	增持	金融业(HS)
0384.HK	中国燃气	1,413	25.30	2.05	2.38	12.3	10.7	3.1	买入	公用事业(HS)
2688.HK	新奥能源	1,672	148.00	6.29	7.33	23.5	20.2	4.7	买入	公用事业(HS)
0855.HK	中国水务	96	6.04	1.09	1.22	5.6	4.9	1.0	买入	公用事业(HS)
1600.HK	天伦燃气	79	7.88	1.05	1.19	7.5	6.6	1.4	买入	公用事业(HS)
0916.HK	龙源电力	1,054	13	0.71	0.83	18.5	15.8	1.6	买入	公用事业(HS)
2382.HK	舜宇光学科技	2,652	241.80	5.64	7.34	42.9	32.9	13.1	买入	工业(HS)
2018.HK	瑞声科技	696	57.60	2.66	3.35	21.6	17.2	2.8	买入	工业(HS)
2057.HK	中通快递-SW	2,022	236	6.50	6.52	36.3	36.3	3.6	买入	工业(HS)
2618.HK	京东物流	2,597	42	—	-0.50	—	-83.3	-41.8	无评级	工业(HS)
6969.HK	思摩尔国际	2,709	45.40	0.71	1.07	64.1	42.5	18.5	买入	非必需性消费(HS)
6862.HK	海底捞	1,982	37.40	0.22	1.08	173.1	34.6	16.1	增持	非必需性消费(HS)
2020.HK	安踏体育	5,128	189.70	2.28	3.42	83.2	55.5	17.0	买入	非必需性消费(HS)
2313.HK	申洲国际	3,002	199.70	4.34	5.18	46.0	38.5	8.9	买入	非必需性消费(HS)
9901.HK	新东方-S	1,066	62.20	20.79	19.89	3.0	3.1	3.0	买入	非必需性消费(HS)
9987.HK	百胜中国-S	2,146	510.00	13.91	15.91	36.7	32.0	4.4	买入	非必需性消费(HS)
9992.HK	泡泡玛特	1,064	75.90	0.50	1.04	150.6	72.7	13.9	买入	非必需性消费(HS)
2331.HK	李宁	2,340	93.85	0.79	1.06	118.5	88.9	20.0	买入	非必需性消费(HS)
0772.HK	阅文集团	895	87.80	-3.24	1.63	-27.1	53.8	5.0	买入	非必需性消费(HS)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

“慧博资讯”专业的投资研究大数据分享平台

 点击进入  <http://www.hibor.com.cn>

6110.HK	滔搏	778	12.54	0.50	0.60	24.9	20.9	6.6	买入	非必需性消费(HS)
1691.HK	JS 环球生活	758	21.70	0.70	1.01	31.1	21.5	6.3	买入	非必需性消费(HS)
2013.HK	微盟集团	434	17.86	-0.12	0.12	-148.8	148.8	35.2	买入	非必需性消费(HS)
9922.HK	九毛九	447	30.75	-0.02	0.38	-1,281.1	80.1	12.5	增持	非必需性消费(HS)
0667.HK	中国东方教育	309	14.04	0.44	0.70	31.6	20.2	4.4	买入	非必需性消费(HS)
3998.HK	波司登	596	5.52	0.17	0.20	32.9	27.1	4.3	买入	非必需性消费(HS)
0839.HK	中教控股	400	17.62	0.54	0.65	32.6	27.2	3.1	买入	非必需性消费(HS)
1797.HK	新东方在线	103	10.28	-1.27	-1.85	-8.1	-5.6	6.5	买入	非必需性消费(HS)
6169.HK	宇华教育	244	7.28	0.34	0.47	21.7	15.6	5.0	买入	非必需性消费(HS)
2148.HK	VESYNC	139	11.92	0.31	0.47	38.4	25.6	6.4	买入	非必需性消费(HS)
1765.HK	希望教育	157	1.97	0.11	0.14	18.2	13.7	2.1	买入	非必需性消费(HS)
1773.HK	天立教育	68	3.12	0.22	0.26	14.4	11.8	1.8	买入	非必需性消费(HS)
1981.HK	华夏视听教育	94	5.66	0.17	0.26	33.7	21.4	2.9	买入	非必需性消费(HS)
1890.HK	中国科培	110	5.45	0.35	0.46	15.7	12.0	2.8	买入	非必需性消费(HS)
1368.HK	特步国际	386	14.70	0.22	0.29	68.0	51.0	4.1	买入	非必需性消费(HS)
3813.HK	宝胜国际	96	1.80	0.07	0.23	25.0	7.9	1.0	买入	非必需性消费(HS)
0382.HK	中汇集团	82	7.62	0.35	0.59	21.9	13.0	2.9	买入	非必需性消费(HS)
6068.HK	睿见教育	47	2.17	0.26	0.34	8.2	6.5	1.3	买入	非必需性消费(HS)
2001.HK	新高教集团	87	5.51	0.40	0.54	13.9	10.2	2.6	买入	非必需性消费(HS)
1234.HK	中国利郎	60	4.97	0.64	0.83	7.8	6.0	1.4	买入	非必需性消费(HS)
1569.HK	民生教育	56	1.33	0.10	0.14	13.9	9.3	1.2	买入	非必需性消费(HS)
2779.HK	中国新华教育	36	2.23	0.22	0.26	10.3	8.4	1.1	买入	非必需性消费(HS)
1525.HK	建桥教育	25	6.03	0.53	0.72	11.4	8.4	1.2	买入	非必需性消费(HS)
0520.HK	呷哺呷哺	89	8	0.00	0.59	4,014.4	13.9	3.3	买入	非必需性消费(HS)
1179.HK	华住集团-S	1,314	408	5.87	9.35	69.6	43.7	10.2	买入	非必需性消费(HS)
2588.HK	中银航空租赁	463	67	5.66	8.06	11.8	8.3	1.2	增持	非必需性消费(HS)
0941.HK	中国移动	10,156	50	6.32	6.60	7.8	7.5	0.7	买入	电讯业(HS)
0728.HK	中国电信	2,404	3	0.31	0.34	9.5	8.8	0.6	买入	电讯业(HS)
0960.HK	龙湖集团	2,684	44.25	3.76	4.45	11.8	9.9	2.1	买入	地产建筑业(HS)
2007.HK	碧桂园	1,984	9.00	2.51	2.84	3.6	3.2	1.0	买入	地产建筑业(HS)
3333.HK	中国恒大	1,383	10.44	2.47	2.83	4.2	3.7	0.8	买入	地产建筑业(HS)
1918.HK	融创中国	1,276	27.30	7.70	8.87	3.5	3.1	0.9	买入	地产建筑业(HS)
3380.HK	龙光集团	649	11.76	2.66	3.25	4.4	3.6	1.3	无评级	地产建筑业(HS)
0884.HK	旭辉控股集团	504	6.10	1.20	1.43	5.1	4.3	1.2	买入	地产建筑业(HS)
1813.HK	合景泰富集团	339	10.66	2.42	2.93	4.4	3.6	0.7	买入	地产建筑业(HS)
1638.HK	佳兆业集团	210	2.99	1.18	1.46	2.5	2.0	0.6	买入	地产建筑业(HS)
1238.HK	宝龙地产	279	6.73	1.01	1.26	6.7	5.3	0.7	买入	地产建筑业(HS)
1628.HK	禹洲集团	114	2.00	0.98	1.12	2.0	1.8	0.4	买入	地产建筑业(HS)
3377.HK	远洋集团	130	1.71	0.39	0.46	4.4	3.7	0.2	增持	地产建筑业(HS)
3301.HK	融信中国	76	4.49	2.78	3.34	1.6	1.3	0.4	买入	地产建筑业(HS)
1109.HK	华润置地	2,350	33	5.36	6.02	6.1	5.5	1.0	买入	地产建筑业(HS)
6098.HK	碧桂园服务	2,645	82	1.58	2.28	51.8	36.0	15.3	买入	地产建筑业(HS)
6049.HK	保利物业	297	54	1.46	1.90	36.7	28.3	4.2	买入	地产建筑业(HS)
1579.HK	颐海国际	542	52	1.42	1.86	36.5	27.8	13.6	买入	必需性消费(HS)

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032