

2021 年 06 月 04 日

# 涨价与人民币升值对各行业影响几何？信用债融资下滑反映了什么？

——申万宏源关键假设表调整与交流精粹（2021 年 6 月）

## 相关研究

### 证券分析师

王胜 A0230511060001  
wangsheng@swsresearch.com  
金倩婧 A0230513070004  
jinjq@swsresearch.com  
林丽梅 A0230513090001  
linlm@swsresearch.com  
毛成学 A0230520080004  
maocx@swsresearch.com

### 研究支持

冯晓宇 A0230119070006  
fengxy2@swsresearch.com  
刘雅婧 A0230119070005  
liuyj@swsresearch.com

### 联系人

冯晓宇  
(8621)23297818×转  
fengxy2@swsresearch.com

## 本期投资提示：

- 2021 年 5 月 31 日，申万宏源研究所召开了体系协同的 2021 年 6 月月度观点交流会，本次月度会重点讨论了下半年经济韧性来源于何处？近期信用债发行走弱反映了什么？人民币升值能否持续？以及人民币升值背景下各行业受到的影响？成本上行过程中，各行业转嫁成本的能力如何？本次交流的亮点与各领域主要观点如下：
- 【国内经济：下半年经济如果韧性可能会来自于何处？】分析师一致认为地产投资有韧性，基建投资未来能否再度回升存在分歧。宏观分析师本次上调 Q2、Q3 房地产投资 0.9 和 0.7 个百分点，全年节奏为 25.6%/13.5%/9.4%/8%。地产分析师指出 5 月集中供地后，3 季度新开工可能阶段性上行，但 4 季度在三条红线约束下前端仍然偏弱，维持全年施工偏强的逻辑不变。债券分析师认为地产投资不必过度悲观，出口韧性仍在，制造业投资存在向上空间，基建投资全年偏弱。策略分析师提示目前基建投资“有能力，没意愿”是市场一致预期，担心下半年如果出现稳增长压力基建上行风险可能较大。建筑分析师认为过去两年建筑企业扩表过程中已经积累了较高的杠杆率，今年融资成本进入上行通道，建筑企业实际加杠杆需求较弱。前 4 个月建筑公司普遍处于“借新还旧”的状态，因此政府加杠杆做基建的动力也不强。
- 【信用环境：信用债净融资明显下滑反映了什么？后期如果出现紧信用，需要观察什么信号？】策略分析师观察到年初以来，特别是 5 月非金融信用债融资规模下滑超预期，担心下半年信用风险上行。银行分析师指出二季度信贷环比低于一季度是金融机构的正常调配节奏，目前并未看到监管层面的调控指引。债券分析师认为信用债融资偏弱主要体现在企业主动发行意愿较低，并且下半年债券利率回升会进一步压制债券发行，对全年信用债融资相对谨慎。宏观分析师同样认为信用债发行偏弱并非是央行主动收缩信用，因为整体货币环境较为宽松。同时提示 4 月是资管新规落地三周年，市场预期相对混乱，建议密切关注 5、6 月的金融数据。地产分析师提示三道红线约束在年末的时间窗口会加速发酵，房价回落可能意味着行业信用环境比较紧张。策略分析师认为下半年城投债风险可能会加大。
- 【人民币继续升值可以期待吗？各行业如何受到人民币升值的影响？】宏观分析师指出本轮人民币升值由两方面因素决定，一方面，过去 1 个半月人民币升值幅度中有 1.5 个百分点是美元贬值人民币被动升值导致。而美联储预计 Q3 推出 Taper，美元后续反弹概率较大；另外有 1 个百分点的升值幅度是疫情后中国出口份额在全球占比提升的结果，下半年中国工业生产能否持续好于发达国家存疑。因此，下半年人民币将呈现双向波动的格局，预计至年底人民币兑美元升至 6.3-6.4 附近。策略分析师提示历史来看从人民币升值推荐相关行业具有一定片面性，仍需结合未来的宏观经济格局做出判断。例如交运分析师指出人民币升值本来利好美元债务较高的航空，但疫情没有恢复，供需格局才是当前投资的主线逻辑；行业来看，当前可能更加利好跨境电商赛道特别是日韩相关进口产品。轻工分析师指出人民币升值直接利好造纸行业，其原材料 70% 依赖进口。汽车分析师指出大部分零部件行业出口业务较多，二季度成本压力较大，预计业绩承压；但也提示例如福耀玻璃这样的企业，尽管营收存在压力，但同时芯片源自于海外采购成本端受益，整体汇率升值不如缺芯影响更大。家电分析师认为企业可以通过重新谈判和套期保值平滑人民币升值影响，难以定量判断。机械分析师提示如果人民币升值长期可持续将会消灭很多低端出口企业，而具有核心工艺、技术升级的企业则在过去几年出口价格一直保持上涨节奏。
- 【上游成本还会继续上涨吗？原材料价格上涨对下游影响几何？】煤炭分析师指出前期国常会组合拳打压下当前煤炭板块情绪已经调整到位，后续随着煤炭需求旺季来临，价格仍然面临上行压力；钢价后续逐步下降，维持 Q2~Q4 螺纹钢现货价格 4900/4600/4500 不变。关于成本上行对产业链中下游的影响，石化分析师指出 6~7 月上游成本还在不断涨价，担心 Q3 下游实体企业盈利承压。家电分析师认为原材料价格上行使得空调公司成本上行约 20%，二季度企业盈利会存在一定压力，但是随着 Q3 大宗商品价格企稳，企业盈利有望恢复至常态。汽车分析师认为汽车成本的上行一方面来自于缺芯的压力，目前来看没有继续恶化，第二是原材料上行预计对于整车的盈利带来 1000-1500 元的冲击。（价格在 10-15 万的车一般利润为 5000 元）。轻工分析师提出一个很有意思的现象，行业龙头公牛集团的市占率较高且受到市场普遍认可，但前期遭到反垄断调查导致成本上行情况下提价意愿有所下降。策略分析师提示大家注重反垄断思潮从互联网巨头向实体经济细分龙头扩散的迹象，可能出现下游增收不增利，中游比下游在成本上行阶段受损程度更低的情形，但也提醒投资者客观看到随着中国制造业能力的增强，应该去自下而上寻找本次成本转嫁能力强的企业。
- 【其他领域精彩观点：决定今年公募胜负的行业怎么看？】白酒分析师指出小白酒行情主要由表观增速上涨所驱动，然而基本面仍未回到 19 年水平，未来缺乏业绩增长，行情不可持续，仍然坚持推荐一线龙头，最新将洋河股份加入组合；医药分析师持续推荐长春高新和恒瑞医药等性价比较高的龙头公司。同时提示市场不要高估印度疫情影响下其他市场的替代效应，印度的医药出口目前还没有很严重的影响，后续会持续观察；纺服分析师指出近期上游华熙生物和爱美客均推出新的二、三线产品，下游更多公司通过并购的方式进入医院连锁，医美景气度仍然比较好，但是估值很难给出目标价。
- 本次讨论的各细分领域的具体观点请详见正文。



申万宏源研究微信服务号

## 目录

### 各领域观点汇总..... 5

宏观：中美汇率与结构特性对比研究.....	5
策略：收割好眼前的收益.....	5
港股策略：新经济短期性价比显现.....	7
金融工程：超配周期、消费板块.....	8
债券：债市情绪有望修复，维持四季度震荡市判断.....	9

### 各行业观点汇总..... 9

1、金融地产.....	9
银行：利润增长提速但营收分化，资产质量向好趋势再深化.....	9
保险：全国多地开花，持续发展待观察.....	10
证券：权益公募与财富管理的未来是星辰大海.....	10
房地产：地方调控继续收紧，公募 REITs 公开发售.....	11
建筑施工：20 年收入利润快速恢复，基建龙头集中加速.....	11
2、材料业.....	12
基础化工：MDI 价格上涨，国内外需求恢复良好，持续关注周期成长股.....	12
钢铁：原料价格维持高位，钢价预计高位震荡.....	12
建材：看好竣工和全球复苏两条 $\beta$ 主线.....	12
有色金属：看好镁硅铂上涨、钴锂复苏、铜价强势.....	12
3、能源.....	13
环保：2021 年多省终端电价较 2020 上升，气候变化全面融入十四五.....	13
石油化工：消费旺季推动预期，伊朗或恢复原油供给.....	13
煤炭：观察保供落地情况，观望情绪升温.....	18
电力：碳中和背景下清洁能源运营空间广阔，电力大数据助力环境治理.....	18
新能源光伏：风电光伏推动能源结构转型，新能源车助力消费侧减碳.....	18
4、消费品.....	19
农业：Q1 基金持仓环比小幅提升，成长性龙头获明显增配.....	19
食品饮料：季报陆续披露催化行情 进入基本面验证期.....	19
医药：医药跌幅居前，建议关注海外局部疫情恶化和国内集采影响.....	19
5、制造业.....	20

机械设备：高功率持续高景气，21 年业绩确定性增强 .....	20
国防军工：供需共振推动盈利提升，军工进入长期成长赛道 .....	20
轻工造纸：家居长期看好头部企业份额提升；造纸：箱瓦纸终端提价 .....	21
家电：4 月空调出货端产销增速有所回落，冰洗厨电销售增速转负 ...	21
汽车：上海新能源车新政促消费结构上移，行业终端需求稳健折扣持续收拢 .....	30
纺织服装：国货消费热潮初现，家纺一季报有望兑现高景气 .....	31
6、服务业 .....	31
商贸零售：可选消费增长强劲，黄金珠宝景气度高 .....	31
休闲服务：边际复苏预计将成为今年主旋律 .....	31
交通运输：跨境电商物流景气度持续，关注客运需求恢复 .....	32
7、信息化 .....	32
传媒/互联网：建议回调中加仓高性价比且基本面向上的核心资产 .....	32
计算机：寻找中小成长额外机会 .....	35
电子：煎熬过后静待佳音 .....	36
通信：破浪扬帆，掘金“智联”大航道 .....	36

## 图表目录

---

表 1：申万宏源研究关键假设表宏观策略类指标（2021/5/31） .....	37
表 2：申万宏源研究关键假设表中国产业指标（2021/5/31） .....	38
表 3：申万宏源研究关键假设表全球配置类指标（2021/5/31） .....	39

## 各领域观点汇总

### 宏观：中美汇率与结构特性对比研究

【人民币快速升值会持续吗？】1) 镜像效应——美元走弱放大人民币升幅感知，我们基准预期为年内美联储大概率实施 Taper 操作，预计至年底美元指数升至 92-94 之间，人民币兑美元汇率可能承受约 1.2%-2.5%幅度的被动贬值压力；2) 黄金时代——制造业强劲复苏推升有效汇率。预计人民币年内或仍有 3%左右的主动升值空间，但商品需求的不确定性或将令年内人民币汇率双向波动的幅度有所扩大；3) 定海神针——央行无意改变基本面决定的汇率长期方向，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；4) 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。

【工业品涨价“双刃剑”：企业营收和利润的分化】1) 4 月工业企业利润增速改善，但弱于营收改善本应对应的幅度，显示利润率承受一定压力，营收与利润增速的分化，与工业品涨价的“双刃剑”效应直接相关。2) 上游大宗商品涨价推动相关行业营收明显上行，但同时对中下游企业盈利形成进一步挤压。3) 短期因素推升盈利超预期，但难掩盖原材料涨价持续带来的成本压力，后续国内消费投资需求不确定性提升，若需求受偏离基本面的过高价格的冲击，则企业盈利趋势仍不乐观。

【美国已经进入恢复放缓+通胀结构性走高的扭曲阶段】补贴带来的美国收入峰值已过，收入趋于降温；商品消费替代服务的拐点出现，服务消费改善缓慢；美国消费品严重供需失衡，仍在持续推升核心通胀。5 月 PCEPI 同比很可能将突破 4%，预计核心 PCEPI 同比或在 21H2 持续高于 3%，导致 20-21 平均核心通胀略超 2%。

(联系人：秦泰、贾东旭、屠强)

### 策略：收割好眼前的收益

一、国内和海外宏观环境暂时平稳；建党 100 周年行情预期支撑风险偏好；人民币汇率存在内在升值动力，驱动外资流入；赚钱效应累积，新基金发行热度恢复。短期确有边际改善，把握好有利窗口。

短期利好因素累积，的确是有利的窗口：(1) 国内和海外宏观环境阶段性平稳。体现为国内和海外宏观流动性暂时不收紧；而国内基本面改善仍有亮点，未到单边回落的阶段；海外通胀预期已发酵至高位，经济增长预期暂未继续上行，美债收益率暂时保持平稳(中期我们依然认为，美债实际利率上行，将推动美债收益率再上台阶)。宏观环境稳定为资金供需逻辑和产业结构逻辑的发酵提供了空间。

(2) 建党 100 周年行情预期支撑风险偏好，使得投资者愿意暂时搁置总量层面的问题，聚焦结构性亮点。



(3) 2020 年以来, 中国在全球贸易中的占比显著提升, 人民币升值内生动力并未充分释放。人民币升值预期正在驱动外资流入。需要提示的是, 主动引导人民币升值目前来看只是一次政策讨论。股市、债市、汇市都要稳中求进的政策导向未变。这意味着, 人民币升值预期温和发酵是有利于股市的, 而当资产价格开始加速反映人民币升值预期, 就需要关注政策负反馈的可能性了。

(4) 二季度大类板块行情(成长、消费和周期)都有亮点, 市场已积累了一定的赚钱效应。本周爆款基金再现, 新基金发行热度恢复。这种情况下, 总体赚钱效应加速扩散在情理之中。根据我们的量化指标, 总体赚钱效应已回升至中高位, 核心资产更突出, 但仍不算极端。

所以, 短期确有边际改善, 顺势而为, 把握好有利窗口。如何看待短期的收益? 我们认为, 重要的还是中期的市场展望。三季度是宏观格局可能发生重大变化的窗口期, 所以短期收益要“收割好”。

**二、放风筝, 可以更高更远, 但线要紧握手中。三季度是宏观格局可能发生重大变化的窗口期。不要因为短期上涨, 就盲目调整中期假设。所以, 短期收益收割好才是胜利, 基本面向好的大类板块(医药、新能源汽车、二三线白酒、外需周期)完成轮动扩散, 可能就对应阶段性高点。**

判断短期反弹的幅度和持续性, 需要“看长做短”厘清中期格局。而中期市场判断本就充满分歧, 这使得部分投资者愿意根据短期市场实验, 来调整中期的基准假设(或者说短期上涨, 市场对中期的展望就会变得乐观, 这符合预期演绎的一般规律)。这种选择本质上是放弃了对于中期的输入变量做细致思考, 在我们看来, 是非常危险的。放风筝, 可以更高更远, 但线要紧握手中。被风筝带着跑, 或者松开手任风筝飞走, 可能无法取得想要的结果。我们对中期市场的展望依然谨慎, 映射到短期强调“收割好眼前的收益”, 主要讨论以下四点: (1) 二季度中国经济仍有亮点(出口维持高位, 制造业投资结构性改善, 房地产销售和投资有韧性, 消费服务持续恢复), 至少二季度中国经济不是单边回落。而三季度, 中国经济的看点会减少(外需恢复, 中国出口占比回落会带来真实环比回落; 二季度制造业投资结构改善兑现后, 后续持续性存疑; 房地产调控效果显现; 唯一的亮点, 可能跟随地方债发行启动自然恢复的基建)。这样的宏观环境, 一方面不支持基本面改善线性外推, 另一方面却又给调结构政策延续, 不及时宽松提供了支撑。(2) 中国调结构仍有待实际推进。稳增长压力较小的窗口, 调结构应有实质举措。优化内循环需要“少买房, 多消费”, 防范金融风险需要打破“刚兑”、理顺利率体系, 都需要宏观调控的继续配合。调结构总是及时的, 稳增长总是权宜之计, 21H2 难有及时宽松, 调结构的窗口可能很长。(3) 三季度美联储开始引导 QE Taper 预期是大概率。这个判断的前提是拜登第二轮刺激大幅推高居民储蓄率, 将对后续 M2 和经济增长形成支撑。实际利率上行 + 通胀维持高位, 将推高美债收益率。这可能在三季度形成一个利率上行 + 紧缩预期升温发酵的窗口, 海外环境预期存在大幅波动的可能性。(4) 最后总结一下, 我们和市场乐观者的分歧。乐观者认为投资时钟很快会进入到衰退期投资的阶段, 经济差但结构性亮点犹存 + 流

动性宽松，A股市场特征类似2019-20年，核心资产将再提估值。而在我们看来，三季度宏观环境比二季度差是大概率，并且国内经济弱周期回落，但保持调结构，不及时宽松的时间窗口可能较长。投资时钟以此转动，难以跳跃，下一个阶段可能不利于股市。

**看长做短，二季度市场行情向上有顶，有效突破年内高点的概率不大。短期收益收割好才是胜利，基本面向好的大类板块(医药、新能源汽车、二三线白酒、外需周期)完成轮动扩散(量化指标回到历史绝对高位，股价上行受阻回落)，可能就对应阶段性高点。**

**三、中期看好成长龙头(医药和新能源汽车)已在短期收获丰厚收益，短期板块轮动更看好外需周期(有色金属和化工)。下半年小盘股绝对收益行稳致远，成长龙头相对收益在曲折中前进。**

短期行情加速始于A50超跌反弹，但外资利用有利时间窗口集中流入，市场发酵短期乐观预期，可能不符合管理层稳中求进的要求，所以A50反弹的持续性难移把握。我们认为参与短期反弹确定性较高的方式，是围绕着短期验证改善+远期景气向好的方向做轮动。一季报验证以来，我们持续推荐的成长龙头(医药和新能源汽车)已在短期收获了丰厚的超额收益，现阶段短期性价比指标已处于高位，在年内新高位有所调整是健康的。短期轮动，我们更看好外需周期(有色金属和化工)，拜登财政预算案形成短期刺激，供需格局长期改善提供估值弹性。继续看好小盘股绝对收益行稳致远，下半年小盘股选股的重点将从价值和周期转向成长。而成长龙头业绩趋势占优，相对收益将在曲折中前进。

**(联系人：王胜、林丽梅、金倩婧、傅静涛、程翔、黄子函、陆灏川、杨曼迪、冯晓宇、刘雅婧、毛成学)**

## 港股策略：新经济短期性价比显现

近期海外资金重新流入中国资产，反映在全球疫情反复的当下，中国资产的吸引力重新显现。我们认为这将在一定程度上提振港股市场表现，市场流动性仍然处于紧平衡的阶段。与此同时，考虑到估值已经先行回落，当前港股消费、科技、医药等新经济板块的短期性价比有所显现。

**印度等地的疫情重新提振中国资产在新兴市场中的吸引力。**我们在年初时曾经提出，考虑到全球新兴市场基金和亚洲（除日本）基金对中国资产的配置已经接近指数当中的权重，鉴于今年全球各经济体有望逐步走出新冠肺炎疫情的泥淖，因此中国的相对优势可能会削弱。但自4月以来，印度疫情明显爆发并且向东南亚扩散，而印度和东南亚亦是除中国之外最为重要的新兴市场生产国。因此在新兴市场当中，中国经济的韧性和中国资产的吸引力重新显现，海外投资者对中国资产的配置比例在经历了一个季度的下滑后，在4月底重新录得企稳回升。

**新经济板块的估值水平回到 2020 年中水平，基本抹去南下资金带来的流动性溢价。**自 2020 年 7 月以来，南下资金，特别是通过深港通渠道流入香港市场的资金流入加剧，在一定程度上抬升了相关新经济板块的估值水平。但伴随着年初以来相关板块的回调，目前新经济板块，例如消费、科技、医药等的估值水平已经回到了 2020 年中的水平，基本抹去了近半年以来南下资金所带来的流动性溢价部分。因此，当前估值对相关板块的困扰显著降低。反垄断的政策风险释放进入下半场，但短期内行业竞争格局加剧仍然对股价有一定压力，港股以互联网为主的新经济板块仍将维持强势震荡格局。此外，内地获批的 10 余支港股科技板块 ETF 亦将在接下来的几个月内对相关板块构成提振。

(联系人：董易)

## 金融工程：超配周期、消费板块

### 1、风格轮动：超配周期、消费板块

宏观经济数据提示国内经济复苏态势延续，低估值顺周期板块盈利增长边际持续改善；经过前期调整，核心资产估值水平降低，部分机构重仓股已具备配置价值。在当前时点，我们认为受益于经济复苏，低估值板块将会继续占优；此外，2020 年年报和 2021 年一季报验证了机构重仓的绩优股业绩稳健优秀，核心资产有望迎来反弹。

根据申万金工风格四象限模型，按照行业相关性将市场划分为金融、周期、消费、成长等四大风格板块，各板块相对强弱位置显示，周期板块短期走弱，成长板块有复苏迹象，信号有待进一步验证，消费板块仍在超配区域，金融板块相对弱势。在人民币升值预期走强下，外资流入股市迹象明显，市场风险偏好提升。建议配置业绩稳健的消费股和收益经济复苏的周期板块。

### 2. 年初至今行业轮动组合收益 9.55%，战胜基准 5.67%

我们从价格趋势、短期交易情绪、资金分化、基本面指标、分析师预期变化等多个维度，寻找共振指标，构建超额收益相对稳健的行业组合。基于多维共振行业轮动模型，我们推荐配置经调整后价格趋势向上、短期加速下跌或卖出短期加速上涨、机构资金流入及散户资金流出、基本面稳健、分析师预期变化向好的行业。

根据多维共振行业轮动模型，5 月行业轮动模型推荐农林牧渔、通信、电气设备、医药生物、轻工制造和传媒。从不同维度打分来看，近期农林牧渔向上趋势明显，机构资金大量流入，综合得分第一；通信行业基本面和技术面打分均衡，多维度平均得分较高；虽然电气设备趋势较弱，但是短期情绪相对其它行业明显占优；医药生物在成长、盈利和质量等基本面维度表现出色；轻工制造价格上升趋势明显，而传媒则分析师预期向好，受到机构资金青睐。



今年以来行业轮动组合已累计收益 9.55%，战胜基准 5.67%。行业轮动模型长期收益表现稳健，2012 年-2020 年行业组合年化收益 23.4%，相比基准超额收益 11.8%，超额收益波动率仅 6.9%，最大回撤 6.1%。

### 3. 基金

截止 2021 年 5 月 27 日，基金组合本月上漲 3.41%，业绩比较基准（中证股票基金指数）同期收益为 3.43%，则基金组合小幅跑输基准指数 0.02%。基金组合中表现最好的是新华优选消费，其净值上涨 8.76%，表现相对较好，民生加银内需增长表现相对较差，净值下跌 2.59%。

### 4. 可转债

转债市场近期持续升温，局部热点火爆。结构上，5 月小市值转债纯估值大幅上涨，大市值转债估值基本稳定。6 月我们预期转债市场仍然局部较为活跃，新能源产业链、光刻胶、非银可能会进一步发酵。核心高估值转债依然坚挺，6 月需关注纯债市场对转债市场可能产生的影响。策略上建议配置两端，稳健的银行和大秦转债与有一定弹性的中小盘进攻型转债结合。今年二季度以来呈现反季节性状态，市场有一定的畏高情绪，高价高估值及高频资金偏好的品种建议规避。

(联系人：孙凯歌、朱岚、宋施怡)

## 债券：债市情绪有望修复，维持四季度震荡市判断

10Y 国债收益率已经向下突破 3.1%，我们一直提示的债市第三波段也已基本兑现，即 3 月至 2 季度债券收益率拐头回落，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，当前来看，这几项带动因素已经逐一验证。

我们继续维持此前给出的债市短中长期判断不变，债市第三个波段演绎临近尾声，继续维持 5-6 月重点观察这个波段何时结束的观点不变。同时，我们对下半年债市维持偏谨慎的观点不变，下半年引发调整的因素是：经济+通胀+政策从紧超预期。

(联系人：孟祥娟)

## 各行业观点汇总

### 1、金融地产

#### 银行：利润增长提速但营收分化，资产质量向好趋势再深化

##### 1、重点公司推荐：

平安银行、招商银行、兴业银行、宁波银行、建设银行、工商银行

## 2、主要逻辑和理由：

银行板块的估值中枢始终与基本面相辅相成，21 年银行所处的经济环境、政策环境均明显好于 20 年，这也赋予了银行息差稳、资产质量好、业绩增长提速的基本面向好趋势：

1) 宏观经济复苏是银行板块估值修复的核心驱动力。

2) 预计全年息差前低后高、稳中有升，信用成本压力明显缓解助力利润增长逐季提速。

3) 2021 年下半年重点关注：① 基本面有确定性拐点；② 低估值但市场认识仍不充分；③ 资本补充诉求强、业绩高增长的股份行、城商行，长期继续看好优质股份行。

(联系人：郑庆明)

## 保险：全国多地开花，持续发展待观察

### 1、重点公司推荐：

中国平安、中国太保、中国人保

### 2、主要逻辑和理由：

大宗商品涨势如虹，保险板块资产端预期修复。春节错位共振下上市险企 NBV 增速达 6%，3-4 月新单复苏受客户资源消耗略有影响，关注下半年改善持续性。10 年期国债到期收益率站稳 3.1%关口，权益市场稳健上行，年内超跌板块具有补涨需求，关注保险板块估值修复动能。

(联系人：葛玉翔)

## 证券：权益公募与财富管理的未来是星辰大海

### 1、重点公司推荐：

兴业证券、中金公司、东方财富

### 2、主要逻辑和理由：

居民增配权益时代，机遇分化并存。

1) 市场此前对流动性大幅收紧的担忧得到缓解。4 月底政治局会议再次强调不急转弯，货币政策保持流动性合理充裕，同时近期人民币持续升值趋势可持续，缓解市场对流动性的担心，随着市场成交量回升，对板块可更乐观。

2) 推荐居民增配权益受益股。注册制、机构化、产品化趋势下，券商股权项目能力、风险资产定价能力、权益财富管理能力均是重要竞争力，专业能力差距将使得盈利能力持续分化。

(联系人：葛玉翔、许旖珊)

## 房地产：地方调控继续收紧，公募 REITs 公开发售

### 1、重点公司推荐：

地产：新城控股、万科 A、金科股份；

H 股：龙湖集团、旭辉控股集团；

### 2、主要逻辑和理由：

我们认为三条红线、贷款集中度管理和供地两集中新规将推动行业进入新阶段，“轻杠杆、重运营”转变下有助于行业更平稳健康发展，加速行业进入以效益为导向的集中度提升 2.0 时代，也将利于好学生获得更大更持续的成长空间，同时预计房地产将呈现业务制造业化、发展长期化、估值 Alpha 化，好学生或将迎来戴维斯双击。目前 AH 主流房企 21/22PE 仅为 4.7/4.2X，我们维持房地产板块“看好”评级。此外，我们维持物管板块“看好”评级。

(联系人：袁豪、曹一凡)

## 建筑施工：20 年收入利润快速恢复，基建龙头集中加速

### 1、重点公司推荐：

中国建筑、中材国际

### 2、主要逻辑和理由：

2021 年建筑股票将迎来一轮系统性估值修复，目前板块仍具有极强性价比：

1) 17 年以来数轮压力测试促使龙头公司竞争优势显著增强，行业集中度提升拉长经营久期；

2) 降杠杆考核阶段性结束，ROE 重回提升通道，现金流改善；

3) 国企改革三年行动方案落地，无论中央还是地方对于所属企业市值重视程度产生明显变化；

4) 历史底部估值位置的建筑股票公募机构持仓极低，美债收益率上行板块轮动加速行业估值修复。

(联系人：李峙屹、黄颖)

## 2、材料业

### 基础化工：MDI 价格上涨，国内外需求恢复良好，持续关注周期成长股

#### 1、重点公司推荐：

万华化学、华鲁恒升、雅克科技、万润股份、泰和新材

#### 2、主要逻辑和理由：

周期品 Q1 价格逐步回归正常，国内外需求持续超预期，21Q2 仍有望维持，周期建议重点关注 21Q1 业绩超预期，Q2 仍有望维持且资本开支加速的龙头，成长建议重点关注成长与估值匹配的标的。

(联系人：宋涛)

### 钢铁：原料价格维持高位，钢价预计高位震荡

#### 1、重点公司推荐：

华菱钢铁、中信特钢、ST 抚钢

#### 2、主要逻辑和理由：

短期需求增长乏力，钢价预计承压震荡。

(联系人：孟祥文)

### 建材：看好竣工和全球复苏两条 $\beta$ 主线

#### 1、重点公司推荐：

南玻 A、东鹏控股、帝欧家居、中国巨石

#### 2、主要逻辑和理由：

依然看好竣工和全球复苏两条  $\beta$  主线，维持今年是玻纤、玻璃大年的判断， $\alpha$  我们看好瓷砖板块的触底反弹和石膏板龙头的成长性外延；我们亦提示重视水泥板块底部基本面反转带来的潜在超预期机会。

(联系人：戴铭余)

### 有色金属：看好镁硅铂上涨、钴锂复苏、铜价强势

#### 1、重点公司推荐：

云海金属、紫金矿业、西部矿业、华友钴业

## 2、主要逻辑和理由：

- 1.海外需求复苏镁价有望上涨、电动车加速镁轻量化；
- 2.需求复苏强劲，铜铝价格有望持续强势；
- 3.电动车需求放量，华友钴业的镍、正极材料业务有望兑现快速增长。

(联系人：王宏为)

## 3、能源

### 环保：2021年多省终端电价较2020上升，气候变化全面融入十四五

#### 1、重点公司推荐：

浙富控股、高能环境、龙净环保、德林海、金科环境、碧水源、瀚蓝环境、伟明环保、龙马环卫、城发环境

#### 2、主要逻辑和理由：

展望十四五，我们认为水与大固废领域仍大有可为，我们继续看好危废板块量价齐升以及污水资源化政策催化。

(联系人：刘晓宁、郑嘉伟)

### 石油化工：消费旺季推动预期，伊朗或恢复原油供给

#### 1、原油市场：

**国际油价短期或趋于震荡。**我们上一期强调在需求缓慢恢复的情况下，由供给端联合限产将主导全球市场平衡。5月逐步临近原油消费旺季，除暑期夏季出行预计提振需求外，沙特因用电需求增长，也会在夏季增加原油消费，受此影响5月油价震荡上行，但伊朗与美国核谈判或出现实质性进展，对油价形成短暂利空。至5月28日收盘，Brent原油期货收于69.63美元/桶，NYMEX期货价格收于66.32美元/桶。展望未来：1) 欧美疫情缓和，叠加石油消费旺季、较低的汽油库存，或逐步提振油价；2) 印度疫情显著恶化，或拖累需求恢复进度；3) 预计OPEC+将延续逐步增产策略以此稳定国际油价；4) 美伊关系，伊朗制裁的恢复情况对于未来供应的影响；5) 需求总体逐步回暖中，但库存大幅下降或在2021年三季度出现。



**因印度疫情爆发，权威机构下调 21 年需求预期。**欧美疫情逐步缓和，美国或再出新的经济刺激方案，美元指数维持下跌趋势：5 月美国日均新增确诊人数为 3.4 万人、德国为 1.0 万人、法国为 1.2 万人，环比变动-45.9%、-46.1%、-53.7%，但印度疫情持续恶化，5 月日均新增确诊人数达到 31.4 万人，环比增长 42.4%，但近日已经回落至 20 万人左右。5 月权威机构同步上调 21 年需求预测：1) 5 月 11 日，EIA 预计 2021 年 4 月全球石油消费量为 9620 万桶/日，同比增加 1580 万桶/日，但仍比 2019 年低 400 万桶/日；预计 2021 年需求将增加 540 万桶/日(较上月需求下调 10 万桶/日)至 9770 万桶/日；预计 2022 年需求将增加 370 万桶/日(较上月预测持平)至 10140 万桶/日；2) 5 月 11 日，OPEC 预计 2020 年全球石油需求将下降 950 万桶/日(与上月需求预测持平)，至 9050 万桶/日。预计 2021 年全球石油需求增加 600 万桶/日(与上月需求预测持平)至 9650 万桶/日；3) 5 月 14 日，IEA 预计 2021 年需求增长 540 万桶/日(较上月预测下调 27 万桶/日)达到 9640 万桶/日。2021Q1 需求大致与之前预测持平。

**OPEC+4 月减产执行率维持高位，5 月开始逐步恢复供给：**4 月 OPEC 产量 2527 万桶/日，环比减少 0.2%，产量下滑主要来自沙特、阿联酋。其中，沙特 4 月份生产原油约 811 万桶/日，环比减产 4 万桶/日。由于近期油价震荡上行，但印度疫情显著恶化，预计延续此前逐步增产策略，供给端或支撑油价。

**美国原油钻机数回升，权威机构下调 21 年原油供给预测：**5 月美国原油钻机数延续前期缓慢回升趋势，5 月 28 日已增至 359 台，较 2020 年 12 月 31 日增加 92 台，但与 2020 年初水平仍相差甚远。5 月美国原油生产恢复正常，但对于增产的节奏仍维持相对克制，5 月 21 日当周原油产量为 1100 万桶/日，较 4 月 30 日增长 20 万桶/日，预计 2021Q2 钻机数逐步回升，且产量呈现缓慢上升趋势。5 月，1) EIA 预测 2021 年 3 月美国原油产量升至 1090 万桶/日，4 月为 1110 万桶/日，预计第四季度为平均 1130 万桶/日。2022 年美国原油产量将增至 1184 万桶/日(较上月预测下调 2 万桶)；2) OPEC 预计 2020 年非 OPEC 石油供应量比去年下降 250 万桶/日(与上月持平)至 6290 万桶/日；2021 年非 OPEC 石油供应量将增加 70 万桶/日(较上月预测下调 20 万桶/日)至 6360 万桶/日；3) IEA 预计 4 月全球石油供应为 9340 万桶/日(环比增加 33 万桶/日)。随 OPEC+减产措施松动，预计 5 月供应量会继续增加。预计 2021 年全球石油供给增长 140 万桶/日，其中美国减少 16 万桶/日，加拿大增长 34 万桶/日。

**美国炼厂开工恢复正常，原油库存大幅下降。**5 月美国炼厂开工率恢复至 86% 以上，原油库存维持平稳：5 月 21 日当周，美国原油库存 4.84 亿桶，较 4 月 30 日下降 768 万桶，与过去五年同期低 2%；汽油库存 2.32 亿桶，较 4 月 30 日下降 3330 万桶，比过去五年同期低 3%；馏分油库存 1.42 亿桶，较 3 月 26 日下降 170 万桶，比过去五年同期高 2%。

**未来表现取决于供给端，预计油价震荡抬升。**基本面来看，2020Q4 疫情反复，OPEC+减产下市场维持弱平衡，2020 年 Brent 原油均价 43 美金/桶。2021 年 OPEC+

原油定价权提升，供给端限产致全球原油供需紧平衡推升油价，美国页岩油企业短期内倾向于分红而不是大规模提升资本开支，欧美疫情出现缓和且逐步进入夏季需求旺季，但印度疫情恶化或在短期拖累油价，预计 2021 年中枢 60 美金/桶~65 美金/桶。

## 2、行业中长期与短期逻辑：

### 1) 石化周期：

与上轮石化产能投放周期对比，2009-2011 年间是全球乙烯投产的高峰期，主要是来自于中国和中东的产能，三年总计新增乙烯产能超 2200 万吨；随后 2012-2015 年间新增产能明显放缓，19 年前新增产能仍紧张。上一轮由于中东低成本的石化产能扩张，加上中国的需求增速放缓；当时中东的配额制乙烷成本极低，后由于没有新增配额，中东的石化产能放缓，即使新增也是以石脑油为主。

1) 美国的产能规划大多是在 2011-2013 年间规划，预计在 2017-2018 年间投产。但美国的石化产品有预销售，预计现货产品冲击较少。同时中国对于聚乙烯、聚丙烯的进口关税较高，对中国市场的影响较小。

2) 石化产品需求的体量增加，中国的新增石化产能预计在 2019 年以后影响市场，油品方面有望通过出口来平衡国内市场。

3) 石化产品的需求弹性是长期弹性大于短期弹性，在低油价背景下，需求的恢复相对滞后。同时国内的石化产品的需求消费属性有望增强。

**虽然石油化工短期价格波动性加大，但仍建议关注长期盈利的持续性。**由于过去五年石油化工行业新增资本开支增速的下降，导致了新增产能供给有限，而同时下游需求的消费属性增强，盈利持续改善。但随着 2019 年以来炼化产能的投产，部分化工品可以实现进口替代，甚至部分产品出现阶段性过剩，石油化工产品盈利可能会下一台阶。投资主线仍然是具备明显低成本优势等竞争力、资产负债表健康、行业低谷抗压能力强的龙头企业。

### 2) 中国引领 PTA 的生产成本不断降低：

根据 PTA 的生产成本构成，除主要原材料 PX 外，其余的成本为公用工程（蒸汽、水、电）、醋酸、催化剂、折旧、财务及运输成本等，其中占主要部分的是折旧和公用工程，因此 PTA 的生产成本与规模效应直接相关。我们以中等规模的 PTA 生产成本进行分析，加工费约为 550~600 元/吨。

与国际公司相比的竞争力优势。主要体现在 Capex 和 Opex。Capex 方面，我国新建 220 万吨/年 PTA 装置仅需要 30 亿元人民币左右，而参考 JBF 公司在印度 Mangalore 新建 125 万吨/年的 PTA 生产装置，总投资约在 7.5 亿美元，我国单吨 PTA 的投资成本大大下降。从 Opex 的角度，更多的是在运输、销售费用、能耗、物耗的节省。同时，我国的醋酸配套能力也有很大的优势。中国的 PTA 和涤纶长丝占据了全球约 60% 的产能，加上行业龙头集中与产业链配套齐全，对应的边际成本远

低于国外同行。我们初步估计海外对于 PTA 的加工成本在 1000 元/吨以上，且海外装置相对老化，未来生产的不稳定因素增加，成本仍将提升。

随着龙头走向集中，预计未来行业变化 1、PX 及 PTA 的商品量减少，企业自用的比例增加。没有配套下游聚酯涤纶，或没有原料 PX 配套的非一体化产业链面临较大的竞争压力或将退出。2、面临新增 PTA 产能 2020 年投产的压力，以边际成本角度，即使行业出现阶段性过剩，价差压缩 600 元吨左右，其他小工厂亏损，但行业龙头能享受到 50~100 元/吨的利润。产业链的盈利稳定性增强。3、或面向海外更大的出口市场。中国国内占据了超过全球 50%以上的 PTA 产能，且装置规模、先进性均遥遥领先。随着国内 PX 的配套逐步完善，未来 PTA-涤纶长丝产品有望扩张至海外市场。

### 3) 民营炼化一体化、轻烃综合利用和现代煤化工项目具备全球竞争力

中国新建的石化项目具有投资成本低，靠近消费腹地优势。我国的资源禀赋原因，对于原油的进口依赖度在逐渐提升。我国的石化行业也形成了国企主导，民企逐渐崛起，同时形成了石油化工、煤化工等多产业链、多元化发展的形态。对比美国，随着近年来我国的建设效率提高，同等规模新建石化产能的资本开支不到美国的一半，抵消了原料方面的劣势。同时，我国的石化产品位于消费腹地，如乙烯以当量计算的自给率不到 50%；而对比 PTA-涤纶长丝产业链，未来石化行业在全球的竞争力有望全面提升。同时，国内石化原料主体多元化，形成网状产业链，下游精细化工发展潜力空间大。

民营大炼化的炼化一体化项目，以模块化形式，对国内外的先进技术进行规模化整合及产能放大，加上中国国内配套强、生产效率高，在 Capex 及 Opex 方面具有明显优势。新建炼厂多配置加氢裂化，催化重整等装置，可以增加对于化工品比例的产出，且炼化一体化后，可以对氢气、轻烃、芳烃等产品进行物料平衡优化，降低成本的同时也提升了产品的附加值。

轻烃综合利用项目。以丙烷脱氢 (PDH) 装置为例，由于我国的工程化能力、建设成本、操作成本等优势，我国的 PDH 在全球具有很强的竞争力，产能占比已经超过全球的 50%以上。我们认为外购乙烷进行深加工的模式有望复制。美国 NGL 原料长期过剩，中国外购乙烷在国内进行深加工，投资成本低，原料相对于石脑油具有明显的价格优势。

现代煤化工项目。通过多年的技术积累以及实践应用，目前我国煤经甲醇制烯烃装置具备环保装置过关、技术成熟度高、成本竞争力强的特点，同时满足国家能源安全以及西部开发政策，是国家近年来鼓励的现代煤化工路线，已从工业化示范快速实现商业化发展。后期随着关键设备及工艺技术国产化率的提升，以及工程化成熟度的提升，装置投资成本仍存在一定的下降空间。

**目前被动补库存与主动补库存同时存在。**自 2020 年 4 月份油价跌至最低点以来，国内的炼油开工率与原油进口量快速提高。2020 年 1-12 月中国的炼厂原油加工量

同比提升 3.4%，累计原油加工量达到 6.78 亿吨，其中 11 月原油加工量 6000 万吨，为年内最高。国营和地方炼厂充分利用 2020Q2 低油价的机会，6 月份国内原油进口量同比增长 34.4%，创下 5318 万吨的新高，环比 5 月增加 11%；三季度原油进口量为 1.47 亿吨，环比上涨 4%；四季度原油进口量为 1.26 亿吨，环比减少 14%，仍然维持高位。2021 年 4 月进口原油 4036 万吨，环比下跌 18.7%，较 2020 年 12 月增长 4.9%。炼化开工率高，市场供应增加，叠加下游资金驱动的抄底行为，被动补库存与主动补库存的行为同时存在。

**石化产品库存量仍然居高，但整体维持去库存趋势。**石化大宗主要包括聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯、乙二醇、甲醇、PX、PTA 等商品。固体产品容易存储，库存压力相对较小，液体产品的库存压力较大。根据隆众资讯数据，至 5 月 27 日当周，华东主港乙二醇库存约 49.0 万吨，全国苯乙烯工厂库存 11.9 万吨，甲醇国内港口总库存 64.3 万吨，继续维持去库存趋势。

**我们认为未来海外石化产品的供需影响较大。**二季度由于海外的石化供需较弱，国外炼化开工率较低，尤其是乙烯、丙烯等对于国内的冲击较少；但与此同时，国内 PTA 和涤纶长丝对应下游的纺织产品出口需求较弱。目前仍然处于需求的淡季，四季度大概率海外需求好转。届时，海外进口石化产品的冲击减少，同时对于终端出口依存度较高的化纤产品有望出现大幅改善。

**在国内炼厂的原油加工创新高的同时，海外的石化项目投产进度推迟。**国内民营大炼化长期竞争力强，业绩兑现程度高。2020 年一季度，大炼化通过成长性及库存管理能力保持高盈利；二季度大炼化的下游产品优化，原油采购的优惠折扣保持盈利扩大；三季度可以加工前期低价油和乙烯价差扩大。长期而言，中低油价下、国内炼化的竞争力提升；海外新增产能放缓，国内石化产品在全球的市场份额提升。

### 3、行业评级与重点公司推荐:

**大炼化成本受益，竞争力增强。**油价低位反弹，缓慢上涨趋势会为炼厂持续带来库存收益，长期而言相对于煤化工、页岩气化工而言，大炼化的成本优势将会进一步突出。我们认为大炼化对应的下游合约货占比多，原料成本转化能力强；同时，近期成品油、烯烃、芳烃等对应原油的价差明显扩大。由于石化的下游企业更看重供货的持续性与稳定性，因此规模越大的企业对应的客户粘性越强。石化大宗产业链价格仍在底部，虽然未来或将竞争加剧，但拥有低成本一体化综合竞争力的大炼化产业链将会突出。

**看好丙烯-聚丙烯产业链。**丙烯仍有大约 30% 的供应来自于炼油厂催化裂化 FCC 装置，炼厂开工率下降或致未来供应紧张。丙烯下游需求稳定，目前全球需求超过 1 亿吨/年，年新增需求量或在 500 万吨以上，由于新建炼油产能的对应 FCC 装置减少，以及裂解乙烯原料的轻质化对应丙烯收率的降低，PDH 开工难度较大，未来丙烯或仍将有供应的缺口。

**油服产业链有望随油价反弹。**预计中国海油集团“七年行动计划”持续推进，虽然在国际油价暴跌的影响下，中海油 2021 年资本开支计划至 900-1000 亿人民币，预计中枢较去年上行 150 亿元。我们认为 1) 油价在当前底部区域难以持续，后续将随着需求修复回升；2) 中海油桶油主要成本连续 6 年下滑，维持在 30 美元/桶油当量以下，本轮御低油价冲击的能力更大；3) 油气增储上产是国家能源保障的长期战略，预计 2020 年油价中枢下跌对中海油在国外资本支出的影响更大，国内油服工作量仍有一定保障。

**推荐：**1) 从竞争力、中长期成本受益、产能投放一体化的角度，重点推荐民营大炼化恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、桐昆股份，以及国内煤化工龙头宝丰能源。2) 炼油开工率下降，丙烯产业链或将受益角度，推荐卫星石化及相关丙烯-聚丙烯的生产标的。3) 如未来油价存反弹机会，建议关注：中国石油、广汇能源、中海油服、海油工程、新奥股份等。

(联系人：谢建斌)

## 煤炭：观察保供落地情况，观望情绪升温

### 1、重点公司推荐：

中国神华、兖州煤业、山西焦煤、淮北矿业

### 2、主要逻辑和理由：

观察保供落地情况，观望情绪升温；供需持续偏紧，产地主焦煤价格环比持平。

(联系人：孟祥文)

## 电力：碳中和背景下清洁能源运营空间广阔，电力大数据助力环境治理

### 1、重点公司推荐：

长江电力、华能国际、晶科科技、联美控股、华能水电、华润电力

### 2、主要逻辑和理由：

关注十四五规划、碳中和目标对新能源发电运营的影响，传统能源提供投资新能源的资金支持，关注风电光伏运营商及转型标的。

(联系人：刘晓宁、王璐)

## 新能源光伏：风电光伏推动能源结构转型，新能源车助力消费侧减碳

### 1、重点公司推荐：



宁德时代, 亿纬锂能, 杉杉股份, 蔚蓝锂芯, 隆基股份, 通威股份, 天合光能, 福斯特, 日月股份

## 2、主要逻辑和理由:

碳中和提升风电光伏装机预期, 新能源汽车全球电动化趋势加速。

(联系人: 张雷)

## 4、消费品

### 农业: Q1 基金持仓环比小幅提升, 成长性龙头获明显增配

#### 1、重点公司推荐:

科前生物、生物股份、海大集团、牧原股份、圣农发展、中宠股份

#### 2、主要逻辑和理由:

猪价急跌行业景气回落, 继续核心关注成本有效管控和出栏快速增长的龙头企业; 关注投苗旺季来临水产料景气提升; 在养殖产能恢复与规模化企业产能快速扩张的需求推动下, 疫苗销售量有望继续维持高增长态势, 建议关注动保后周期景气继续兑现。

(联系人: 赵金厚)

### 食品饮料: 季报陆续披露催化行情 进入基本面验证期

#### 1、重点公司推荐:

山西汾酒、五粮液、贵州茅台、泸州老窖; 伊利股份、华润啤酒、绝味食品

#### 2、主要逻辑和理由:

年报与季报披露完毕, 白酒板块进入淡季, 主要关注价格表现和渠道质量, 结合季报总结, 高端酒仍然是长期景气度及确定性最强的赛道, 二线品种阶段性具备弹性, 但长期空间和确定性不如一线。21 年建议降低整体预期收益率, 赚中长期业绩增长的钱。大众品一季度迎来恢复性增长, 但二季度面临高基数和高估值, 建议重视企业全年业绩增速和长期成长空间, 淡化季度波动, 看好方向: 1、格局清晰, 仍有稳定成长空间的白马公司; 2、成长性突出的细分品类龙头。

(联系人: 吕昌、周缘)

### 医药: 医药跌幅居前, 建议关注海外局部疫情恶化和国内集采影响

#### 1、重点公司推荐:

长春高新、迈瑞医疗、司太立、恒瑞医药

## 2、主要逻辑和理由：

近期集采仍是市场的关注重点（这其中包括广东联盟集采、第五批国家药品带量采购和第二批高值耗材全国集采）。我们认为，一般化药仿制药（特别是口服剂型）的集采难掀市场情绪的波澜，而化药注射剂和高值耗材的竞争格局普遍优于一般口服化药，生长激素等生物药的商业化逻辑也和一般口服化药差别较大。我们建议理性看待集采影响，修正部分负面预期的同时，尤其关注持续创新研发、产品丰富且有梯度，尤其是在包括生产、销售和终端各方面综合能力突出的龙头公司以集采为抓手，完成进口替代和份额提升。

（联系人：赵金厚）

## 5、制造业

### 机械设备：高功率持续高景气，21 年业绩确定性增强

#### 1、重点公司推荐：

恒立液压、先导智能、柏楚电子

#### 2、主要逻辑和理由：

压制中游制造的成本因素边际上得到缓解，与此同时，部分强势工业品在 5 月上旬已经相继发布调价通知，而之前由于供需关系较为稳定的集装箱行业则一直维持高位价格。此次原材料端的边际改善有望带动中游行业估值修复，头部企业可能出现毛利率环比企稳或者扩张。

（联系人：韩强）

### 国防军工：供需共振推动盈利提升，军工进入长期成长赛道

#### 1、重点公司推荐：

中航沈飞、中航光电、中航高科

#### 2、主要逻辑和理由：

近期已进入百年庆典的关键时期，预计将有更多重要成果向社会公布，将对板块情绪产生积极作用；军工行业十四五前期订单预计快速执行，牵引航空等重点标的业绩持续高增长；且估值配置也处于历史地位，且板块估值也将稳中有升，坚定看好军工行业十四五投资价值。

（联系人：韩强）

## 轻工造纸：家居长期看好头部企业份额提升；造纸：箱瓦纸终端提价

### 1、重点公司推荐：

家居消费：志邦家居、敏华控股、顾家家居；

造纸包装：太阳纸业、博汇纸业、山鹰国际；

### 2、主要逻辑和理由：

家居消费：预计 2021 年竣工双位数增长，行业集中度持续提升，家居企业接单高增，龙头定制通过渠道、产品革新提升份额。软体成品家居双寡头格局稳定。

造纸包装：箱板瓦楞纸进入旺季持续多轮提价，浆纸系纸企通过停机限产等动作缓解淡季价格下跌压力。金属包装下游罐化率提升+竞争格局改善，盈利能力显著修复。

(联系人：周海晨、屠亦婷)

## 家电：4 月空调出货端产销增速有所回落，冰洗厨电销售增速转负

### 1、行业评级与重点公司推荐：

行业评级：看好

公司推荐：格力电器、海尔智家、美的集团、JS 环球生活、三花智控

### 2、主要逻辑和理由：

#### 1) 行业长期与短期逻辑：

##### 长期逻辑：

**空调一户多机配置属性拉动每百户保有量提升，仍有翻倍空间。**中长期来看与日本家庭每百户空调保有量 292 台相比，2019 年中国农村和城镇的每百户空调保有量分别只有 71 台和 148 台，分别只相当于日本 1983 年和 1993 年的保有量水平，我们假设城镇空调每百户保有量对标日本、农村空调保有量对标当前城镇，中长期看我国城镇和农村空调保有量分别具有 97%和 108%的提升空间；按城镇化率加权计算，我国空调每百户保有量还有 100%上涨空间。

**冰洗以更新需求为主，产品结构升级提升均价、龙头公司市场集中度不断提高。**在更新换代为主的需求拉动下，冰洗行业主要由产品结构升级带动均价提升；2009 年-2020 年间，变频冰箱零售量份额由 6.07%增加到 71.08%，复合增速达 25.06%；冰箱整体均价从 2788 元/台提升到 4740 元/台，涨幅达 70.04%。2009 年-2020 年

间，**滚筒洗衣机**零售量份额从 19.66%提升至 58.74%，复合增速达 10.46%；洗衣机整体均价也从 1901 元/台提升至 3504 元，涨幅达 84.35%。

**厨房小电短期景气度有所回落，清洁电器延续增长势头。**根据淘宝网数据，以厨房小家电为例，截至 2021 年 4 月，厨房小电整体实现销量 15.90 万台，同比下滑 14.92%，实现销额 35.83 亿元，同比下滑 25.78%；其中，养生壶累计零售量/额增速分别高达 88%和 4%。以环境家居小家电为例，截至 2021 年 4 月吸尘器和扫地机器人累计销额增速分别达 2.12%和 88.70%。

#### 短期逻辑：

**空调出货端：空调产销增速回落，外销市场同比增速回正。**根据产业在线披露数据，2021 年 4 月空调行业实现产量 1596 万台，同比增长 9.9%；销量 1528 万台，同比增长 6.5%，其中内销 760 万台，同比增长 7.1%，出口 768 万台，同比增长 5.9%。产量方面，行业整体同比增速有所回落，主要原因系需求端低迷影响企业排产计划。内销方面，受到居民对大家电整体消费意愿不强以及终端价格上涨抑制部分刚需的共同影响，空调单月内销量同比回落至个位数增长。外销方面 4 月出口销量增速转正，已连续两月实现 700 万台以上的出口量，从绝对值来看处较高的水平。**重点公司方面**，根据产业在线数据，2021 年 4 月份美的、海尔、格力、奥克斯的内销同比分别变化+4.0%、+41.7%、+10.8%和-27.5%；美的、格力、奥克斯、海尔外销同比分别增长 1.8%、7.1%、2.9%和 16.7%。

**空调零售端：4 月双线零售量额均同比下滑，市场均价延续上涨趋势。**根据中怡康线下数据，4 月份空调线下零售量/额分别同比下滑 32.46%/25.45%；根据天猫数据显示，4 月份空调线上零售量/额分别同比下滑 15.00%/2.07%。**价格方面**，4 月线下终端零售均价同比上涨 10.61%，线上行业零售均价同比提升 15.21%，均保持双位数增长趋势。根据产业在线，截至 2020 年 11 月底，空调库存累计 4370 万台，其中渠道库存约 2720 万台，工业库存约 1650 万台。渠道库存环比减少 5.9%，绝对值低于 15 年至今的中枢水平（2959 万台），渠道库存销量比 34%，仍低于 15 年至今的均值水平 40%，整体风险相对可控。

**冰洗和厨小零售端：4 月冰洗线下景气度回落，烟灶线下销量额增速转负。**根据中怡康数据，冰箱 4 月线下零售量/额分别同比下滑 21.77%和 9.75%，洗衣机线下零售量/额同比下滑 13.00%/8.45%，冰洗量额增速均由正转负。分品牌看，1) 冰箱：海尔零售量同比下滑 17.61%，零售额同比下滑 4.51%，零售量市占率同比提升 2.40 个 pcts 至 36.09%，零售额市占率同比提升 2.96 个 pcts 至 41.36%；美的零售量同比下滑 23.72%，零售额同比下滑 18.89%，零售量市占率同比下滑 0.38 个 pcts 达 12.98%，零售额市占率同比回落 1.35 个 pcts 达 11.11%；2) 洗衣机：海尔零售额/量分别同比下滑 3.99%和 11.79%，零售额市占率同比提升 3.84 个 pcts 至 42.80%，零售量市占率同比提升 1.56 个 pcts 至 37.96%；美的系（美的+小天鹅）零售额市占率同比回落 2.39 个 pcts 达 23.46%，零售量市占率同比微增 0.06 个 pcts 至 26.55%。

**厨电方面,烟灶线下零售景气度回落,厨房小电销量降幅有所收窄。**根据中怡康数据,4月份油烟机线下零售量和零售额分别同比下滑9.9%和2.0%,燃气灶零售量和零售额分别同比下滑13.4%和5.6%,两大品类量额增速均由正转负。根据淘宝网数据,2021年4月厨房小家电分别实现销售量和销售额为546.45万台和7.88亿元,分别同比下滑7.96%和46.94%。

## 2) 重点公司推荐理由:

**推荐渠道变革+股权激励保驾护航的白电龙头格力电器。**2021年4月15日,公司发布2020年业绩快报及2021年一季度业绩预告,预计2020年实现营业总收入1705亿元,同比下降15.0%;归母净利润221.8亿元,同比下降10.2%。其中Q4实现收入430.3亿元,同比下滑2%,归母净利润84.76亿元,同比增长229%,主要是2019Q4双十一大促影响利润表现,如以2018Q4为基数,则2020Q4业绩同比增长67%,Q4净利率达19%创历史新高,业绩表现超市场预期。公司2021Q1预计实现营收320-365亿元,同比增长53-75%,较19Q1下滑11-22%;归母净利润32.1-38亿元,同比提升106-144%,较2019Q1下滑33-43%,一季度收入表现基本符合预期,净利润略低于预期。

**新零售变革加快,库存出清+股权激励落地,长期经营拐点已现。**根据产业在线数据,2021年1-2月空调内外销累计分别同比增长51%/45%,较2019年同期内销下滑20%,出口增长13%,累计绝对值已回到2018年水平。公司1-2月内销累计同比增长36.5%,较2019年同期下滑28.6%。根据奥维数据,2021年1-3月空调零售量同比增长60%,较2019年同期增长2%,其中公司空调2021Q1全渠道零售量同比大幅增长127%,较2019年同期增长10%。公司从去年Q2开始在全国加快推广新零售模式,对外渠道扁平化推动代理商转型,对内加快数字化建设推动“董明珠的店”上线对接终端经销商,提效降本提升市场竞争力。从终端零售份额来看,截至2021年3月线上格力空调零售额市占率提升至33%,同比去年同期提升7.6个pcts,较2019年提升16.2个pcts;线下零售额市占率保持在33.5%,同比去年提升1.2个pcts,较2019年仍有小幅下滑3.4个pcts。

**四季度单季净利率19%创历史新高,股权激励落地未来可期。**公司去年Q4单季度净利率19%,同比19Q4大幅提升13.3个pcts。四季度公司通常由于兑现年终返利,大幅冲销销售费用,增厚单季归母净利润,此外线上销售大幅增长,预计渠道结构改变同样提升公司盈利水平;2021Q1单季净利率10%,同比提升2.3个pcts,考虑原材料价格大幅上涨,公司提价相对较为克制,毛利率预计仍然承压,凭借对期间费用率的良好管控,公司实现业绩回升。公司此前完成第一期回购60亿元,回购均价55.36元,第二期回购完成44.2亿元,回购均价59.33元,第二期完成进展超预期,我们预计公司股权激励落地可期。

考虑到空调渠道库存由去转补、地产竣工、存量更新支撑销量同比回升,新能效机型+原材料涨价推动价格大幅提升,格力加快销售渠道和内部管理变革,终端市场



份额企稳回升，未来增长可期。我们上调公司 2020-2022 年归母净利润预测为 222/265/305 亿元（前值为 190/240/279 亿元），分别上调 17%/10%/9%，分别同比变动-10%/20%/15%，对应 21-22 年估值分别仅 14 倍、12 倍，维持“买入”投资评级。

**推荐高端品牌引领的家电全球化领军者海尔智家。**公司 2020 年实现营收 2097 亿，同比增长 4%，其中 Q4 营收 553 亿，增长 10%，剔除卡奥斯三季度未出表影响，按可比同口径计算 2020 年营收增长 8%，Q4 增长 20%，超出我们此前预期，公司主营家电业务营收持续复苏；利润方面，全年实现净利润 113 亿，同比下降 8%，主要因 2019 年物流业务出表产生的一次性投资收益影响，归母净利润 89 亿，同比增长 8%，其中 Q4 实现归母净利润 26 亿元，创历年同期新高，同比增长 334%，基本符合预期，公司持续兑现盈利能力改善逻辑。

**多品类全面开花，海内外齐头并进共发展。**分区域（1）国内家电业务实现营收 989 亿，同比增长 7%，其中下半年增长 19%，主要得益于传统品类的份额提升、电商及高端品牌卡萨帝的快速增长，公司电商整体零售额增长 39%至 522 亿，高端品牌卡萨帝全年实现收入 87 亿，同比增长 17%，其中 Q4 增长 35%，环比 Q3 增长 22%，卡萨帝增速进一步提升，并持续在高端市场获得市占率第一。（2）海外板块实现营收 1006 亿，增长 8%，其中下半年增长 16%，核心市场如北美地区销售增长 10%，达到 637 亿，市场份额提升 1.4pcts，而同期美国家电市场增长仅 5%，欧洲区营收增长 9%至 165 亿，同期欧洲大家电增长仅 4%，其他如澳新市场增长 12%至 60 亿，东南亚增长 11%至 41 亿，日本增长 11%至 36 亿，公司海外主要地区营收均取得了超于当地行业平均增速水平。

**治理改善初见成效，盈利能力持续提升。**盈利能力方面，公司 2020 年实现毛利率 29.68%，同比下降 0.15pct，主要因上半年疫情影响导致毛利率下降 1.03pcts，随着下半年收入规模快速增长、卡萨帝收入占比持续提升以及海外市场产品结构优化等因素，下半年公司毛利率在原材料上涨的压力下逆势提升 0.46pct。销售及管理费用率合计下降 0.98pct，最终带来公司 Q4 销售净利率 5.97%，录得近 6 年来同期最好水平，同比提升 3.91pcts，持续兑现“公司治理改善后，提质、降本、增效、控费等多举措提升净利率”的逻辑。

考虑海尔电器少数股东权益并表及公司盈利能力持续修复，我们上调公司 2021-2022 年盈利预测分别为 129.8 亿/150.14 亿，同比增长 46.2%/15.7%，较前值（95.59 亿/105.54 亿）分别上调 35.8%/42.3%，新增 2023 年盈利预测 172.44 亿，同比增长 14.9%，对应当前动态市盈率分别为 22 倍、19 倍、16 倍，我们持续看好公司高端化、国际化的发展之路，以及企业治理改善后的盈利向上弹性，维持“买入”评级。

**推荐份额持续提升、业绩增长稳健的全品类家电航母：美的集团**，公司前三季度共实现营收 2168 亿元，同比下滑 2%，实现归母净利润 220 亿元，同比增长 3%，相较于上半年收入降幅显著收窄，利润增速由负转正。其中 Q3 单季度营收 777 亿，同比增长 16%，归母净利润 81 亿，同比增长 32%，扣非后增长 18%，归母净利润扣非前后增速差异主要由公司持有的小米集团股票增值所致，三季度收入及利润增速相较于二季度（营收+3%，归母净利润+1%）环比显著改善。

**知过往：卓越的机制、文化和高效执行力是美的集团的核心优势。**我们重新复盘公司发展历程发现，1) 围绕事业部赛马制的组织变革为公司保持经营活力持续输送人才，2014 年以来推出股权激励、限制性股票激励、事业合伙人、全球合伙人乃至子公司员工持股计划，推动职业经理人向事业合伙人转变；2) 家电制造业标准品规模经济显著，公司凭借制造端上游一体化和渠道端下游分销网络的建立，形成基于规模领先的低成本优势是行业双寡头格局形成的关键。美的过往从业务员、大户批发商、区域营销中心、电商直营到网批直供，每一轮渠道变革效率升级都印证公司的高效执行力；3) 多元扩张推动公司持续成长。美的一路从小家电掘金做到空调、冰箱、洗衣机行业前二，持续的产品延伸能力、渠道资源协同和全球经营能力推动大象起舞。

**看现在：产品领先+效率驱动，静水流深扩大竞争优势。**公司自 2014 年成立中央研究院以来，2015-2019 年 5 年研发投入累计超过 400 亿元，推动公司从以往打款压货、层层分销的传统模式向 T+3 以销定产、渠道扁平化快周转的数字化转型，打造全价值链低成本优势：1) 以快打慢的市场反应速度，低库存为美的带来基于成本变化的快速反应优势，线下市场份额赶超格力；2) 安得物流推动全渠道库存共享，销售公司和代理商转型带来渠道效率升级，去掉中间层级加价后、线上促销降维打击奥克斯；3) 业绩表现韧性强，美的 2019 年初率先降价以来，空调分部营业利润率不降反增，从 2018 年的 9%提升到 9.9%，家用空调单台盈利 275 元，进一步缩窄跟格力之间的差距。

**展未来：科技转型+全球经营，再造新美的。**公司 2017 年收购库卡业务以来，受下游汽车行业不景气和中美贸易摩擦影响，工业机器人板块表现不佳，不过行业自 2019Q4 以来销量回暖趋势明显，目前国内汽车工业及一般工业机器人密度相比发达国家仍有较大差距，人口老龄化+劳动成本提升驱动机器换人行业空间依旧广阔。家电业务未来更多增长空间来自份额提升、品类延伸和全球扩张带来的增量贡献，东芝家电经历 2018-2019 年调整扭亏为盈，小天鹅吸收合并后，我们看好公司各品类资源协同、海外市场扩张再造新美的。

维持公司 2020-2022 年盈利预测，预计可实现归母净利润为 251/285/329 亿元，分别同比增长 3.8%/13.5%/15.3%，对应 EPS 3.58/4.06/4.69 元/股，对应 PE22 倍、19 倍和 17 倍，公司深化渠道转型，缩减线下渠道层级，大幅提升渠道效率，未来将在智能化和数字化转型道路上不断前行，维持“买入”评级。

**推荐全球创新小家电领军者 JS 环球生活。**JS 环球生活 20H2 业绩超预期，SharkNinja 表现靓丽。1) JS 环球 2020 年实现收入 42 亿美元，同比增长 39%，其中 20H1/20H2 分别增长 23%/51%，下半年收入增幅超市场预期。分品牌来看，SharkNinja 分部实现收入 27 亿美元，同比增长 57%，其中 20H1/20H2 分别增长 34%/72%。海外疫情爆发、公司新品成功推出、北美及欧洲市场分别增长 52%和 104%，共同推动收入增长迎来高光表现。2) JS 环球生活 2020 年实现净利润（包含少数股东损益）4 亿美元，超出此前快报预期的 3.85 亿美元，同比增长 372%，对应 20H2 净利润（包含少数股东损益）2.96 亿美元，其中九阳股份 20H2 净利润 4.99 亿元人民币，对应 SharkNinja 20H2 净利润 2.95 亿美元，远高于上半年 4700 万美元。3) 从净利率来看，SharkNinja 全年净利率 9.5%，其中 20H2 净利率大幅提升至 12%，环比 20H1 净利率 5.3%大幅提升 6.7 个 pcts，主要是 SharkNinja 下半年毛利率同比提升 3.6 个 pcts 至 43.9%（下半年无关税退还），同时期间费用率方面，下半年终端销售旺盛，带动销售费用率下降 1.2 个 pcts，管理费用率大幅下降 5.3 个 pcts，共同推动盈利端表现超预期。4) 公司决议每股派息 0.2661 港币，对应分红率 35%。

**九阳四季度毛利率逆势提升，股权激励锁定长期增长目标。**1) 九阳关联交易出口完成 7.4 亿元，其中四季度完成 3.5 亿元，扣除后预计内销四季度同比增长 23%，环比 Q3 的 13%增长进一步加快。公司预计 2021 年出口销售 168 百万美元（折算人民币 11 亿元+47%），采购金额 2.5 亿元（相较去年采购金额 1.44 亿元+74%）。2) 盈利方面来看，剔除外销业务影响，九阳四季度内销毛利率同比提升 1.6 个 pcts，侧面印证公司线下销售恢复较好，经营重回产品价值登高路线；去年 Shark 中国区销售完成 2.34 亿元，同比增长 118%，我们认为九阳正在从品类驱动迈向多品牌驱动的重要转折点，九阳/Shark/独奏/IP 联名共同发力，四季度销售费用率大幅增加 2.42 个 pcts，管理和研发费用率下降 1.24 个 pcts，符合阶段性发展战略需要。3) 九阳拟实施 2021 年股权激励计划，业绩考核目标：2021-2023 年主营业务收入分别以 2020 年为基数，增长不低于 15%、33%和 56%，对应每年增长目标为 15%、16%和 17%，同时 2021-2023 年净利润分别以 2020 年为基数，增长不低于 5%、16%和 33%，对应每年增长目标为 5%、10%和 15%。考虑到 2020 年土地收储增厚净利润 1.3 亿元，我们认为 2021 年业绩解锁条件并不低。

**JS 环球生活增持上海力鸿，维持“买入”投资评级。**JS 环球生活拟以现金 11.5561 亿元的价格增持上海力鸿 16.247%股份，收购完成后 JS 环球生活持股九阳股份比例增加 8.14%至 66.63%。从利益机制理顺角度来看，我们认为此次增持有利于 JS 环球生活和九阳股份双方日后关联交易、协同效应的更好发挥。我们预计 ShagrNinja 2021 年整体收入仍有望同比增长 22%达 34 亿美元，上调 JS 环球生活 2021-2022 年收入预测为 50.24/58.47 亿美元（前值 50.00/57.30 亿美元），新增 2023 年收入预测为 66.21 亿美元，上调 JS 环球生活 2021-2022 年归母净利润预测为 4.42/5.14 亿美元（前值 3.96/4.55 亿美元），新增 2023 年预测为 5.84 亿美元，分别同比增长 28%/16%/14%，对应公司估值 26/22/19 倍，维持“买入”投资评级。

**推荐汽零业务加速的商用制冷龙头三花智控。**公司发布 2020 年年报，全年实现营收 121 亿，同比增长 7%，实现归母净利润 14.6 亿，同比增长 3%；其中 Q4 单季度实现营收 35 亿，同比提升 32%，实现归母净利润 3.7 亿，同比增长 1%。Q4 收入增速超预期，主要受益于汽零业务订单的快速放量，净利润增速略低于预期，四季度毛利率稳定，同比 2019Q4 略升 0.2pct，利润不达预期主要因 2020Q4 人民币升值导致汇兑损失增加，财务费用同比增加 6600 万，另外银行理财产品浮动损益，相较于 2019Q4 合计减少 8000 万。公司同期公告分红 8.95 亿，加上年中分红全年总分红 12.53 亿，分红率 86%，远高于历史分红率。公司预告 2021Q1 实现归母净利润 3.2-3.8 亿，同比增长 50-80%，同比 19Q1 增长 23%-47%，超市场预期，我们测算预计 Q1 汽零收入实现翻倍增长，主要得益于新能源车热管理零部件业务快速放量。

**制冷业务稳健，汽零贡献弹性。**分品类来看，公司旗下两大业务板块，其中制冷业务全年营收 96 亿，同比持平，相比较于行业总销量下滑 6%的水平，公司传统制冷业务未下滑实属难能可贵，主要得益于公司在传统制冷配件产品的市场份额提升以及空调能效标准升级背景下公司与变频空调配套的电子膨胀阀等高技术壁垒产品逆势增长。公司产品结构持续优化，最终带来制冷空调电器零部件业务毛利率 29.8%，同比提升 0.4pct。此外公司对亚威科业务进行管理整合，通过国产化以及研发中心内迁，2020 年已实现扭亏为盈。

**整体盈利能力依旧稳健，长期看汽零净利率有望维持 15%。**公司全年实现毛利率 29.8%，同比微升 0.2pct，因股权激励使管理费用提升 0.6pct，汇兑损失使财务费用提升 1.1pcts，最终净利率下滑 0.5pct 至 12.2%，整体盈利能力稳健。市场对汽零业务盈利能力存在一定担忧，我们认为公司为进一步提升单车价值量，将产品线从高附加值阀泵类产品向低附加值换热器、系统集成类产品发展，符合行业向系统集成发展的大趋势；2020 年研发人员增加 297 人，费用短期快速增加最终使汽零净利率同比下降 4.3pcts 至 13.4%，费用率将随汽零收入快速增长而边际递减，长期来看汽零净利率有望企稳维持在 15%左右。

基于对新能源车热管理零部件业务的乐观预期，我们上调公司 2021-2022 年盈利预测，调整后归母净利润为 21.3 亿和 27.0 亿，分别较前值（19.5 亿和 23 亿）上调 9%和 17%，新增 2023 年盈利预测 32.2 亿，分别同比增长 46%、27%和 20%，对应动态市盈率为 36 倍、28 倍和 24 倍，考虑到公司制冷业务有望受益于空调行业进入量价齐升新周期，汽零业务持续放量，将公司由增持上调至买入评级。

### 3、近期或下月关注的主要问题：

#### (1) 美的也要进军新能源车？实为旗下汽车部件公司将发新品



5月17日，美的集团在其官方公众号发文《美的新能源汽车新品发布》，宣布将发布新能源车相关新品，并配有一张若隐若现的汽车海报。外界猜测，家电大厂美的或许也要造车了？

事实并非如此。该新品实际上由美的威灵汽车部件公司发布，该公司产品主要有三类：辅助/自动驾驶系统部件、热管理系统部件、电机驱动系统部件，为新能源车提供核心部件和系统解决方案。

美的集团在去年底将业务架构调整为五大业务板块：智能家居事业群、机电事业群、暖通与楼宇事业部、机器人与自动化事业部和数字化创新业务。其中，机电事业群下又分为家电部件板块、汽车部件板块、工控部件板块、3C部件板块。

威灵汽车部件公司负责汽车部件业务。该公司成立于2018年，有五大研发中心，安徽合肥研发中心与广东顺德研发中心产品技术方向均为电机、电控、压缩机；上海与英国谢菲尔德研发中心产品技术方向为电机、电控；日本大阪研发中心为压缩机。

此前在制冷展和AWE(家博会)等展会上，美的机电事业群已经展出了汽车模型。具体来看，威灵汽车部件公司的产品包括电子助力转向电机、电子水泵、驱动电机等，可应用于电动车(包括乘用车、公交车等)。

(资料来源：中国家电网)

## (2) 新品破壁机上市 九阳引领破壁行业进入“不用手洗”时代

伴随消费者对品质生活的需求越来越高，对于家中电器的要求也越来越高，破壁机因为其一机多能的优点被很多消费者所青睐。受去年疫情期间“下厨热”影响，破壁机在2020年快速发展，但是行业存在的清洗痛点也越发凸显。5月10日，九阳联合京东发布了全新一代九阳不用手洗破壁机Y536，这款产品彻底解放双手，引领破壁行业进入“不用手洗”时代。在本次发布会上，九阳品牌形象大使张哲瀚也惊喜献身，并且在现场用九阳不用手洗破壁机Y536制作饮品，体验不用手洗的便捷。

厨房小电增长迅速 方便操作、自动清洗成消费者主诉求

受2020年疫情的影响，越来越多的消费者开始关注饮食与健康，从客厅经济逐渐过渡到厨房经济，尤其是厨房小家电产品，伴随年轻消费者多元化需求的爆发，以破壁机为代表的新兴小家电产品市场火爆。据奥维云网数据显示，2020年，破壁机线上零售额48亿元，同比增长56.8%。京东数据显示，近12个月破壁机品类销量同比增长105%，上新及销量明显高于品类整体。

伴随破壁机市场的快速扩大，用户对健康、高端、解放双手和智能化的产品体验需求也日益突出，尤其是使用方便快捷、清洗便捷成为主诉求。据《2021中国厨房小家电自清洗趋势洞察白皮书》显示，针对厨小电产品清洁问题的不满意因素调查中，选择“清洗/打理不方便”的占比高达52.6%，根据京东数据，在厨房小电市场，针对“自清洗/免手洗”的搜索量达12.5万。



虽然用户对破壁机的自清洗需求高涨,但是目前市场上宣传具有自清洗功能的产品并不能实现用户完全解决双手的诉求,在部分产品下,有用户反映购买的机器“自清洗功能鸡肋”、“水位线以上的完全洗不到”、“清洗不干净”等等。

基于此,九阳发布了这款不用手洗破壁机 Y536,据悉,早在 2019 年,九阳就推出了全球第一台不用手洗破壁机,2020 年,九阳不用手洗破壁机经全网票选,成为雷科技“2020 年最佳小家电”,在年轻人群中广受好评。经历过持续的技术研发,新品不用手洗破壁机 Y536 克服了传统破壁机诸多使用痛点,做完饮品会自动感应,从后置水箱进水,进行自动清洗,还能一键热烘除菌,整个过程实现“无人参与”,彻底解放双手。

(资料来源:中国家电网)

### (3) 格力电器三抛回购方案耗资最高将超 270 亿 欲做大多元业务

格力电器(000651.SZ)5月27日公布新一期最高150亿元的股票回购方案。此前格力电器已完成两期约120亿元的股票回购方案,此次继续加码员工股权激励。

格力电器自2020年初“混改”完成以来,已实施了两期股票回购。2020年4月开始的第一期回购,累计回购1.08亿股,占公司总股本的1.8%,每股买入价在53.01元~60.18元/股之间,成交总金额约60亿元,2021年2月24日实施完毕。

2020年10月开始的第二期回购,累计回购约1.01亿股,占公司总股本1.68%,每股成交价在56.46元~61.95元之间,成交总金额约60亿元,2021年5月17日实施完毕。格力电器前两期回购了3.48%的股权,离4%的股权激励计划还有空间,第三期方案应运而生。

本轮回购将在12个月内实施,格力电器拟用自有资金以集中竞价的方式回购公司股份,资金总额不低于75亿元、不超过150亿元,回购股份价格不超过70元/股。按回购资金150亿元测算,预计可回购3.56%股权;按回购资金75亿元测算,预计可回购1.78%股权。

格力电器表示,此次回购所得股权,将用于实施公司股权激励或员工持股计划,以此进一步完善公司治理结构,构建管理团队持股的长期激励与约束机制。

格力电器目前正处于发展的转折期。去年疫情影响了公司业绩,由于格力电器约七成收入依赖于家用空调,且以国内市场为主、以线下渠道为主,疫情对空调线下零售和安装业务带来了冲击。因此,如何进一步加快多元化业务的扩张是格力电器急需解决的问题。

2021年5月24日,在格力电器2020年度业绩说明会上,格力电器董事长兼总裁董明珠表示,格力的空调主业已从家用空调拓展到商用空调以及特殊工况空调,后续将重点向冷藏冷运、军工国防、医疗健康等领域继续拓展

海外方面，格力电器已在巴西建有海外生产基地，对于海外并购公司既不排斥也不盲目，后续格力电器“走出去”战略将坚持积极促进、谨慎防范的原则推进。

由于处于多元化扩张的关键期，格力电器在 2020 年年报中透露，2021 年将推动公司机构改革，促进多元化业务板块市场化，提升企业的整体营运效益；2021 年还将落实员工持股计划，让员工分享企业发展成果，激发员工的积极性和创造性，留住和吸引核心人才。

作为格力电器在家用空调领域的老对手，美的集团（000333.SZ）今年已推出核心管理团队持股计划暨“美的集团全球合伙人计划”之第七期持股计划。美的集团董事长兼总裁方洪波 5 月 21 日在美的集团 2020 年年度股东大会上表示，美的去年年底重新定义了五大业务板块、四大战略路径，根基是治理机制，包括股权多样性和分散性、全体股东利益兼顾等。

相比之下，美的集团在多元化、管理层和核心员工持股方面已先行一步。格力电器在“混改”后，从原来珠海市国资委是实际控制人，变为无实际控制人，为其进一步推进市场化运营铺平了道路。今后，格力新兴的多元业务板块，如何结合员工持股来加快发展仍需要时间检验。

（资料来源：第一财经）

**(4) 投资建议：**1) 白电空调价格大幅回升背景下，我们建议重点把握**格力、海尔、美的**三大白电公司年报业绩超预期，**零部件**继续推荐**三花智控**；2) 小家电关注跨境电商下的投资机会，**JS 环球生活、石头科技、科沃斯**作为小家电出海标杆企业，背后的产业趋势在于中国小家电企业凭借国内的产业链集群优势，从代工逐步升级到自主品牌，此外推荐**苏泊尔、九阳**等线下渠道经营修复、估值偏低等公司；3) **地产产业链**重点把握竣工修复带来的契机，推荐**火星人、浙江美大、老板电器**；4) 推荐下一代显示技术升级：**极米科技**。

（联系人：刘正、史晋星、刘嘉玲）

## 汽车：上海新能源车新政促消费结构上移，行业终端需求稳健折扣持续收拢

### 1、重点公司推荐：

吉利汽车、比亚迪、华阳集团、福耀玻璃、星宇股份

### 2、主要逻辑和理由：

4 月需求复苏态势持续确认，缺芯可控把握电动智能机遇。①4 月乘用车同比分别增长 7.9%和 10.8%，上险量 156.5 万辆，同比增长 18.0%。终端需求增速优于批发端，体现出二季度我国车市的核心特征，终端需求不改稳健复苏态势，批产端小幅受缺芯压力。总量稳健复苏的大背景下，自主品牌引领的结构变化更需关注。2021

年 1-4 月，自主品牌份额持续上升至 41.1%，智能汽车将会是自主品牌逆袭的重大推手，继续看好吉利汽车，长城汽车（H 股）。零部件 Tier 1 控制系统中以英伟达、Mobileye、华为、大疆等产业链为核心。②4 月新能源乘用车需求持续强劲，产销分别完成 21.6 万辆和 20.6 万辆，持续看好比亚迪在新能源成长后期下的份额提升确定性，看好 DMi 产品的爆款潜质。③持续推荐具备强 $\alpha$ 当前受缺芯影响估值短暂受压制的白马。

(联系人：宋亭亭)

## 纺织服装：国货消费热潮初现，家纺一季报有望兑现高景气

### 1、重点公司推荐：

- 1) 服装家纺：安踏体育、李宁、罗莱生活；
- 2) 化妆品及电商：爱美客、贝泰妮、青松股份、安克创新；
- 3) 纺织制造：华利集团；

### 2、主要逻辑和理由：

本周申万纺织服装指数上升 2.05%，弱于申万 A 指数 1.2pct。受益于政策利好及 21Q1 业绩高增长，医美板块持续高景气。受益于终端消费复苏及消费升级趋势，中高端服饰有望长期受益。

(联系人：王立平)

## 6、服务业

### 商贸零售：可选消费增长强劲，黄金珠宝景气度高

#### 1、重点公司推荐：

阿里巴巴、京东、拼多多、王府井

#### 2、主要逻辑和理由：

可选消费边际改善明显，电商渗透进一步提高，关注高端消费以及电商细分领域投资机会。

(联系人：赵令伊)

### 休闲服务：边际复苏预计将成为今年主旋律

#### 1、重点公司推荐：

首旅酒店、广州酒家

## 2、主要逻辑和理由：

免税：中免跟随大盘趋势上行，股价进入阶段性高点，可以考虑适当减仓，3季度末如果首都机场租金与所得税可以基本确定，则消息层面利好将形成短期催化。欧盟近期考虑重开边境，预计今年年底或明年年初，出入境航线将进入恢复周期，则将拉升机场估值，下压免税估值，我们预判该时点为免税较好的配置机会，推荐持续关注。

酒店：华住5月经营数据恢复至19年同期120%，需求端恢复略超预期；但公司下调全年开店计划至1400-1600家，主要缩减了非标品类的开店计划，反映出现阶段中高端品牌开店难度加大。当前环境下，华住与锦江首旅差距逐渐缩小，首旅在该种环境下如果仍能达成全年开店目标，则本轮改革确有成效。当前股价对应估值仅20倍出头，定增周内获批，进度快于预期，预计9月前至少还有50%左右涨幅，为Q2板块内首推配置标的。

(联系人：王越)

## 交通运输：跨境电商物流景气度持续，关注客运需求恢复

### 1、重点公司推荐：

太平洋航运，中国船舶租赁，中国船舶、招商轮船

### 2、主要逻辑和理由：

6月保持华贸物流首推，中国外运、东方嘉盛继续推荐，此前市场的偏见已经反映在估值中，业绩增长有持续估值就会提升。航运造船产业链继续推荐太平洋航运，中国船舶租赁，中国船舶，新加坡扬子江造船，左侧关注招商轮船，中远海能。

(联系人：闫海)

## 7、信息化

### 传媒/互联网：建议回调中加仓高性价比且基本面向上的核心资产

#### 1、行业评级与重点公司推荐：

行业评级：看好。

重点公司：腾讯控股、芒果超媒、分众传媒、中公教育、视源股份、三七互娱、吉比特

#### 2、主要逻辑和理由：

##### 1) 行业长期与短期逻辑：

**腾讯控股加大投入影响短期利润，但体现长期主义。**在互联网巨头普遍加大投入近期财报有所拖累时，腾讯一季报 22% 的利润增速，相比仍较稳健，其中游戏和云业务表现亮眼，21Q1 手游同比增长 19%，金融科技及企业服务同比增长 47%，超出市场预期。另一方面，腾讯将利用增量利润加强自营业务投入，包括企业服务、游戏、短视频内容等方向的投资布局，预计短期将对 Non-IFRS 口径的利润率产生影响，并拟在可持续社会价值创新战略上首期投入 500 亿，但此举意在业务的长远发展，同时兼顾社会责任，有助于行稳致远。

**芒果超媒剧集验证期到来，看好第二曲线的开拓。**当前市场对公司的分歧主要在担心短视频冲击长视频、长视频的竞争以及盈利能力上。我们长短视频满足不同内容消费需求，当前影响主要集中在注水内容，但精品内容是对抗短视频冲击的有力武器；长视频竞争本质不在用户规模，因为用户数据难以对非标内容供应进行及时的反馈，而在于内容工业化体系；长视频会员提价、艺人片酬下降、IP 开发尝试等将改善盈利能力。芒果超媒季风计划推出在即，剧集有望在综艺之后继续提升用户和会员规模。

**海淀出台教培投放提示，广告政策风险出清。**规范落地，集中在广告主资质和素材内容，不涉及投放量、投放形式等，好于此前一刀切的悲观预期。广告公司也已经降低教育行业的 KPI，积极寻找新消费等行业补单。分众传媒公司教育行业客户收入占比个位数，且 2Q 增长说明单一行业客户波动影响较小。当前分众复苏和成长趋势仍在持续，单屏收入尚未恢复到历史峰值，考虑相比于 2017 年点位规模扩张，中长期有望实现百亿利润。

#### 细分子行业：

**(1) 社交：**基于小程序的私域电商崛起，不仅将提升腾讯控股的社交流量在支付+广告+游戏分发外的货币化能力，也给第三方服务商如微盟集团提供了成长机会。

**(2) 视频：PGC 芒果腾讯向上，短视频进入变现高峰，大屏回归常态。**长视频：提价趋势确定，芒果超媒和腾讯视频保持向上趋势，芒果 TV2020 年以来进入快速成长期，2021 年迎来剧集大年。短视频：春节流量增长再上台阶但放缓，进入变现高峰，快手广告和电商高增长，哔哩哔哩非游戏业务占比提升，游戏投资动作频频。

**(3) 游戏：景气持续，但二梯队竞争加剧。**国内手游市场四月份实现营收 179 亿元，同比增长 13%；21 年 1-4 月累计收入 767 亿元，同比增长 8%，体现高粘性。腾讯网易 20Q1-21Q1 合计份额在 66%-76% 之间；但二梯队分化，A 股游戏公司合计份额有所下滑，2021 年中左右新品上线是验证能否围绕新品类获得第二曲线的关键。国内游戏大厂领军布局欧美海外市场，游戏出海收入有望再上一层台阶。

**(4) 广告：**随着经济和消费的复苏，广告走出 20H1 的低谷，20H2 及 21Q1 延续高景气，但内部分化明显，其中电商、社交媒体（腾讯社交和短视频）和楼宇广告分众传媒增长亮眼。



**(5) 电商和生活服务：**1Q21，网上零售总额同比增长 29.9%，线上化持续，但反垄断监管趋严下互联网公司的竞争将更加开放，巨头需要投入更多优惠政策帮助商家优化运营。竞争加剧，去中心化电商（抖音快手微信和微盟有赞为代表）和主打下沉市场的社区团购崛起。

**(6) 影视：**电影行业正复苏，院线集中度小幅提升、票务格局稳定。

**(7) 教育：**线下需求复苏，K12 教培监管趋严，公考培训景气依旧。中公教育在行业低谷大幅扩张研发、教师资源，建设教学基地，有望更好实现长期增长。

## 2) 重点公司推荐理由：

**腾讯控股：Q1 扎实的财报，手游高基数下仍超预期增长。**公司 1Q21 实现营收 1353 亿，同比增长 25.2%；Non-IFRS 净利润 331 亿，同比增长 22.3%。根据彭博一致预期，营收超预期 1.2%、Non-GAAP 净利润低预期 4.6%。**1) 游戏超预期，递延收入再创新高。**Q1 手游同比增长 19%至 415 亿元，符合彭博一致预期，但超主流机构预期（10-15%）。Q1 流动负债口径的递延收入为 986 亿，环比增长 19%再创新高；递延收入占 TTM 游戏收入比例升至 49.8%，环比提升 6.5pct，有望为未来季度提供较强的增长基础。展望后续，腾讯产品线仍然坚实，《LOL 手游》《DNF 手游》《黎明觉醒》等重点产品有望构成下半年到明年的重要增长基础，且确定性高。公司着眼于远期发展，加快游戏作为“超级数字场景”的布局。**2) 广告基本符合预期，全年需关注监管影响。**1Q21 社交广告同比增长 27%至 185 亿，略超 25%的一致预期。媒体广告同比增长 7%至 33 亿，符合一致预期。从全年看，考虑到 K12 教育监管政策和视频排播的潜在影响，我们判断后续季度广告增速或有所放缓。**3) 金融科技及企业服务有所恢复，毛利率持续改善。**1Q21 金融科技及企业服务同比增长 47%至 390 亿，超 41%的彭博一致预期。云业务从疫情中复苏，增速超过行业。金融科技及企业服务毛利率同比提升 4.4pct 至 32.3%，略超 29%的一致预期，我们预计云项目部署成本下降，以及金融业务规模效应（对应财富管理的稳健增长）均是推动毛利率改善的原因。**4) 调整后净利润率略有下滑，加强投资布局或影响利润表。**Q1 公司调整后净利润率 24.5%，同比下滑 0.6pct，低于一致预期约 1pct。VAS 和广告的毛利率有所下降，预计主要由于部分相对较低毛利业务扩张和媒体内容投入增加。腾讯将利用增量利润加强自营业务和社会价值创新上进行投入，其中自营业务包括企业服务、游戏、短视频内容等方向的投资布局，我们预计相关影响会体现在成本、费用及其他收入净额等科目，短期对利润表产生一定影响，但将为长期增长打下基础。

**芒果超媒：季风剧场已开启，内容与变现的第二成长曲线已开启，5 月金股重点推荐。**从短期看当前处于内容周期预期底部（《姐姐 2》不及前期预期，重要剧集尚未上线），但中期维度看进入第二成长期：从综艺到剧集是用户和会员再上台阶的关键。截至 20 年末已经有 12 个影视剧制作团队和 30 家战略合作工作室（19 年末为 15 个自有+外部影视工作室）。芒果季风剧场 5 月 24 日起播出，**开门剧《猎狼者》豆瓣评分 8.1。**电商、实景娱乐有望提升变现能力，小芒稳定运行，自营实景娱乐品



牌首家门店芒果 M-CITY 明星大侦探长沙店已于 4 月 30 日正式开业，五天假期总营收超过长沙其它剧本杀门店一个月收入总和，下半年开始将在上海、成都、武汉等城市陆续开设新门店。新业务进展或超预期。

**分众传媒：客户结构已充分优化，618 电商投放下梯媒延续高景气。**（1）客户结构调整优化，从 2Q 业绩指引看在线教育减单影响有限。互联网电商（占 50%+）和新商业模式，快消三大品类是食品饮料、酒精和个护。纺服、医药占比较低。教育相对谨慎等待政策落地。新能源车、化妆品和医美都看好。（2）量价上看，涨价顺利，淡季刊挂率较好，21 年点位预计扩张 10%；（3）长期空间来自新消费和老品牌重定位领域拓展品类，大品牌通过完善数字化能力满足更多客户需求，数字化与友盟、阿里合作；（4）当前竞争趋缓。新潮点位体量已形成有价值网络，对部分广告主有补充价值；分众相比物业做梯媒，优势在规模大的优质点位网络和自有的基础设施工具沉淀。

**视源股份：三个细分市场龙头，孵化新品有望放量，发布 21 年股权激励草案彰显长期经营信心。**公司基本盘稳固，三个细分市场持续领军，公司 20 年液晶电视主控板卡全球销量份额为 31.17%；希沃 18-20 年国内教育交互智能平板产品销量份额分别为 44%、44%和 48.2%，市占率连续多年第一；maxhub 交互智能平板产品 2018-2020 年在中国大陆会议市场市占率分别为 20.2%、25.91%、25.5%。展望 21 年，交互智能平板有望量价齐升，衍生新品重点关注教育周边衍生（智慧黑板、学生终端、录播设备等）、商用场景衍生和白电控制模组等。公司近期发布 21 年股权激励计划草案和拟定增计划，中长期规划在研发及供应链优势的基础上，进一步打通生产制造环节，向代工厂输出更好的制造流程和标准，更好的满足国际客户的品控要求。

### 3、近期或下月关注的主要问题：

- 1) 建党 100 周年相关传媒板块投资机会；
- 2) 暑期档影视剧集内容潜在爆款；

（联系人：林起贤）

## 计算机：寻找中小成长额外机会

### 1、重点公司推荐：

海康威视、大华股份、石基信息、恒生电子、德赛西威、虹软科技、浪潮信息

### 2、主要逻辑和理由：

大家对中小计算机公司增量投资关注。走势实际在主题/garp 类之间切换。我们建议优选拐点类/新股次新股好公司，然后 garp，然后主题。

券商 it 高性能产品线, 和理想 one2021 智能化产品线, 有较大关注度。相关公司恒生电子/德赛西威。

(联系人: 刘洋)

## 电子: 煎熬过后静待佳音

### 1、重点公司推荐:

彤程新材、晶瑞股份、立昂微、神工股份、歌尔股份、立讯精密。

### 2、主要逻辑和理由:

目前各大厂 B/B Ratio 在 1.6~1.7, 订单能见度极佳但同时订单执行率也差, 毕竟缺货涨价过头就不再是利好而是利空, 现阶段从能见度、掌握度、利润率、安全性各方面来看, 可以浓缩成“上肥下瘦”四字, 亦即越往上游半导体及设备材料领域包括光刻胶, 无论景气或利润皆较安全且乐观; 越往中游零组件甚至下游 OEM/ODM 组装, 所面临缺货断料及最终端“真正的”需求, 皆充满诸多不确定性。5~6 月间出现些许杂音, 但随着时间推移, 下半年传统旺季即将来临, 新机的原型机也陆续出炉, 国际大厂对于下半年“真正的”需求也将估算更加精准, 料 6 月中旬将得以感受, 届时顺势迎接百年党庆, 同时也可能出现季底作帐行情, 因此煎熬过后、静候佳音。

(联系人: 骆思远、杨海燕)

## 通信: 破浪扬帆, 掘金“智联”大航道

### 1、重点公司推荐:

亿联网络、和而泰、广和通、新易盛、中天科技

### 2、主要逻辑和理由:

1、除了板块稀缺“核心资产”继续表现稳健外(率先反弹), 低估高增的中小成长股配置价值凸显, 短期关注 Q2/Q3 业绩表现。

2、重点推荐“智联”大赛道的掘金专题, 推荐控制器、模组、芯片、云平台等核心环节机会。

(联系人: 朱型儒)

表 1：申万宏源研究关键假设表宏观策略类指标（2021/5/31）

申万宏源研究关键假设表-KAT	最新预测				2021/5/31				相关领域
一、中国市场宏观策略类指标	2020.1Q	2020.2Q	2020.3Q	2020.4Q	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q	
<b>1.1 经济总量</b>									
GDP：实际（%，当期）	-6.80	3.20	4.90	6.50	18.30	8.20	6.50	5.70	宏观经济
工业增加值增速（%，当期）	-8.40	4.40	5.80	7.10	24.50	8.20	7.00	6.10	宏观经济
固定资产投资增速（%）	-16.10	-3.10	0.80	2.90	25.60	11.10	8.70	8.00	宏观经济、房地产
制造业投资增速（%）	-25.20	-11.70	-6.70	-2.20	29.80	15.80	11.90	10.00	宏观经济
基建投资增速（%）	-16.40	0.60	2.90	3.60	28.00	7.30	5.50	5.30	宏观经济
房地产投资增速（%）	-7.70	1.90	5.40	7.00	25.60	13.50	9.40	8.00	宏观经济、房地产
服务业投资（%）	-12.10	-0.20	4.00	5.50	18.80	7.50	6.50	6.30	宏观经济
发电量增速（%）	-15.00	7.00	7.00	4.00	15.00	10.00	7.00	5.00	电力
出口（%，当期，美元计价）	-13.30	0.20	8.80	16.70	49.00	22.00	2.00	-	宏观经济
进口（%，当期，美元计价）	-2.90	-9.40	3.20	5.00	28.00	27.30	5.30	4.80	宏观经济
社会消费品零售总额增速（%，当期）	-19.00	-4.00	1.00	4.60	33.90	18.30	12.50	8.70	宏观经济、商贸
网络购物市场规模增速（%）	4.00	13.00	16.00	16.00	15.00	14.00	13.00	12.00	宏观、商贸
居民消费价格指数（CPI，均值，%）	5.00	2.70	2.30	0.10	-	1.30	1.40	2.10	宏观经济
生产资料价格指数（PPI，均值，%）	-0.60	-3.30	-2.20	-1.10	2.10	7.00	5.40	3.90	宏观经济
<b>1.2 信贷与杠杆</b>									
当年全社会融资总量（万亿）	11.10	9.70	8.30	4.80	10.20	7.10	8.60	6.60	宏观经济、金融
人民币贷款余额增速（%）	12.70	13.30	13.20	13.20	12.10	11.50	10.90	10.50	宏观、金融
中长期信贷余额（%）	15.22	16.00	17.10	16.60	15.00	14.30	13.00	12.80	金融、宏观
中证800杠杆率（剔除金融）	62.60	63.50	63.00	62.30	62.40	63.20	63.10	62.40	策略
M2（%）	10.10	11.10	10.70	10.10	9.40	8.50	8.60	9.40	宏观经济、金融
M1（%）	5.00	6.50	8.10	8.60	7.10	8.50	6.90	6.00	宏观经济
<b>1.3 财政</b>									
财政总收入（%，当期）	-14.30	-7.40	4.70	5.50	24.20	17.40	7.20	7.90	宏观经济
300城土地成交面积（平米）	-26.90	19.30	0.10	-20.00	4.50	0.30	-4.70	-4.50	房地产、宏观
财政总支出（%，当期）	-5.70	-5.80	6.70	16.80	6.20	11.60	8.90	11.40	宏观经济
<b>1.4 利率</b>									
存款准备金率（%）	11.50	11.00	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	10.50	宏观
一年期MLF利率（%）	3.15	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	2.95	宏观、金融
一年期银行理财产品预期年收益率（%）	4.08	3.99	3.90	3.85	3.80	3.75	3.75	3.75	宏观、金融
一般贷款加权平均利率（%）	5.48	5.26	5.31	5.31	5.35	5.40	5.45	5.45	金融、宏观
10年国债收益率（%）	2.60	2.80	3.15	3.20	3.40	2.90	3.40	3.30	债券、宏观
1年和10年国债利差（bp）	81.00	114.00	64.00	75.00	100.00	80.00	100.00	90.00	债券、宏观
银行7天回购利率（%）	2.30	1.70	2.30	2.40	2.80	2.50	2.90	2.90	债券
3年期AA企业债和国债利差（bp）	107.00	146.00	127.00	105.00	100.00	110.00	146.00	158.00	债券
<b>1.5 汇率</b>									
美元指数（期末）	98.96	97.38	93.85	89.96	93.20	94.00	95.00	95.00	宏观经济
欧元/美元（期末）	1.10	1.12	1.17	1.22	1.17	1.16	1.15	1.15	宏观
美元/日元（期末）	107.60	107.90	105.50	103.30	110.70	112.00	113.00	113.00	宏观
人民币/美元（期末）	7.10	7.07	6.81	6.54	6.56	6.45	6.40	6.40	宏观
<b>1.6 盈利估值</b>									
工业企业利润增速（%）	-36.70	-12.80	-2.40	4.10	137.30	49.60	33.00	25.00	宏观
A股非金融石油石化净利润累计同比（%）	-41.00	-13.10	2.90	12.90	158.10	70.90	45.80	46.80	策略
重点上市公司剔除金融服务业利润增速-自下而上（%）	-45.40	-23.60	-3.00	2.40	153.30	88.80	47.30	43.00	策略
中证800净利润增速（%）	-18.10	-17.10	-6.40	-0.20	40.70	46.10	29.40	23.50	策略
HSCEI指数净利润增速-自上而下（%）	-14.00	-6.00	-5.00	2.00	20.00	18.00	15.00	13.00	海外部
中证800PE (TTM)	12.30	14.20	16.30	17.50	16.40	15.50	15.00	15.00	策略
股权投资风险溢价（%）	6.02	5.44	5.00	5.30	5.10	5.30	5.60	5.60	策略

资料来源：申万宏源研究

表 2：申万宏源研究关键假设表中国产业指标 (2021/5/31)

二、中国市场产业指标	2020.1Q	2020.2Q	2020.3Q	2020.4Q	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q	相关领域
<b>2.1 消费品</b>									
生猪价格(元/公斤, 均价)	36.16	31.83	36.41	27.00	31.61	24.00	25.00	26.00	农林牧渔
白酒销量增速(%)	6.00	-8.00	8.00	5.00	10.00	8.00	9.00	6.00	食品饮料
医药工业总产值同比增速(%)	-8.90	3.00	7.00	7.00	34.00	9.00	6.00	6.00	医药生物
基本医疗保险支出(%)	7.00	-1.00	5.00	9.00	17.00	10.00	10.00	7.00	医药生物
<b>2.2 金融地产建筑</b>									
A股上市银行不良贷款率(%)	1.43	1.47	1.46	1.46	1.45	1.46	1.45	1.45	银行
A股日均成交额(亿元)	9,145.00	7,061.00	11,164.00	8,500.00	9,000.00	8,000.00	8,500.00	8,500.00	证券
保费收入增速(%, 不含万能险)	2.30	4.60	5.60	7.60	-	-	-	-	保险
50个城市库销比	1.23	1.14	1.10	1.12	1.14	1.13	1.14	1.15	房地产、宏观
房地产销售面积增速(%)	-33.00	2.10	7.00	-2.90	7.00	1.00	-4.00	-6.00	房地产、宏观
房地产新开工面积增速(%)	-37.80	9.60	3.90	-1.20	12.00	-10.00	7.00	-5.00	房地产、宏观
对外工程承包完成额增速(%)	-15.34	-12.42	-3.58	-	12.00	9.00	6.00	4.00	建筑
<b>2.3 制造业</b>									
空调销量增速(%)	-50.86	-24.62	-15.89	-12.87	66.00	22.00	16.00	13.00	家电
家具销售收入增速(%)	-29.30	-14.80	-13.80	5.00	30.00	30.00	15.00	15.00	轻工制造
铁路固定资产投资增速(%)	-11.06	20.01	20.38	22.59	-	-	-	-	机械
全球新船订单量(载重吨)	13,000,000.00	14,000,000.00	12,000,000.00	10,000,000.00	-	-	-	-	机械
国防支出增速(%)	7.80	7.80	7.80	7.80	-	-	-	-	机械
汽车整车销量增速(%)	-42.00	10.60	12.00	11.00	77.00	3.00	2.00	1.00	汽车
重卡销售增速(%)	-20.00	50.00	50.00	20.00	20.00	-25.00	-25.00	-10.00	汽车
全球新能源汽车销量增速(%)	-10.00	35.00	40.00	40.00	40.00	40.00	30.00	10.00	汽车
国内新能源汽车销量增速(%)	-55.00	-24.00	30.00	90.00	310.00	80.00	30.00	5.00	汽车
<b>2.4 现代服务业</b>									
百家百货线下零售额增速(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	纺织服装
波罗的海干散货运价指数(BDI, 均值)	591.00	783.00	1,514.00	1,700.00	1,600.00	1,400.00	1,400.00	1,800.00	交通运输
中国出口集装箱运价指数(CCFI, 均值)	919.00	854.00	910.00	1,250.00	1,973.00	1,400.00	1,200.00	1,000.00	交通运输
国内航线综合票价指数	105.00	90.00	90.00	120.00	110.00	110.00	110.00	110.00	交通运输
在线教育规模	-	-	-	-	-	-	-	-	中小公司
在线教育渗透率(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	中小公司
体育产业增加值占GDP比重(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	纺织服装
机构养老新增床位数(千张)	-	-	-	-	-	-	-	-	休闲服务
国内旅游人次增速(%)	-70.00	-50.00	-35.00	-20.00	300.00	100.00	65.00	35.00	休闲服务
出境旅游人次增速(%)	-80.00	-95.00	-95.00	-85.00	20.00	100.00	300.00	100.00	休闲服务
<b>2.5 信息化</b>									
三大运营商资本开支增速(%)	-5.00	5.00	10.00	15.00	-	-	-	-	通信
互联网广告市场规模增速(%)	-19.90	18.70	18.00	22.00	30.00	15.00	12.00	12.00	传媒
中国总票房收入增速(%)	-90.00	-100.00	-35.00	-	580.00	-	200.00	20.00	传媒
十大半导体设备产商资本支出增速(%)	10.00	15.00	20.00	20.00	-	-	-	-	电子
计算机上市公司薪酬增速(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	计算机
计算机上市公司的营收增速(%)	-	-	-	-	-	-	-	-	计算机
<b>2.6 原材料</b>									
螺纹钢现货价格(元/吨, 均价)	3,720.00	3,719.00	3,814.00	4,075.00	4,548.00	4,900.00	4,600.00	4,500.00	钢铁
全国平均425水泥价格(元/吨, 均价)	455.00	435.00	423.00	440.00	435.00	430.00	425.00	440.00	建材
黄金价格(美元/盎司, 均价)	1,587.00	1,700.00	1,900.00	1,920.00	1,780.00	1,760.00	1,680.00	1,600.00	有色金属
铜价(元/吨, 均价)(长江现货市场)	46,000.00	43,799.00	52,000.00	53,000.00	62,500.00	67,000.00	68,000.00	60,000.00	有色金属
铝价(元/吨, 均价)(长江现货市场)	13,520.00	12,757.00	14,430.00	15,500.00	16,000.00	15,800.00	15,000.00	14,500.00	有色金属
<b>2.7 能源环保</b>									
河北唐山焦精煤出厂含税价(元/吨, 均价)	1,584.62	1,469.23	1,420.00	1,460.00	1,538.00	1,550.00	1,500.00	1,500.00	煤炭
天然气表观消费量增速(%)	-5.00	3.00	4.00	4.00	10.00	8.00	5.00	5.00	石化
环渤海动力煤价格(元/吨, 均价)	557.41	514.40	565.00	624.00	720.00	800.00	750.00	800.00	煤炭
Brent原油(美元/桶, 均价)	52.00	33.00	43.00	45.00	62.00	64.00	68.00	73.00	化工
电源基本建设投资完成额累计同比(%)	30.00	30.00	30.00	30.00	-	-	-	-	电力设备、电力
电网基本建设投资完成额累计同比(%)	-27.00	-10.00	4.00	8.00	-	-	-	-	电力设备、电力
全国发电设备累计平均利用小时	815.00	1,690.00	2,710.00	3,700.00	-	-	-	-	电力设备、电力
光伏发电设备利用小时数	289.00	360.00	360.00	270.00	-	-	-	-	电力设备
风电发电设备利用小时数	548.00	560.00	400.00	550.00	-	-	-	-	电力设备
环保典型公司的营收增速(%)	21.00	21.00	21.00	22.00	-	-	-	-	环保

资料来源：申万宏源研究

表 3：申万宏源研究关键假设表全球配置类指标（2021/5/31）

三、全球资产配置类指标	2020.1Q	2020.2Q	2020.3Q	2020.4Q	2021.1Q	2021.2Q	2021.3Q	2021.4Q	相关领域
<b>3.1 经济总量</b>									
全球GDP增速（%）	-1.7	-9.4	-2.6	-1.2	2.8	11.1	4.5	4	宏观
美国GDP增速（%）	0.3	-9	-2.8	-2.5	0.4	12.4	4.8	4	宏观
欧元区GDP增速（%）	-3.3	-14.6	-4.1	-4.9	-1.8	13.2	1.2	2.4	宏观
OECD国家GDP增速（%）	-1.1	-10.7	-3.6	-3	-0.4	11.9	3.5	3.1	宏观
日本GDP增速（%）	-2.1	-10.29	-5.8	-1.3	-0.4	9.1	3.8	0.9	宏观
金砖四国GDP增速（%）	-4.4	-2.4	1.9	4.2	12.8	9.1	6.4	5.8	宏观
世界贸易量增速（%）	-6.2	-12.8	-12.8	-8.6	6.6	14.5	14.5	9.4	宏观
<b>3.2 财政</b>									
合计总资产总额增速%（美联储、欧央行、日本央行、英	14.4	40	49.6	55.1	44.8	23.5	22.4	19.1	宏观
中国债务率（债务/GDP）	273.8	281.4	285	285.5	284	284	284	285	宏观
美国债务率（债务/GDP）	263.8	285.4	290.2	296	301.5	299.8	301.8	302.2	宏观
日本债务率（债务/GDP）	379.7	404.1	413.6	415.4	420.2	416.3	416.4	418.4	宏观
<b>3.3 利率</b>									
美国的基准利率（%）	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	债券
德国的基准利率（%）	0	0	0	0	0	0	0	0	债券
日本的基准利率（%）	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	债券
美国10年期国债利率（%）	0.7	0.66	0.69	0.8	1	1.2	1.3	1.4	债券
德国10年期国债利率（%）	-0.4	-0.5	-0.56	-0.6	-0.5	-0.4	-0.3	-0.2	债券
日本10年期国债利率（%）	0	0	0	0.05	0.1	0.15	0.2	0.2	债券
<b>3.4 盈利估值</b>									
SP500净利润增速（%）	-23	-30	-25	-20	0	0	0	0	海外部
新兴市场MSCI指数净利润增速（%）	-40	-32	-25	-18	0	0	0	0	海外部
Stoxx600净利润增速（%）	-70	-45	-35	-20	0	0	0	0	海外部
日经225净利润增速（%）	-120	-80	-60	-45	0	0	0	0	海外部
SP500PE（TTM）	18	21	25	24	24	22	22	20	策略部
新兴市场MSCI指数PE（TTM）	14	16	19	18	18	17	17	16	策略部
Stoxx600PE（TTM）	15	19	39	35	35	32	30	28	策略部
日经225PE（TTM）	17	27	38	34	34	32	30	28	策略部
<b>3.5 信贷与杠杆</b>									
SP500杠杆率（总资产/净资产）	1.55	1.55	1.55	1.55	1.6	1.6	1.6	1.6	策略
新兴市场MSCI杠杆率（总资产/净资产）	1.3	1.3	1.3	1.32	1.4	1.4	1.4	1.4	策略
Stoxx600负债率杠杆率（总资产/净资产）	1.6	1.6	1.61	1.62	1.8	1.8	1.8	1.8	策略
日经225负债率杠杆率（总资产/净资产）	1.2	1.2	1.22	1.24	1.3	1.3	1.3	1.3	策略

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

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

## 法律声明