



# 国海富兰克林基金 2021 年二季度投资策略报告

## 一、宏观分析

2021 年一季度以来，疫情已经得到全面控制，国内经济稳步增长，货币政策常态化调整。随着新冠疫苗的接种，国外生产逐步恢复，国外制造业 PMI 维持在荣枯线以上，但服务业 PMI 仍有所反复，综合来看，未来中国经济有望继续平稳增长，国外经济进入复苏周期，经济增长可能有所加速。

从生产端看，1-2 月规模以上工业增加值累计同比增长 35.1%，增速较高主要是低基数影响，过去两年平均增长 8.1%，增速较去年 12 月（去年 12 月同比增长 7.3%）亦有所加快。未来生产活动将依赖于国内需求和国外经济恢复状况。

从需求端看，一季度投资增速有所放缓，就地过年对消费有所冲击，出口比较超预期。1-2 月固定资产投资累计同比增长 35%，增速较高主要是低基数影响，两年平均增长 1.7%，增速较去年 12 月（去年 12 月同比增速 11.3%）大幅放缓，也低于去年全年增速的 2.9%。分项来看，地产有韧性、基建相对平稳、制造业偏弱，1-2 月房地产开发投资同比增长 38.3%，基建投资同比增长 35%，制造业投资同比增长 37.3%。从两年年均同比增速看，房地产投资两年平均增长 7.6%，高于基建投资-0.6%和制造业投资-3.4%。但当前房地产调控政策趋紧，可能影响房地产商未来预期。1-2 月社会消费品零售总额累计同比增长 33.8%，较 2019 年同期增长 6.4%，两年平均增长 3.2%，虽然较去年同期有显著回升，但两年平均增速仍低于往年增速水平，主要与就地过年对消费的抑制有关。1-2 月以美元计出口累计同比增长 60.6%，进口累计同比增长 22.2%，均大幅高于市场预期，两年平均增速分别达到 12%和 15.2%，仍处于较高水平，与国外生产不及预期有关，但需关注国外生产恢复加快可能对出口产生的替代效应。

物价方面，受猪肉等食品项价格拖累影响，1-2 月 CPI 持续处于负值区间。PPI 受石油等大宗商品价格上行影响快速冲高，虽然 3 月



中旬以来价格有所企稳回落，但由于基数较低，未来几月 PPI 或仍将向上。

国内经济稳步增长叠加实体经济部门杠杆率走高，货币政策重心由对冲疫情转为化解杠杆率上升带来的风险，今年要保持宏观杠杆率基本稳定，就意味着货币融资增速要向经济增速收敛，融资供给端会持续压缩。2月社会融资新增规模为1.71万亿元，存量同比增速13.3%，比上月回升0.3个百分点，高于市场预期，主要是表内信贷支撑。2月M2同比增速10.1%，环比提升0.7个百分点，M2增速上升主要源于信贷投放较强以及财政投放发力。今年前两个月社融规模很大，反映出较高的融资需求，但由于降低政府杠杆率的提出，以及地产领域的信贷今年将受到更严格的监管，未来社融增速或将有所回落。

展望二季度的经济走势，房地产投资韧性仍在，基建投资有望保持平稳，制造业投资随着利润改善或再次回升，随着疫情得到有效防控，消费边际改善或将有所加速，同时由于基数效应仍在，经济同比增速或仍然较高。

## 债券市场

### 利率债

一季度，货币政策常态化调整，引导市场利率向政策利率回归，2月份以来DR007基本围绕政策利率波动。在这一过程当中，利率债先升后降，10年国债到期收益率由去年底的3.14%逐步上行至春节后的3.28%附近，随后波动下行到3月下旬的3.23%附近。

2021年经济工作重心将转为防风险，货币政策与财政政策将边际收紧，但鉴于风险因素，政策不会急踩刹车。春节以来，虽有全球经济改善、通胀升温、美债利率上行等利空因素，但国内债券市场整体回暖，另一方面，3月公布的外贸、通胀、金融、经济数据等宏观数据指向当前国内经济仍具有较高景气度，这与近期的利率下行形成明显对比。展望二季度，10年国债到期收益率大概率仍然区间震荡。

### 信用债

受大型国企及房企信用违约事件的影响，信用债市场处于不稳定状态，再融资和流动性均受到较大冲击（尤其是弱资质标的）。展望未来，建立在信仰基础上的弱资质国企信用风险将加大，信用债市场的定价将更加市场化。我们的策略是：需尊重基本的经济规律，重视



企业经营基本面的研究，把握优质债券的投资机会。

从品种来看，过剩产能行业估值及再融资压力较大，需优选抗风险能力较强的行业龙头。城投债仍有一定安全性，但对于财力薄弱且大幅下滑地区的主体，需保持谨慎。房地产政策仍然偏紧，市场对于房地产政策导向的关注度大幅提升，凸显政策连贯性和定力。

当前市场风险偏好下滑，部分弱资质国企债券面临信用重新定价问题，不建议下沉资质。

### 可转债

一季度以来，权益市场指数经历了过山车行情，春季躁动推动白马股强势冲高，春节后十年美债收益率的超预期上行引发市场对流动性的担忧，高估值板块持续调整，当前转债偏股溢价率处于2016年以来56.4%分位数水平、隐含波动率处于49%分位数水平，估值已处于合理区间。

展望二季度，在全球经济修复的预期增强，国内经济逐渐回归正常的背景下，应该找寻更受益于海外复苏，以及经济修复后周期的标的。并且，适度配置业绩支撑较强的核心赛道标的。具体择券上：1) 把握受益于全球经济复苏的顺周期板块。2) 业绩支撑较强或边际修复较快的高价标的，但是需要密切跟踪市场资金变化。3) 继续强调优质金融品种的配置价值。4) 股市难有整体性机会，信用环境难以转向，可以关注部分具备弹性的低价标的。建议关注顺周期和低估值板块。

## 二、投资策略

### 2021年一季度市场回顾

2020年新冠疫情对全球经济造成冲击，各国应对疫情措施不同，最后结果上产生巨大差异。以中日韩为代表的亚洲国家通过严格防疫政策，率先走出疫情，产能恢复。而欧美国家疫情延续至今，通过宽松的货币政策和财政政策刺激需求，产能却并未恢复。2020年底至2021年初，在疫苗接种的提振下，市场对全球需求复苏有了较强信心，通胀预期逐渐起来，叠加产能滞后恢复的供需错配，大宗价格快速攀升，反映在权益市场，则是以化工、有色为代表的顺周期品种拉动市



场上涨。

但春节后，市场出现 180 度大转弯，主逻辑从经济复苏切换为流动性收紧，美债收益率上行进一步加剧市场恐慌情绪，市场在春节后经历快速杀跌。截至 3 月 15 日，年初以来沪深 300 指数下跌 3.47%，创业板指下跌 10.86%，去年机构重仓的新能源、白酒等核心资产成为节后下跌的主力。

### 二季度展望

从经济基本面角度，随着海外疫苗接种加速，全球经济处于危机后的复苏通道，但这一轮复苏周期，中国动能或相对较弱，主要因为前期中国已经率先实现经济复苏，且采取相对克制的货币和财政政策。二季度市场可能更关注非基本面因素，如货币政策、流动性等。核心资产经历 19-20 年两年上涨，估值处于历史高位，机构持仓集中度高，对利率上行、短期业绩不达预期等利空因素十分敏感。如果经济基本面在二季度不能大幅超预期，流动性、货币政策等非基本面因素或许成为左右市场的主导因素。

国内货币政策从去年下半年开始边际收紧，1-2 月经济数据反映部分行业和地区有经济过热迹象，政策端预计偏负面。我们对二季度市场保持相对谨慎态度，回避高估值股票，优质公司或许会有更合适的买点。

## 三、海外市场

拜登上台，进一步的财政刺激增加美国通胀和经济增长上行风险，并且随着美国接种疫苗的节奏超预期，美债收益率在 2 月快速上行，从去年底的 0.85% 到今年 3 月一度突破 1.75%，美指数从年内低点的 89.2 见底走高至 93。

3 月欧元区制造业 PMI 初值从上月的 57.7% 上升到 62.4%，就业分项也明显改善，显示企业已经开始逐步恢复信心、扩大雇佣计划。

### 中资美元债市场

中资高收益美元债市场的估值在经历 2020 年修复后，截至 3 月末，信用利差还是高达 860 个基点，较过去十年的历史均值仍高 100



个基点。今年年初发生部分信用风险事件后，市场信心较为脆弱，从去年无差别的信用利差修复到今年高度警惕信用风险，市场表现分化较明显，优质的公司收益率维持低位，而基本面存在一些瑕疵的公司，票面价格跌幅较大。我们预计美元流动性依旧相对宽松、今年全球经济进入复苏轨道、中资美元债较疫情前与海外市场相比整体存在一定溢价，整体利差或呈现收窄态势，高收益债券表现可能优于投资级债券。

### 港股市场

由于国内疫情得到良好控制，且中国宏观经济数据向好，春节前港股市场气氛较好。但由于前期涨幅加大，且市场开始担忧美债利率上扬和中美关系等问题，市场在春节后出现调整。目前估值仍相对较低水平，颇具吸引力。

展望 2021 年，中国宏观经济有望延续复苏的势头，顺周期标的有望继续收益。如果有疫苗研发成功，则海外疫情有望在下半年得到控制，全球经济有望逐步企稳。2021 年，海外市场流动性有望仍较为宽松。

尽管成长股估值在 2020 年有所抬升，股价也反映了部分利好，但中长期来看，有核心竞争力的公司有望继续给投资者带来超额收益，5G、消费、电商、在线教育和医疗、生物医药、自动化等子行业的发展空间巨大。

### 港股-医药

从板块间比较来看，医药板块受到外部环境影响也较小，无论是货币政策还是国际环境，医药板块呈现的刚需属性受到外部经济波动影响较小。在美国国债收益率上升及高通胀预期下，我们认为 1) 拥有业绩确定性的低估值的公司将成为 2021 年上半年中国医疗健康板块防守型股票的首选；2) 长线资金底部重配产业景气度高、业绩好的核心资产依然是配置的选择；3) 关注 2021 年 Q1 业绩大概率较好、全年业绩高增长、估值相对便宜的个股。

### 港股-消费行业

我们持续看好运动服装，认为运动服装是港股大消费领域最好的赛道。受益于消费者健身意识加强、大型体育赛事刺激（i. e. 2021 东京夏季奥运会，2022 年北京冬季奥运会）、国家政策扶持等，运动健



身需求持续增长是景气度较长的结构性机会，行业预计会持续稳定较快增长。

因为体育产品开发上除了基本的样式设计外，还需要依照对应的应用场景融入辅助的功能性，这就为产品研发（设计和材料）设定了专业壁垒，决定了只有部分有开发能力的企业才能够进入该市场。另外运动鞋服因为 1) 产品中潮流元素较少，2) 经典款的品牌积淀和号召力远高于一般服装，3) 签约头部运动员的职业生涯也久于时尚明星，因此运动鞋服的时尚风险和库存风险更低，稳定性更好。大型体育赛事的营销也设定了很高的赞助门槛，所以运动鞋服的市场集中度也显著高于其他服装子行。国内头部 4 家品牌的市场占有率已经达到 60%，并预计会稳步攀升，行业格局持续向好。同时，受最近新疆棉花事件影响，国内龙头品牌有望加速提升市占率。

## 四、行业分析

### 金融行业

#### 银行

政策环境对银行景气度的影响。1、“紧信用”会使贷款利率持续回升。原则上贷款增量不超过去年同期，预计至少上半年的贷款供给是比较紧的状态。贷款供需紧平衡下，银行的议价能力提升，贷款利率持续回升。2、“稳货币”会使得银行负债端平稳。货币不会明显收紧：一方面国内通胀维持在低位，另一方面在降风险的过程中货币政策不能同时收紧，避免出现 2018 年的压力。负债端成本平稳；净息差会是向上的趋势。3、“降风险”下，银行资产质量仍会向好。降风险会呈现风险“点”爆而非“面”爆的状态。市场预期下资产质量也随着宏观经济的回暖保持改善趋势，

银行经营环境稳定，短期具备相对价值，长期具备绝对价值。当前金融体系运行稳定，宏观金融指标大部分处于央行合意区间，预计后续货币政策操作思路将保持稳定，短期仍侧重重点领域的支持。近期市场波动持续处于高位，银行板块防御价值凸显，可关注“财报季”



业绩改善催化的投资机会。短期内低估值品种相对安全。

### 券商

近两年证券行业政策逐步回暖，资本市场地位提升，证券公司在服务实体经济中有效发挥资本中介职能的重要性得到强化，也将在直接融资、要素配置、价格发现、交易流通等方面发挥专业化、市场化的中介和服务作用。2021年以来沪深两市交易活跃，日均股基交易额仍在万亿元以上，券商板块估值较低，维持行业“推荐”评级。2021年3月19日券商行业平均估值1.4x2021EP/B，推荐低估值优质龙头和业绩高增长弹性标的，

### 保险

《政府工作报告》提及推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险。在个人养老金制度的建设过程中，商业养老保险将发挥较大作用，保险公司将显著受益。近期十年期国债到期收益率企稳回升，3月19日水平为3.2364%，为保险板块估值提供了有力支撑；负债端逐步恢复常态发展；行业为实体经济提供风险保障和长期资金支持的功能稳定和强化；板块估值仍处于相对底部，具备长期配置价值。维持行业“推荐”评级。

## 医疗健康行业

随着全球新冠疫苗的普及接种，人类迎来了战胜新冠病毒的曙光，未来的医药整体行业增长也将逐步恢复到疫情前水平。但由于去年疫情的不确定，市场将确定性的医药核心资产估值推向历史极值。受今年整体市场风格影响，核心资产的估值将有明显的回落，高估值的公司必须与其可预见的短期增速相匹配。今年医药配置思路，建议重点寻找估值合理、短期增长确定的公司，而对于前期高估值公司建议保持谨慎。

尽管市场依然充满不确定，但是医药子板块仍然具备较大的投资机会，例如以国产新冠疫苗为代表的企业，有望迎来业绩爆发的元年，可以预期未来疫苗常态化需求，短期预计疫苗将供不应求，对于具备产能且有产品迭代能力的公司，未来将持续受益。血制品行业在经过去年的扰动后，今年预计将出现全球范围的血制品短缺，预计将于今年年中传导到国内，相关国内企业预计将受益于血制品量价齐升。



还有较多的二三线公司，尽管长期增长确定性略逊于一线龙头，但是估值上已经较为合理，安全边际较高，短期增长确定性强，不排除有后发超车的可能，建议整体逢低布局，不追高。对于业绩确定性较高的医药股，仍然有较确定性的绝对收益。

## 化工行业

2021年一季度，化工指数上涨2%，跑赢大盘1个百分点。一季度开始，国内需求进一步好转，海外的疫情依然严重，加之美国寒潮，众多化工装置意外停产并且时间较长，影响海外产量。但需求明显增长，出口情况大幅改善，导致淡季不淡。企业的开工率维持高位，库存下降，产品价格大幅上涨，普遍高于历史中位数。总体来讲，一季度的业绩大概率比历史同期好很多，超出之前预期。展望2021年二季度，进入传统旺季，行业景气度有望维持高位，业绩预计依然较好，值得期待。长期来看，龙头企业的竞争力越来越强，市占率持续提升，具有一定的成长性，建议关注。

### 勘探开采和炼油

一季度，由于欧美疫苗接种较快，市场看好2021年的经济，加之OPEC维持减产，布伦特油价持续上涨，一度超过70美金/桶，近期由于疫情有所反复，市场对需求有所担心，价格有所回落，但依然维持在60美金/桶以上。展望全年，全球疫情大概率会被控制住，随着需求复苏，对油价形成支撑，上游的亏损预计进一步减少，并逐步开始盈利，炼油环节，随着油价的上涨，将产生库存收益，业绩环比将大幅改善，加之民营大炼化未来几年产能持续投放，业绩还将有大的增长，建议关注。

上游勘探开发业务由于今年各公司减少资本开支，明年有望有所增加，全球油服有望小幅回暖，对于国内勘探开发业务来说，情况会更好，本来由于“七年行动计划”，工作量并没有明显减少，只是价格有所下降，明年价格也有望有所好转，业绩值得期待。

### 基础化工

目前基础化的需求远好于往年，也好于预期，主要是国际疫情影





响当地生产，产能转移到中国，出口大幅增长，在淡季库存持续减少，产品的价格明显上涨，企业的盈利水平也逐季改善，目前产品价格超过历史中位数。展望全年，由于目前库存低，景气度有望维持高位，公司的业绩将会有很好的表现，建议关注，特别是龙头企业，市占率不断提升，兼具弹性和成长。从中长期来看，行业集中度将持续提升，届时行业龙头的地位将进一步巩固。另外，新能源产业链、OLED 产业链由于处于高速增长期，我们长期看好；电子化学品、新材料等行业还有很大的进口替代空间，本身国内的增长性也不错，值得长期关注。

## IT 行业

### 电子行业

由于 2020 年疫情的影响，电子下游终端出现了需求共振的现象。叠加库存周期，一季度延续了自去年四季度以来的上游涨价热潮。面板、被动元器件、芯片、PCB 等电子元器件都出现了涨价、缺货等情况，预计随着全球经济复苏，这轮电子上游缺货的情况或在下半年有所好转。但上游缺货进一步导致下游产品出货困难或者终端涨价，电子此轮非常规涨价或对部分终端的销售产生负面影响，需求的持续程度需要谨慎观察。另一个角度来看，全球硬件智能化正在加速，智能家居、可穿戴、智能汽车等领域智能化浪潮方兴未艾，而国内品牌以及供应链具备成本和响应速度的优势，预计将持续从中受益。

### 计算机行业

去年下半年，部分子行业例如企业 IT、网络安全等在疫情后迅速恢复到了过去几年的平均增速水平，其内在原因在于企业信息化已经成为企业自发需求。随着人力成本的提升和产业升级的需求，企业的经营模式变革和对利润率的追求都在推动企业采用更加广泛的信息化，而 AI、大数据、云计算等新兴技术的应用进一步创造企业信息化新需求。随着企业信息化从 ERP 扩展到 MES、CRM 等各类细分需求，看好企业信息化在此长周期内的发展潜力。



## 通信行业

展望 2021 年以及二季度，一方面：随着 5G 基建的持续推进，5G 相关的应用将迎来机会，物联网是 5G 重要的应用，将迎来高成长，如共享电车、共享电动车、扫码支付、移动充电宝等物联网应用越来越多，随着 2G、3G 物联网逐步退网，4G cat1，5G 物联网的量将迎来快速成长。另一方面：从数据中心服务器产业链来看，国内外云厂商 capex 持续高增长，云计算和服务器相关产业链将持续受益，特别是业务跟海外云厂商相关度高的环节。看好光模块、通信物联网模组以及相关产业链的布局机会。

## 半导体行业

2020 年四季度以来，全球半导体全产业链景气度一直延续到一季度，预计全球半导体市场将在 2021/2022 年同比增长 8%/10%，达到 4,873/5,360 亿美元，全球晶圆代工市场从 2020 年的 28% 营收同比增长趋缓到 2021/2022 年的 9%/13% 同比增长。全球存储器市场从 2020 年的 8% 营收同比增长加速到 2021/2022 年的 13%/15% 同比增长。二季度看好存储行业去库存结束后景气度持续提升，看好服务器行业季度环比持续提升，下半年同比环比都会有很明显的增长。

## 传媒行业

### 电影行业

3 月 12 日文化和旅游部发布通知，疫情低风险地区的剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所接待消费者人数比例不再做统一限制，疫情对影视行业影响或进一步降低，Q2 院线行业经营数据预期同比好转。但由于长期空间有限，整体电影行业的机会仍较小，投资机会更多在爆款电影带来的个股机会——由于电影院人数比例限制放开，爆款电影数据有望表现更好。

### 游戏行业



重点游戏公司目前估值处于历史较低位置，2021年1-2月手游市场在去年基数较高的情况下，仍有正增长，且2月相比1月表现更好，2月中国移动游戏市场实际销售收入211.98亿元。Q2起多家公司重点游戏产品将上线，整个游戏行业或迎来产品周期带来的供给推动增长时期。同时得益于新的细分赛道逐步成熟以及丰富的新产品，预计Q2增速可观。手游出海市占率持续提升，由疫情催生的流量红利持续。游戏板块内部，由于买量成本仍旧处于高位，买量对游戏利润的影响逻辑仍在，所以更看好有较高研发能力的手游公司，对纯买量型公司较为悲观。

## 零售行业

由于疫情得到控制，1-2月社零回暖明显。2021年1-2月我国社会消费品零售总额69737亿元，同比+33.8%，主要受去年低基数影响，但对比2019年同期+6.4%，两年平均+3.2%，显示社会消费恢复良好。其中，受局部地区疫情反弹影响，餐饮两年平均-2.0%，尚未完全恢复，商品零售加快复苏。①细分品类：金银珠宝、汽车、烟酒等可选品类恢复良好，同比高增长；日用品、粮油食品等必选品类增速保持稳定。②网上：全国网上零售额同比继续高速增长，实物商品网上零售额占比20.7%，较2019年同期提升4.2个pct。

线下看，超市受社区团购影响仍明显，未看到2季度有好转趋势。整体呈现去库存、高周转，重塑流通渠道格局。社区团购模式打破了传统的商品流通链路，将原本流通渠道的多层分销体系重构成为“平台供应商-团长提货点-用户”的全新链路格局。平台积累的海量订单扩大了上游采购能力，实现了稳定、优质、低价商品供货；通过去库存降低了损耗，充分拉动了厂商、经销商、生鲜批发商的动销率，压缩结算周期并提高了上游的资金周转效率，充分让利消费者形成终端价格优势。次日达模式扩大了商品的适销性，因此判断除生鲜外社区团购最主要的机会将集中在高性价比的快消可食领域，为C端品牌化趋势打开机会窗口。

线上零售相比线下增长更好。2020年1-2月实物商品网上零售额



占比较 2019 年同期提升 4.2 个 pct。2021 年 1-2 月全国网上零售额 17587 亿元，同比增长 32.5%，两年平均增长 13.3%。其中，实物商品网上零售额同比+30.6%，两年平均增长 16.0%，占社会消费品零售总额的比重为 20.7%，较 2019 年提升 4.2 个 pct。在实物商品网上零售额中，吃类、穿类和用类商品分别同比+41.6%、+44.3%和+25.1%。

## 家电行业

2021 年 1-2 月，家用电器和音响器材类零售额累计同比增长 43.2%，增速比 2020 年全年提升 47.0pct，相比 2019 年同期下降 4.9%。

当前，国内白电零售市场呈现出线上高增长、线下弱复苏的态势。AVC 统计，2021 年 1-2 月冰箱、洗衣机、空调线上零售额分别同比+97%/+66%/+40%，相比 2019 年同期+90%/+57%/+6%；线下零售额分别同比+54%/+39%/+37%，相比 2019 年同期+8%/-7%/-7%。其中，海尔在线上冰洗空市场持续高增长，2021 年 1-2 月海尔线上冰洗空零售额市场份额环比 20 年 Q4 均有提升。

在国内市场需求温和复苏、行业竞争格局改善、原材料成本快速上行的背景下，冰洗空零售均价持续提升。2021 年 1-2 月，冰箱、洗衣机、空调线上零售均价分别同比+9%/+10%/+19%；线下零售均价分别同比+10%/+10%/+12%。相比 2019 年 1-2 月，2021 年 1-2 月冰洗线上零售均价分别增长 5%/4%，线下零售均价分别增长 18%/21%；但是空调由于行业渠道效率提升，导致线上、线下零售均价分别下滑 12%/8%。

2021 年 1-2 月，大型厨房电器线上、线下零售额分别同比+49%/+44%，相比 2019 年同期分别+2%/+0%。大厨电市场自 20 年 Q2 开始零售端改善，目前线下零售额相比 2019 年同期已止跌。厨房小家电由于 2020 年 2 月同比高基数，2021 年 1-2 月累计零售额同比下滑。

## 汽车行业

根据乘联会数据，2021 年 2 月乘用车批发销量 113.5 万辆，同比增长 409.7%，环比下降 44.1%；零售销量 117.7 万辆，同比增长 371.9%，



环比下降 45.5%；新能源乘用车批发销量 10.0 万辆，同比增长 640.2%，环比下降 39.5%。分品牌看，（1）2 月豪华车零售同比增长 485%，环比下降 45%，较 2019 年 2 月同比增加 36%，继续保持强势增长；（2）2 月主流合资品牌零售同比增加 345%，环比下降 46%，较 2019 年 2 月同比下降 2%；（3）2 月自主品牌零售同比增加 376%，环比下降 45%，较 2019 年 2 月同比下降 6%。受疫情影响，2020 年 2 月及 3 月的乘用车销量基数极低，低基数下今年 2 月和 3 月均有望实现同比超高增长。考虑到 20 年三季度开始由于被疫情抑制的消费需求释放和促进消费政策带来的较高基数，乘用车销量增速或在下半年开始逐步放缓，全年销量增速预计呈现“前高后低”走势。主流合资品牌与自主领军品牌的走势总体较强，但车企零售分化越加明显，中小车企生存艰难。建议关注新能源产业链核心环节如动力电池、隔膜等龙头企业。

## 房地产行业

疫情后房地产行业恢复迅速，成为疫情后经济复苏的主要动力之一。根据统计局数据，2020 年全年商品房销售面积 17.6 亿平方米，同比增长 2.6%；销售金额 17.4 万亿，同比增长 8.7%；投资总额 14.1 万亿，增速达到 7%。2021 年 1-2 月延续 2020 年 Q4 的热销，销售数据大超预期。2021 年 1-2 月销售面积 1.74 亿平方米，同比增长 105%，以 2019 年同期为基数，增长 23.1%；销售金额 1.92 万亿，同比增长 133%，以 2019 年同期为基数，增长 49.6%。

自 2020 年 Q4 以来，房地产行业有过热迹象，尤其是 21 年 1-2 月销售增速，即便剔除基数影响，以两年复合增速计算，也创了 2016 年以来的新高。因此，21 年年初政府对房地产行业进一步加强调控，新增“集中供地”等政策，严查违规资金进入地产，预计 21 年地产行业融资会趋紧，开发商拿地选择更加谨慎。

## 食品饮料行业

食品饮料在 2020 年 Q3 后各子行业终端消费逐步恢复到正常和接



近正常状态，2021 年 Q1 的春节旺季动销良好，我们对板块基本面乐观。

1) 白酒：2015 年至今向龙头集中、消费升级（企业产品结构升级，龙头产品直接提价）的趋势持续强化。高端白酒批价坚挺；次高端龙头 2019 年至今陆续提价，更是推动主流次高端从 300-500 元价格带向 400-700 元价格带上移。依然看好白酒龙头企业在 2021 年 Q1 旺季放量后续淡季控价的措施。

2) 啤酒：以 2018-2019 年龙头普遍提价为标志，啤酒行业进入产品升级、竞争改善、利润率回升良性竞争周期。龙头企业纷纷提升中高端产品结构占比，费用投放更加合理有效，压缩低效产能，并且经营效率提升，龙头净利率提升。

3) 乳制品：常温液奶方面，两家龙头企业合计占据绝对的市场份额（常温液奶占 60%+）；低温液奶方面，技术进步使得低温鲜奶保质期延长，则奶源的运输壁垒在下降。整体，乳制品行业维持在大个位数增长，龙头企业获得行业主要增量，并且龙头之间竞争趋于有序。

4) 调味品：中长期来看，升级提价、集中度提升趋势持续，龙头企业成为平台性公司，依靠渠道优势叠加新品类。2020 年龙头企业依靠网络扩张和下沉、加大 C 端投入等应对疫情影响，2021 年餐饮渠道逐步恢复，调味品龙头企业有望延续较快增长。

5) 休闲食品：休闲食品龙头在疫情后纷纷逆势扩张，份额提升。休闲食品消费具有一定的“冲动消费”特点，疫情后出行习惯的变化，社区团购的兴起等，使得部分品类的单店销量下降。

## 农林牧渔行业

### 1、畜牧产业链：

非洲猪瘟疫情导致我国母猪和生猪存栏大幅下降，生猪养殖行业从 2019Q3 开始的积极补栏，2020Q3 贡献产出，此后生猪供给量将逐步放量。2020 年末/2021 年初的疫病反复，对供给恢复速度有所扰动，但总体供给逐步增加。季节性供求错配造成猪价短期波动，但是整体猪价已进入下降周期。畜牧产业链重点关注动物疫苗、饲料龙头，生



猪养殖企业 2019Q3-2020Q2 各季度盈利向好，而上游疫苗、饲料等也将受益于下游养殖的高盈利和后续的存栏基数上升。

## 2、种植产业链：

种植业的供给侧结构改革从玉米扩大到水稻等，玉米的去产能和库存的效果好，整体粮价偏强。种植业整体经历去库存周期，种业库存下降，但普遍出现单品种制种面积下降、大品种效应下降的现象。中长期，玉米转基因安全证书放开标志着我国主粮转基因进入快速推进阶段，具有转基因技术的龙头企业将明显受益。

## 环保工程及服务行业

未来建议重点关注碳中和目标下的环保行业的发展机会。碳减排需求不但会推动清洁能源产业的发展，同时也推动着碳交易、生态修复、碳捕捉等领域的进步。

另外，在传统的污染治理领域，垃圾焚烧市场仍有较大增长空间，而污水资源化、环卫服务市场化以及危废、汽车、电池等固废的资源化处理等或成为未来五年新的增长点。

## 纺织服装行业

国内环境整体偏暖+龙头主动创新升级，整体行业相对 2020 年有所改善。(1) 低基数叠加经济复苏，2021 年终端零售有望继续改善，行业增速将呈现前高后低的走势，大众消费预计回暖弹性高于高端消费，长鞭效应下，线下渠道补货需求有望释放。(2) 内循环助力国内可选消费，国潮将日益深入人心，本土品牌认可度得到全方位提升。

(3) 电商平台反垄断大背景叠加疫情后线下渠道和经销商资源的重新分配和双向优选，龙头品牌的议价能力进一步提升，行业头部化有望加速。(4) 后疫情时代品牌龙头将主动加速线上线下全渠道融合，数字化贯穿全产业链，快反成为全行业共识。(5) 不少品牌龙头进入二代接班或职业经理人管理阶段，公司治理和商业模式有望进一步优化，公司经营将向更新、更快、更有效率的方向前行。



## 轻工制造行业

### 家居

需求复苏带动业绩，工程业务造成分化。20 年 Q4 家具制造业收入同比增长 5.5%，需求复苏明显。8 月“三道红线”对地产行业影响较大，地产商加快开工推盘，库存变现，20Q4 商品房销售面积持续增长，此外“三道红线”对负债率较高的房企限制融资，部分过分依赖头部房企的公司 Q3 收入负增长，而龙头企业主动扩张工程业务，客户较为分散，有加速增长态势。

### 大宗用纸

供求优化，有望开启新一波行情。文化纸：截至 21 年 1 月，库存水平正常，仅相当于增加旺季时 5-7 天的库存，终端需求基本保持在 300 万吨/月的量级，恢复明显。龙头涨价函频发，纸价存在上涨空间。废纸：禁废令下 2021 年将存在 400 万吨废纸浆缺口，将对包装纸价格提供支撑。短期进口成品纸弥补缺口，但因 2020 年下半年进口纸价有上涨趋势，进口进一步增加空间或有限。

### 生活用纸

价格上扬，静待需求修复。在浆价带动下，生活用纸价格止跌上扬，或预示行情拐点。2020 年 Q3 终端需求未见明显放量，部分解释了前期价格持续低迷的原因。随着需求进一步修复以及纸厂看涨提价，生活用纸价格仍有上涨空间。

投资建议：家居板块看好：软体家居龙头国内受益于电商渗透率提升，同时也受益于海外需求修复。看好造纸板块，纸价有进一步上涨空间。

## 建筑建材行业

### 建筑

2021 年 1-2 月广义基建同比增速 35%，较 2019 年 1-2 月增速-4.8%。狭义基建增速同比增长 36.6%，较 2019 年 1-2 月增速 3.5%。去年四季度以来，基建投资持续低于预期，尤其是今年前两个月数据出





台后，政府表态会降低财政支出，基建全年预期下调。

大部分地区基建需求已经饱和，且地方政府资金较为紧张，基建投资很难回到高景气时期，预计未来保持温和低增长。基建内各行业分化加大，装配式、绿色建筑等政府鼓励的细分行业有望高增长，传统基建仍处于下行通道。

### 建材

2021年1-2月，全国水泥产量累计为2.41亿吨，同比增长61.06%，2019-2021年均复合增速6.73%。受熟料低价、低库存影响，2月19日长三角沿江地区水泥熟料价格即迎来节后第一轮上涨，相较往年提价时点显著提前。3月初下游需求开始恢复，水泥将进入季节性提价时期。由于各区域需求和新增产能有较大差别，预计今年水泥价格区域分化会加大。

2021年1-2月，全国平板玻璃产量累计为16081万重箱，同比增长7.8%。2021年2月份全国浮法玻璃加权平均价为2123.90元/吨，较上月价格下跌126.36元/吨，环比下跌5.62%，相比2020年2月均价上涨约320元/吨。春节后主要受加工厂和贸易商补库需求驱动，全国多数地区浮法厂家库存开始快速下降，3月起价格开始迅速修复。当前局部地区走货速率较前期略有放缓，刚需支撑下整体库存水平维持下滑。加工厂和贸易商补库接近尾声，社会库存有一定压力，尤其局部区域贸易商库存偏高，预计3月下旬进入社会库存消化期，价格偏稳运行，需求受竣工刚需影响更大。从全年角度来看，我们预计2021年浮法供给仍然偏紧，需求端高景气或将支撑整体价格维持高位运行，驱动因素包括光伏装机高速增长、汽车需求回暖、竣工需求持续释放、出口回升等。

## 电力设备行业

### 新能源

过去一季度光伏产业从国内外政策层面看迎来前所未有的有利局面，2月国家能源局官方首次正式提出2030年非化石能源占比目标25%并确保完成，美国正式重返巴黎协定，3月中央财经会议上提出要建



立以新能源为主体的新的电力系统。预计十四五期间年均装机将在80GW左右，未来10年年均100-120GW。长期来看，当前主流技术的降本路线和未来新技术迭代路线逐步清晰，龙头企业地位稳固，竞争格局逐渐清晰，行业整体经历了过去十几年的发展，开始进入全球平价甚至低价的新时代，未来有望成为占比最大的新增电源形式，目前渗透率不足10%，长期看好光伏产业链。

在实际生产中，一季度由于受制于硅料供应紧张，除硅料外的其他产业链环节均有不同程度的毛利受损和开工率不足的情况。市场担忧硅料价格暴涨是否能传导给终端需求以及硅片等环节的新进入者是否会改变该环节的竞争格局等，上下游处于激烈的博弈阶段，预计会持续到二季度，并随着下游需求的放量逐步达到新的平衡。硅料供给的紧张局面预计会持续到2022年，从而造成未来两年产业链各环节之间的反复博弈。

风电经历过去几年的行业低迷，逐步从底部回升，预计十四五规划或提升市场预期，明年抢装结束后年装机有望保持平稳发展。海上风电成为新的投资热点，密切关注国补地补政策的变化，远期随着风电发电成本的下降以及国内制造企业走出国门，将在全球面临更大的市场空间。

### 电力设备

随着新能源发电地位的提升以及用能需求的多样化，电网相关设备的采购有望升级。同时，工业投资仍处在景气上行阶段，而国内龙头企业在疫情期间获得了很好的扩大市场份额的机会，预计整体国内的工控设备需求仍然保持在较高的水平。

长期看好制造业升级逻辑带来的工控相关企业成长机会，传统制造业回暖和先进制造业国产化趋势不会逆转，工业4.0有望带来长期机遇。

## 机械军工行业

根据中国工程机械工业协会挖掘机分会统计，2021年2月纳入统计的26家主机制造企业挖掘机共计销售28305台，同比增长205%；



其中，国内市场销量 24562 台，同比增长 256%；出口销量 3743 台，同比增长 57.9%。一方面，2020 年 1-2 月国内疫情爆发初期，由于居家隔离及停工停产导致当时基数较低。另一方面，为了响应国家疫情防控号召，2021 年春节假期大部分流动人口“就地过节”，部分在建工程保持开工状态，同时部分基建项目可能提早启动。3 月为挖掘机传统销售旺季，2018-2020 年 3 月挖掘机销量逐年提高，分别为 3.8 万台、4.4 万台、4.9 万台，2021 年 3 月挖掘机销量有望延续增长趋势。

1) 长期来看，高基数背景下行业增长存在一定压力，但更新换代等内生性变化将托底行业需求；推进装配式建筑、公路治超等政策有望带来结构性机会。建议关注工程机械龙头主机厂及配件企业。2) 军工行业迎来高景气，迎来新接订单及收入确认，行业盈利能力将恢复正常水平。在国际环境变化的大背景下，军工多个领域如导弹、新型号军机需求迫切。中期，新型主战装备批产提速、实弹训练以及地缘政治影响有望提升军队采购量，“十四五”期间军队采购需求将显著提升。长期，武器装备存量仍然偏低，新型装备占比较小，未来军费投入有望提升。

## 有色、钢铁及煤炭行业

### 有色金属行业

疫情下，各国央行实行宽松的货币政策，特别是美国采取了直升机撒钱的方式，直接发放大量的货币给居民。大宗商品价格一季度大幅反弹，除了贵金属外，几乎所有的金属价格都有一定的上涨。中国经济受益于出口产业链，全球 PMI 数据较好。展望二季度，我们继续看好基本金属价格上涨，但是我们也要密切关注利率上行的速度，存在政策收缩的风险。此外我们也看好新能源材料，锂钴价格仍然强势。

### 钢铁行业

随着铁矿石和焦炭价格强势上涨，钢铁行业盈利能力下降。工信部年初提出了“去产量”政策，力图改变钢铁行业长期低 ROE 的局面。我们看好长期行业格局改善的逻辑，随着未来产量的严格控制和碳中



和相关政策的执行，钢铁行业盈利能力有望稳步提升。展望二季度我们继续看好钢铁行业价格和盈利能力，这其中板材的行业格局更好，我们更看好板材相关的公司。

### 煤炭行业

煤炭价格持续上涨，澳洲动力煤进口过关放缓，煤炭供不应求。煤炭行业碳中和的背景下，煤炭新增供给有限，我们继续看好二季度煤炭价格走势。



### 风险提示

本材料不作为任何法律文件。本公司承诺以诚实信用、勤勉尽责的原则管理和运用基金资产，但不保证基金一定盈利，也不保证最低收益。基金的过往业绩及其净值高低并不预示其未来业绩表现。基金管理人所管理的其它基金的业绩并不构成对本基金业绩表现的保证。本公司提醒各销售渠道和销售人员，在向投资者推介本计划时，应提醒投资者基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运营状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资者自行承担。投资者投资于本公司基金前应认真阅读相关的基金合同和招募说明书等文件，了解所投资基金的风险收益特征，并根据自身风险承受能力选择适合自己的基金产品。应提醒投资者注意投资风险，谨慎投资。

### 免责声明

国海富兰克林基金管理有限公司是得到中国证券监督管理委员会批准成立并受其监管的基金管理有限责任公司。

本文件中所表达的观点以及陈述的信息是一般性的观点和信息，其与具体的投资对象、财务状况以及任何的特殊需求无关。文件中所表达的观点不构成国海富兰克林基金管理有限公司的投资建议或任何其他忠告，并可能随情况的变化而发生改变。这些观点不必然反映国海富兰克林基金管理有限公司任何部门的观点。国海富兰克林基金管理有限公司尽力严谨处理本文件中所述的观点和信息，但并不就其准确性作出保证。如果您需要进一步的观点与信息，请与国海富兰克林基金管理有限公司联系。

投资存在风险，过往的业绩并不代表将来的表现，基金净值及其收益可能会不断变动。

本文件不是对任何人投资国海富兰克林基金管理有限公司所管理之产品而提出的建议、要约邀请或要约。投资人在认购或申购国海富兰克林基金管理有限公司所管理之产品前，应仔细阅读其基金合同/资产管理计划合同、招募说明书/投资说明书，及/或相关公告。

除非另有注明，本文件所包含的所有资讯均为本文件使用时之当时资讯。

本文件之目的仅为提供资讯，非经国海富兰克林基金管理有限公司授权，任何人不得整体或部分阅读、打印、保留、复制、传播、散布、引用或以其他方式使用本文件。

本报告数据来源：Wind。