



Orient Fund

经济复苏，优选低估值价值成长

——2021年2季度权益市场展望



ORIENT FUND

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 美国疫苗接种速率不断加快, GDP恢复至疫情前水平
- 美债收益率或将继续冲高
- 中国经济渐进修复
- 广义流动性边际开始趋紧, 社融拐点出现

■ 二、经济复苏, 优选低估值价值成长股

- 国内经济延续稳步复苏, 服务业恢复加快成亮点。
- 制造业中上游预计走强
- 二季度通胀指标或将出现年内第一个峰值
- 一季报延续高景气, 工业板块迎来翻倍季报

■ 三、投资建议

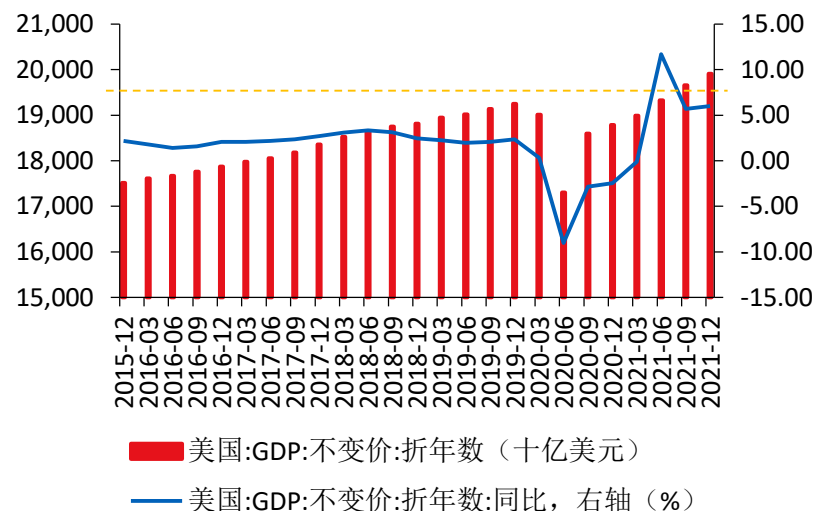
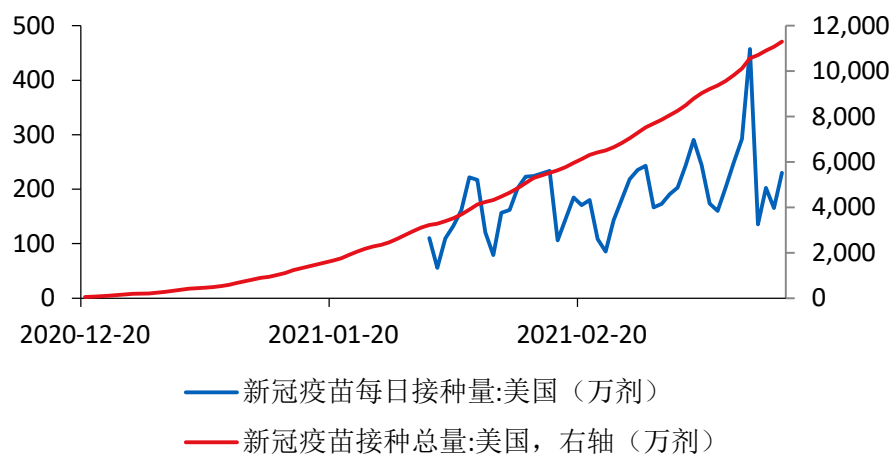
- 市场调整之后的高性价比成长主线, 如新能源车, 半导体和显示面板行业
- 把握疫情后复苏的旅游酒店行业
- 重点关注景气度延续的上游资源品行业

■ 四、风险因素



1.1、美国疫苗接种速率不断加快, GDP恢复至疫情前水平

- 美国单日疫苗接种剂数站稳200w+/日, 逐步接近300w+。3月13日单日接种最高突破400万剂每日。截至3月12日美国疫苗已完成1亿剂接种目标, 提前完成拜登百日新政的疫苗接种计划。按照目前的接种速度线性外推, 则美国最快可于7月末有70%人口获得免疫, 实现群体免疫。
- 二季度GDP增速(不剔除基数)为年内高点, 绝对值来看Q2将回升至疫情前水平。目前美国经济内生动力主要由地产周期+企业补库存+服务消费回暖带来。地产与补库存全年均有望延续强势; 服务消费与疫苗接种关联度高, 随着Q2疫苗基本完成, 服务消费有望加速回升。目前美国Q2 GDP同比增速预期值约+12%, 受低基数影响增速为年内高点, 且绝对值有望回升至疫情前水平(较2019年复合增速+0.8%)



资料来源: Wind数据库, 东方基金整理

1.2、美债收益率或将继续冲高

- 近期美债收益率快速上行来源于经济复苏下通胀预期抬升：一方面，在1.9万亿规模的财政刺激计划落地之后，叠加疫苗接种率不断提升，全球经济复苏的预期越来越强；另一方面，在沙特宣布减产计划之后，原油价格一路上升，带动大宗商品持续上行，引发全球通胀预期。随着通胀预期上行、美债收益率快速拉升，市场也在节后出现显著调整。
- 利用美债三因子模型，将美债收益率定价拆分为实际GDP增速、CPI增速与风险偏好三因子。在中性假设下，我们采用彭博一致预期作为实际GDP增速与CPI增速的预测值；悲观及乐观假设下，我们采取主要外资行最新经济预测的高值与低值作为模型预测值。风险偏好（期限溢价）则依据今年经济修复的强弱分别取历史相近值。
- 从经济基本面本身的定价来看，美债利率反弹至2%有基本面支撑。美债收益率由实际GDP增速、CPI增速与风险偏好三因子定价。考虑上文所讲的，GDP有望于2季度回升并超出疫情前水平，CPI也或将于Q2达到年内高值，因此或将带来Q2美债收益率反弹至超出疫情前的水平。

美债利率目前突破1.7%



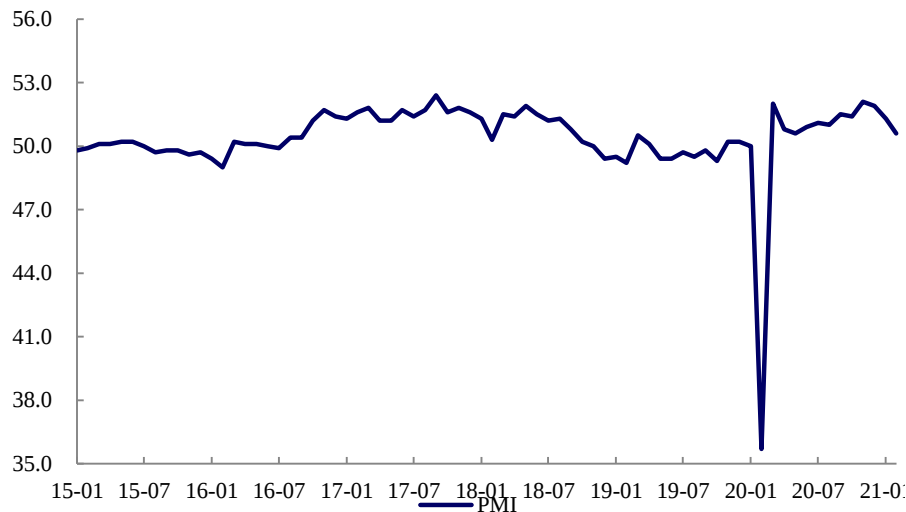
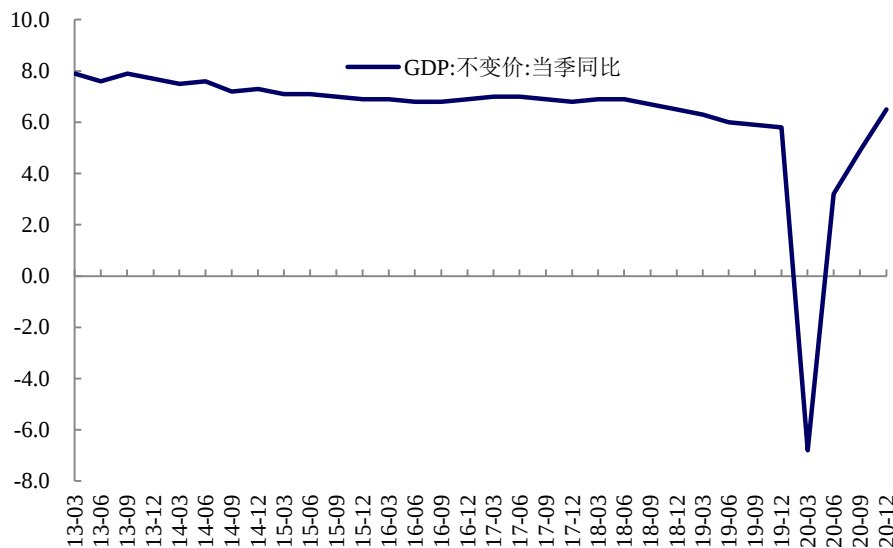
资料来源：Wind数据库，东方基金整理



ORIENT FUND

1.3、中国经济渐进修复

- 疫后中国经济恢复将经历三个阶段。第一阶段是去年二季度，主要驱动力是复工和疫情防控进入常态化。第二阶段是去年三季度和四季度，主要驱动力是海外复工以及国内广义财政影响上来。疫苗落地后经济将会进入第三阶段，力量将来自于疫苗上市后的服务业修复、全球贸易共振和制造业补库存。
- 在低基数的影响下，2021年宏观经济数据同比预计会出现快速冲高随后回落的过程，同比高点出现在2021年1季度。



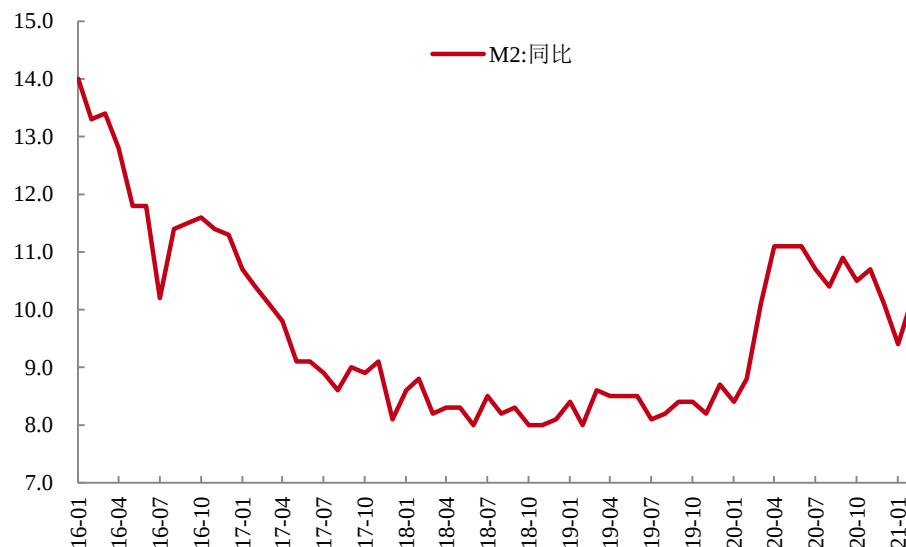
资料来源：Wind数据库，东方基金整理



ORIENT FUND

1.4、广义流动性边际开始趋紧，社融拐点出现

- 从政府工作报告来看，M2和社融的目标仍然是与名义经济增速基本匹配。今年名义GDP增速大约在10%附近，预计今年M2可能回落到9-10%的区间，社融增速回落到10-11%的区间。
- 央行货币政策委员会2021年一季度例会删除了“不急转弯”的表述。跨周期调节是政策特征之一，和去年底相比，“不急转弯”已不是现有经济特征下的强调重点。后续流动性阶段性收敛的风险有所加大。



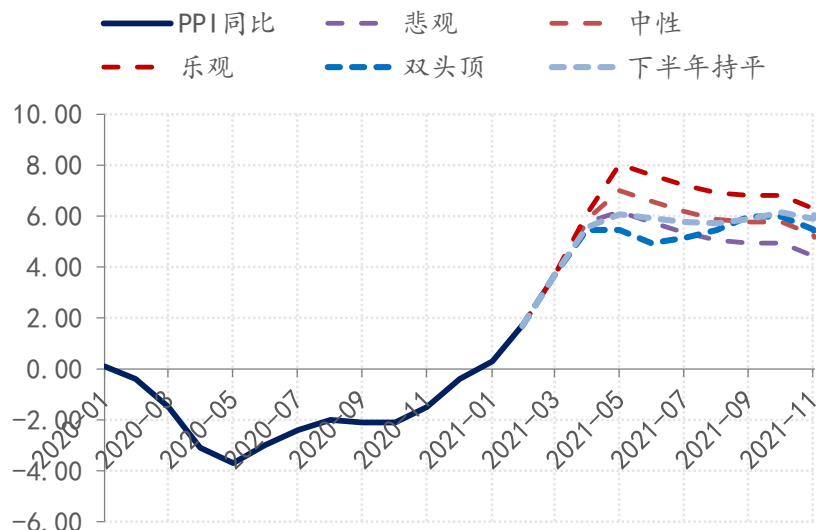
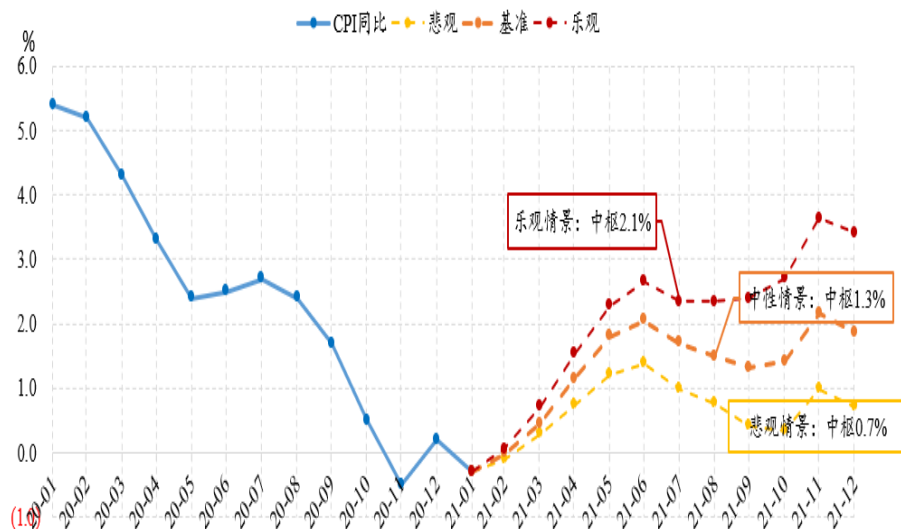
资料来源：Wind数据库，东方基金整理



ORIENT FUND

1.4、疫后温和再通胀

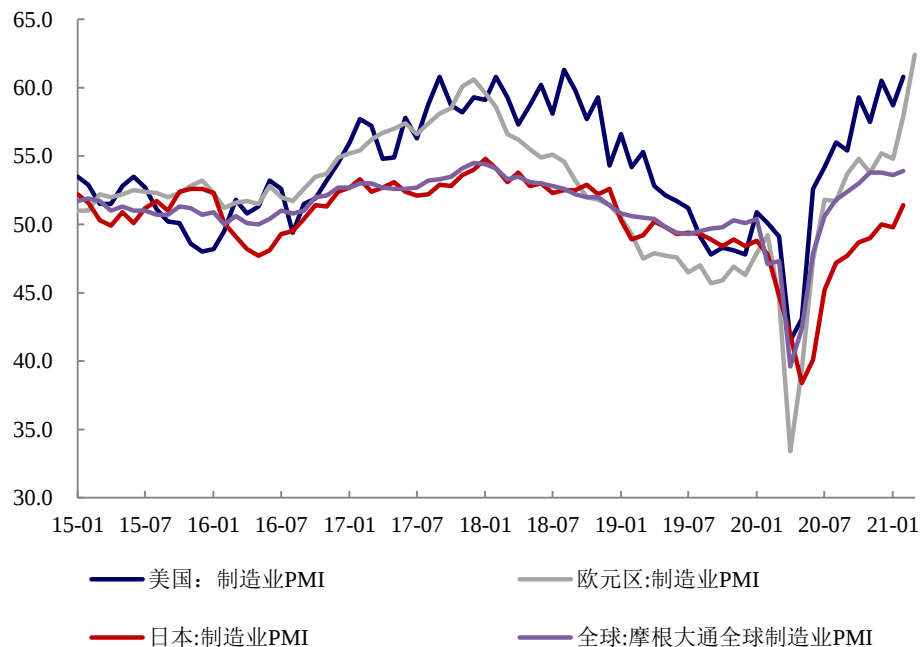
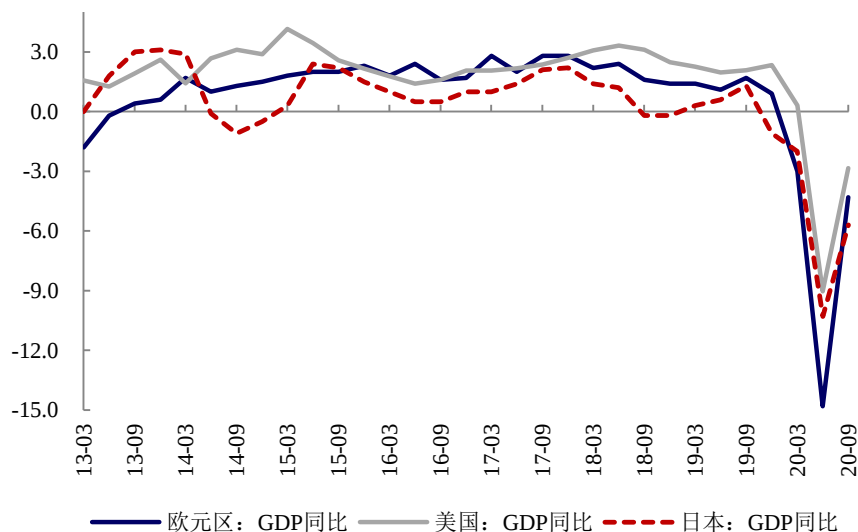
- 去年受疫情影响，通胀水平相对较低。名义增长扩张的周期一般是PPI、核心CPI都会上升的再通胀周期，预测今年通胀的高点出现在第二季度，且主要是去年的基数效应造成的。
- 历史上看，PPI滞后于货币增速的变化，今年随着M1和M2增速的回落，PPI今年中后段将重新回落。
- 今年的通胀水平相对平缓且保持在一个较低的水平，通胀压力不大时，即PPI和CPI同比不高的情况下，央行通常不会上调基准利率来收紧流动性。对通胀的担忧或不会对货币政策宽松构成掣肘。



资料来源: Wind数据库, 东方基金整理

1.4、海外经济处于新冠疫情冲击后的过渡之年

- 2021 年海外经济将处于新冠疫情冲击后的过渡之年。疫情高峰已度过，主要经济体复苏，共振复苏是新的焦点。
- 复苏大趋势基本确立：一方面疫情影响边际减弱，复工复产在路上，另一方面财政刺激和货币宽松短期不会退出；欧美PMI均回升至疫情前水平，并在最近几月持续走高。



资料来源: Wind数据库, 东方基金整理

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 美国疫苗接种速率不断加快, GDP恢复至疫情前水平
- 美债收益率或将继续冲高
- 中国经济渐进修复
- 广义流动性边际开始趋紧, 社融拐点出现

■ 二、经济复苏, 优选低估值价值成长股

- 国内经济延续稳步复苏, 服务业恢复加快成亮点
- 制造业中上游预计会走强
- 二季度通胀指标或将出现年内第一个峰值
- 一季报延续高景气, 工业板块迎来翻倍

■ 三、投资建议

- 市场调整之后的高性价比成长主线, 如新能源车, 半导体和显示面板行业
- 把握疫情后复苏的旅游酒店行业
- 重点关注景气度延续的上游资源品行业

■ 四、风险因素

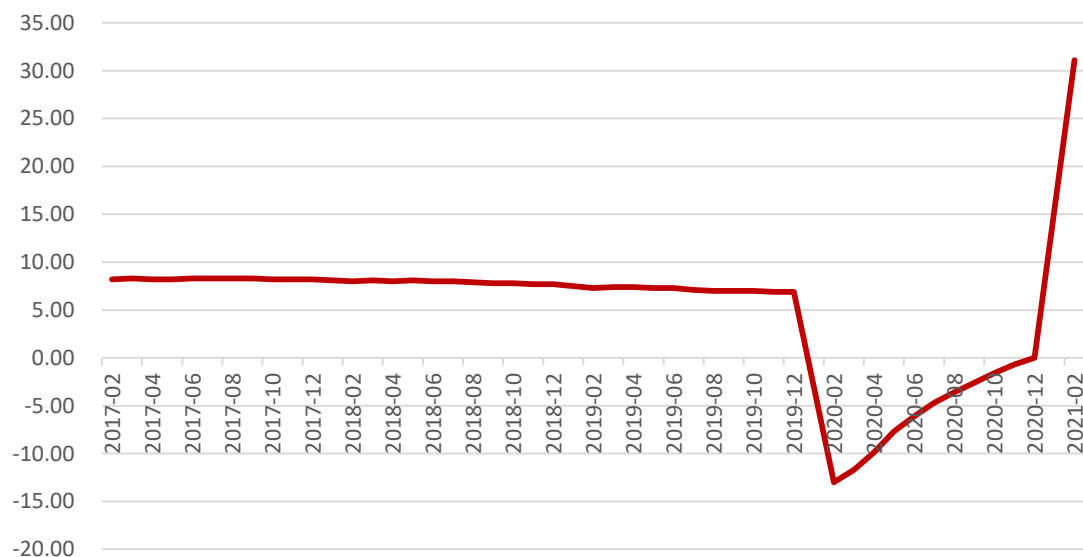


2.1、国内经济延续稳步复苏，服务业恢复加快成亮点

- **国内经济延续稳步复苏，服务业恢复加快成亮点。** 由于初冬季疫情再次反复带来的防控措施升级，剔除基数的因素后消费的实际景气整体来看恢复较慢，1-2月两年同期复合增速仅3.2%，与去年四季度增速持平。但目前来看各地防控措施已有放松。预计3月消费将重拾复苏动力向上修复，二三季度在疫苗不断扩大接种范围以及社交距离管制明显解除的情况下，消费尤其是服务性消费复苏力度将会加强。

1-2月服务业生产指数较2019年同期相比增长14.1%

服务业生产指数:累计同比（%）



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

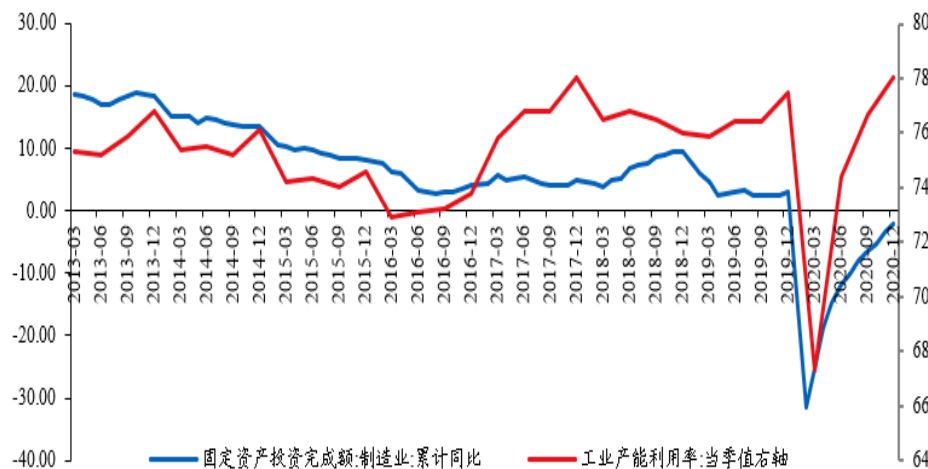


ORIENT FUND

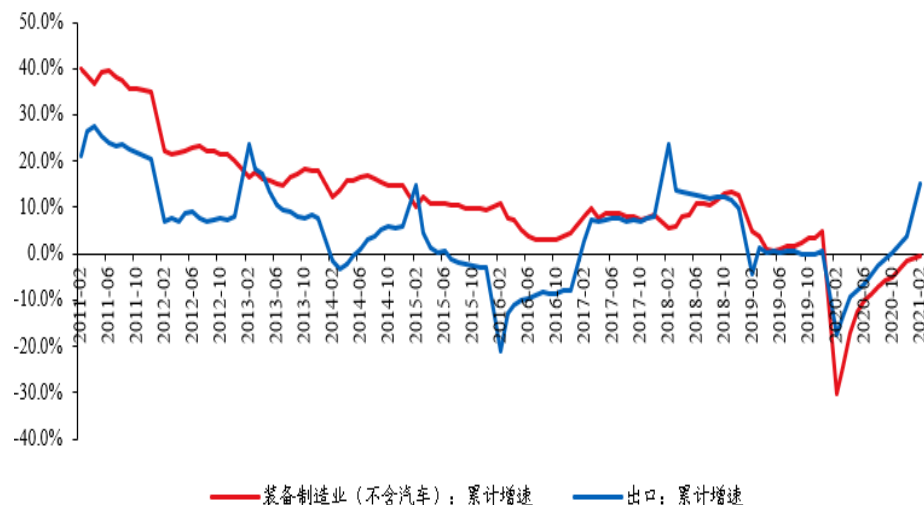
2.2、制造业中上游会走强

- 产能利用率去年四季度上行至历史最高位78%。与2017年四季度一样，2017年产能利用率的上行带动了2018年的制造业投资的景气上行。今年可能部分行业也会受益于产能利用率上行进行产能扩张。
- 分行业看，产能利用率创2016年以来新高的有黑色金属冶炼与压延、有色金属冶炼与压延、通用设备制造业、电气机械和器材制造业。
- 出口持续高景气，带动中游装备制造业（不含汽车）的投资上行。历史来看，两者走势偏同步。对二季度的出口偏乐观。

产能利用率：2013年以来最高



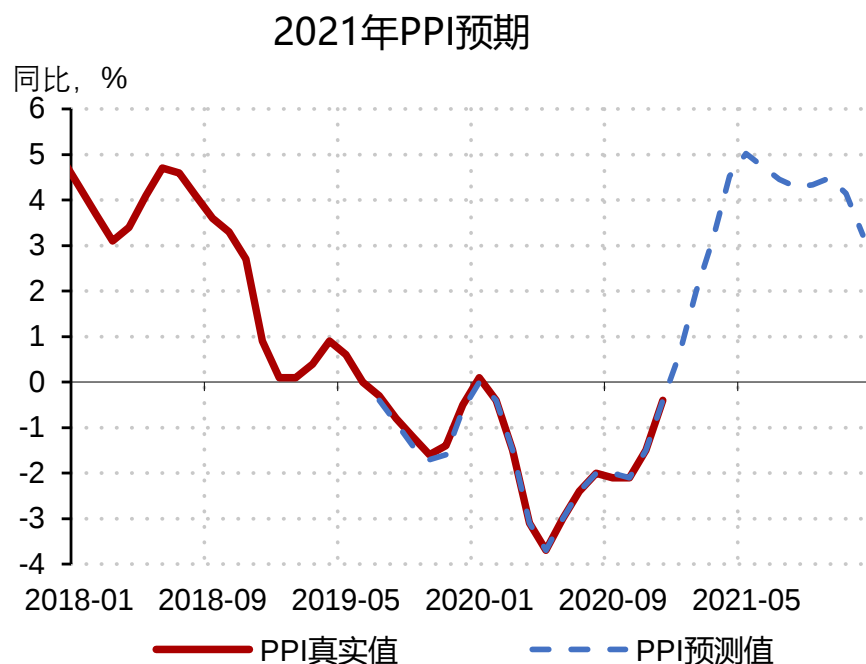
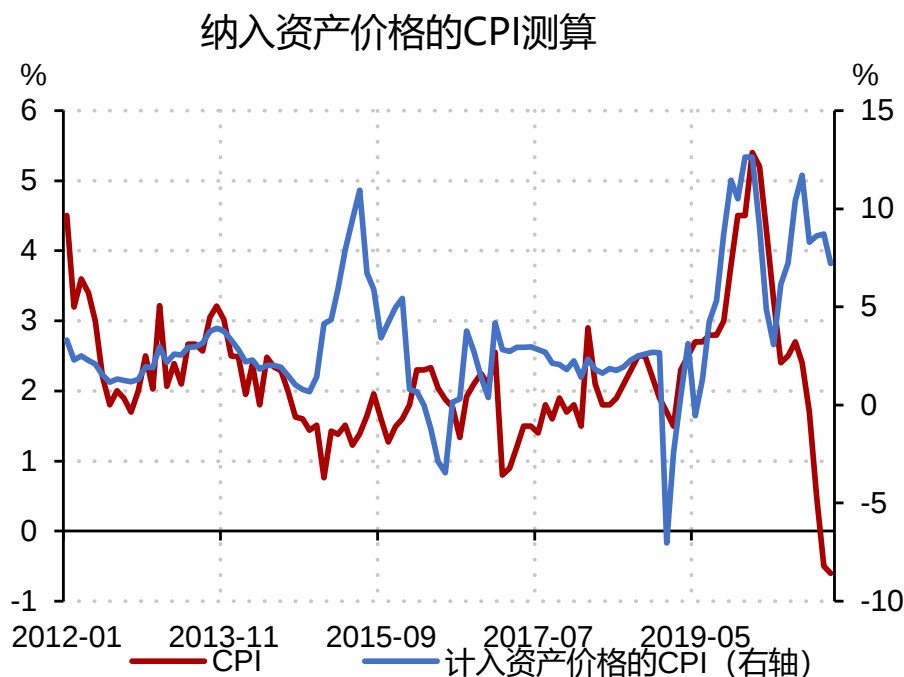
出口：带动装备制造业投资上行



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

2.3、二季度通胀指标或将出现年内第一个峰值

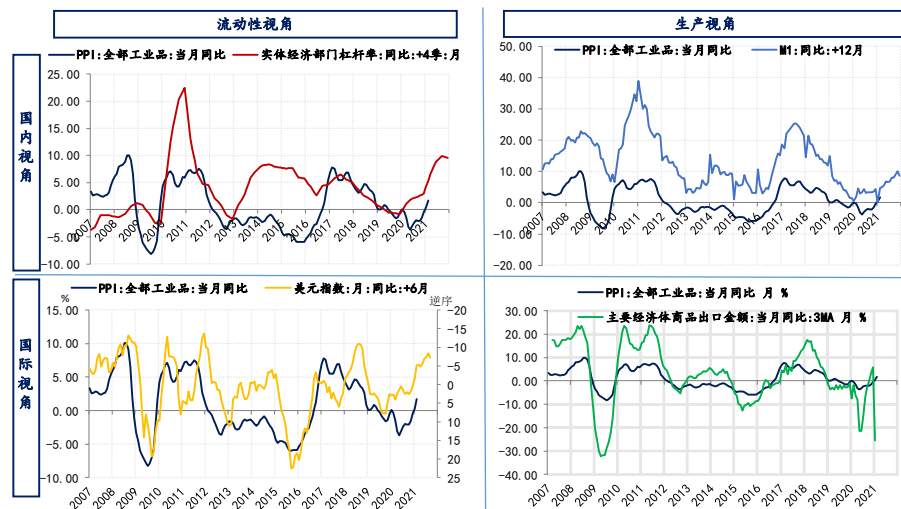
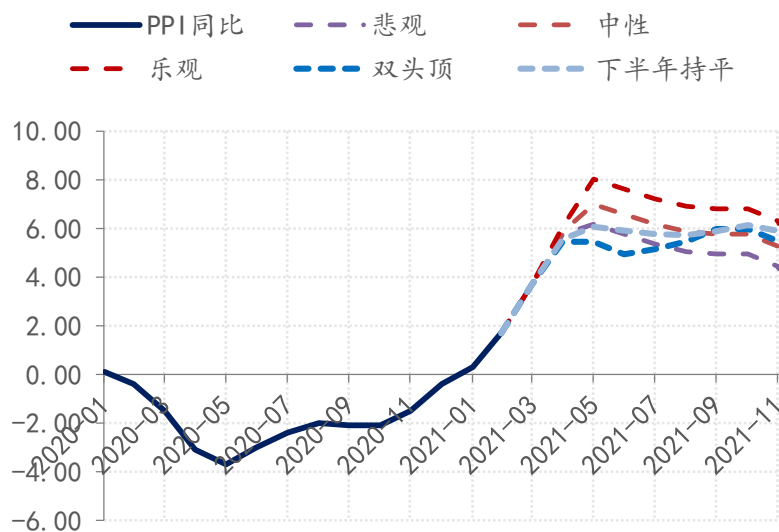
- 疫苗接种提速叠加财政刺激法案的推行，使得全球海外通胀预期不断抬升。纳入资产价格测算的CPI，无论用那种方式测算，通胀都在3.5%以上，高于现行CPI衡量的通胀水平。尤其从支出法的角度衡量，计入资产价格的CPI下行的趋势仍不明显。
- 2021年PPI在计入目前全球货币宽松对大宗商品的影响后，可能在5月高探5%后逐步下行，并于10月再次上探4.5%。也就是说二季度将可能迎来通胀的第一个峰值。



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

2.3、通胀加速上行

- 2月PPI同比上行至1.7%，预计3月同比将进一步突破3%，进入通胀加速上行阶段，预计5月PPI高点区间应在5%-6.5%左右。
- **宏观环境：**宏观层面PPI加速上行的信号已经开启，PPI成为2021年通胀年的首条线索。以全球宽松流动性为土壤，以海内外前后开启库存周期为支撑，再以疫苗接种及财政刺激的进展为信号，宏观组合在需求侧推动大宗商品价格加速上涨的逻辑已经明确。
- **微观节奏：**关注商品涨价的持续性。未来假如商品价格直线上涨，则PPI同比直接于5月见顶。假如商品价格在二季度调整“假摔”，则不排除PPI同比形态“双头顶”的可能。



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

2.4、一季报延续高景气，工业板块迎来翻倍

- 4月份为A股上市公司年报和一季报的密集披露阶段。
- 如果单看2020年Q4，中证800/非金融净利润增速可以达到14.7%/24.9%的亮眼水平，站在当前时点，继续维持中证800/非金融在2021Q1单季度净利润增速25%/99.7%的乐观预测，从结构上看，工业单季度净利润增速有望达到200%，消费/TMT/医药单季度净利润增速预计达到47.1%/54.7%/34.1%，工业将成为一季度弹性最大的版块。

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

资料来源：Wind数据库，东方基金整理

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 美国疫苗接种速率不断加快, GDP恢复至疫情前水平
- 美债收益率或将继续冲高
- 中国经济渐进修复
- 广义流动性边际开始趋紧, 社融拐点出现

■ 二、经济复苏, 优选低估值价值成长股

- 国内经济延续稳步复苏, 服务业恢复加快成亮点。
- 制造业中上游预计会走强
- 二季度通胀指标或将出现年内第一个峰值
- 一季报延续高景气, 工业板块迎来翻倍季报

■ 三、投资建议

- 市场调整之后的高性价比成长主线, 如新能源车, 半导体和显示面板行业
- 把握疫情后复苏的旅游酒店行业
- 重点关注景气度延续的上游资源品行业

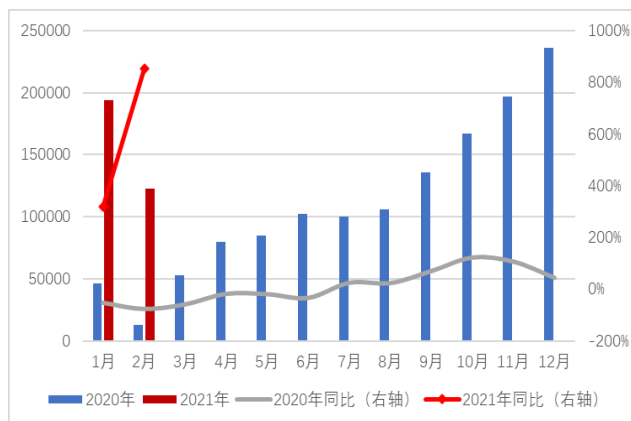
■ 四、风险因素



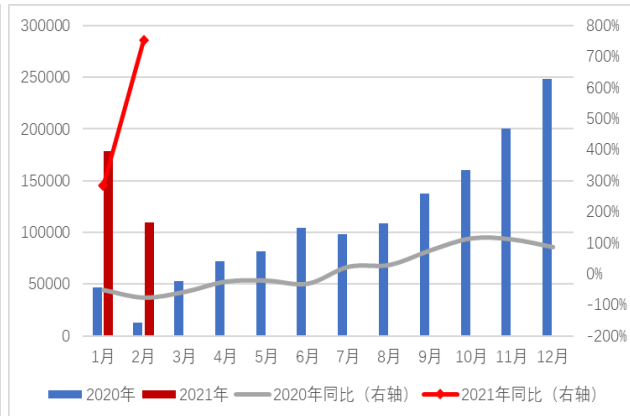
3.1、市场调整之后的高性价比成长主线-新能源车

■ Q2产业链排产稳中有升，景气度仍然趋势向上

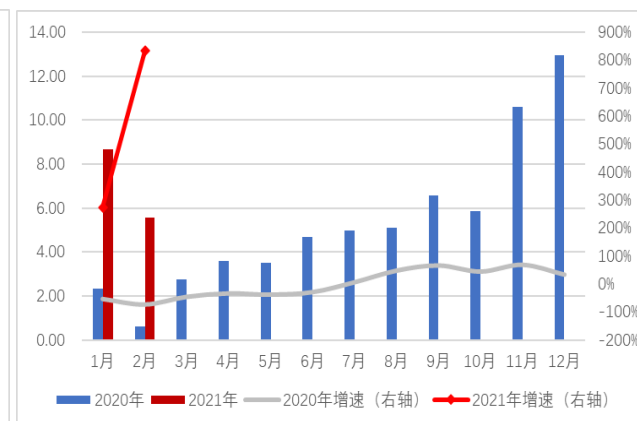
国内新能源汽车产量及同比增速



国内新能源汽车销量及同比增速



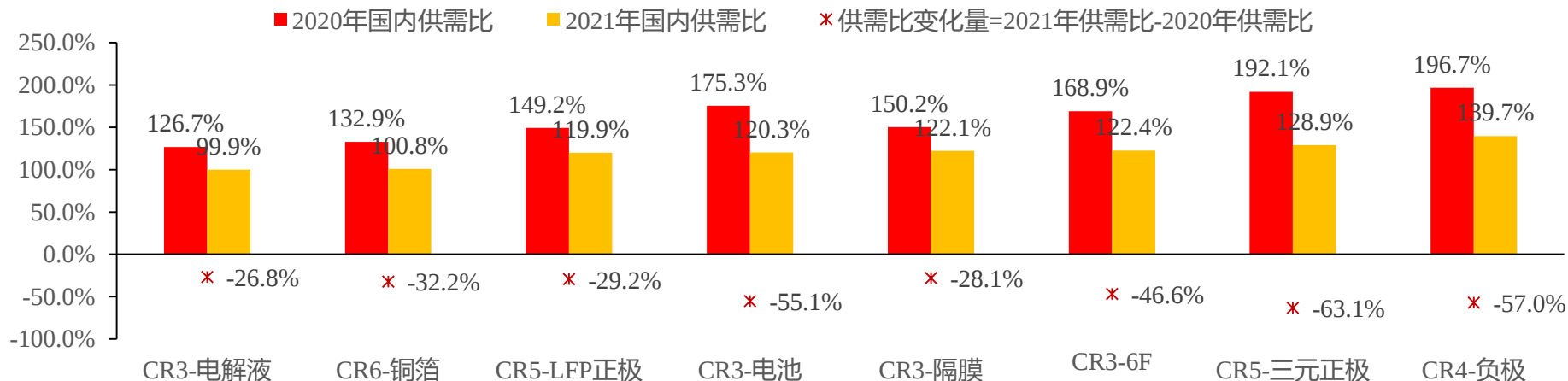
国内动力电池装机量(GWh)及同比增速



- 2021年2月，新能源汽车产销分别完成12.4万辆和11万辆，同比分别增长7.2倍和5.8倍，动力电池装机量5.58GWh，同比大幅增长833%。其中三元电池共计装车3.3GWh，同比+538.6%；磷酸铁锂电池共计装车2.2GWh，同比+2826.0%。
- 产业链排产看，4月中游排产环比涨幅多数在5%-10%，景气度仍然趋势向上。

3.1、市场调整之后的高性价比成长主线-新能源车

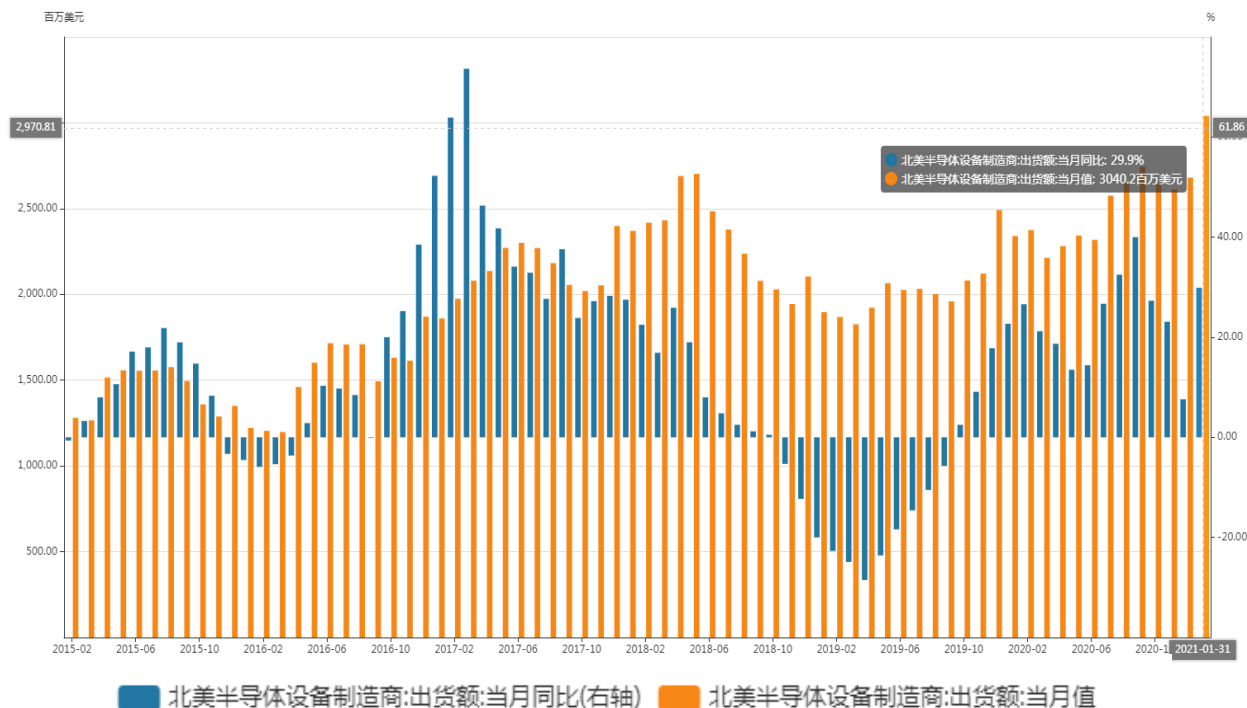
- 中游供需紧张是全年主题，价格传导担忧将有缓解。
- 2021年，中游产业链铜箔、电解液环节供需紧张度最高，电池环节今年供需比下降得最多，优质电池产能多被定点包销，动力电池环节优质产能同样紧缺。
- 此前市场担忧中游价格向下游传导不畅压缩中游利润，目前产业链反馈来看，部分电池企业已实现向下游车企传导涨价，价格传导担忧将有缓解，中游利润预期边际向好。



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

3.2、市场调整之后的高性价比成长主线-半导体

- 北美半导体设备出货额创历史新高。半导体设备投资同比增速在2019H2拐点已经出现，持续上行。北美半导体设备出货持续强劲，根据SEMI数据，2021年1月北美半导体设备制造商出货额达到30.4亿美元，同比增长29.9%，环比增长13.4%。SMEI预计，2020年全球半导体设备销售为689亿美元，同比增长16%。预计2021/2022年全球半导体设备销售为719/761亿美元，将连续三年创新高。



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

3.2、市场调整之后的高性价比成长主线-半导体

- 2021Q1晶圆代工行业收入增速约20%。2020年，全球前五大厂商总产能占全球晶圆产能的54%。根据集邦估计，2021Q1全球前十大晶圆代工厂营收将达225.9亿美元，同比增速20%。2021Q1全球晶圆代工产能紧张，营收均同比有所增长，近期各晶圆厂更需要重新调配产能供给以满足汽车需求。

表、2021年第一季全球前十大晶圆代工业者营收排名预测 (单位：百万美元)

Ranking	Company	1Q21E	1Q20	YoY	M/S
1	台积电(TSMC)	12,910	10,310	25%	56%
2	三星(Samsung)	4,052	3,660	11%	18%
3	联电(UMC)	1,603	1,402	14%	7%
4	格芯(GlobalFoundries)	1,469	1,355	8%	7%
5	中芯国际(SMIC)	1,059	905	17%	5%
6	高塔半导体(TowerJazz)	345	300	15%	2%
7	力积电(PSMC)	340	283	20%	2%
8	世界先进(VIS)	327	260	26%	1%
9	华虹半导体(Hua Hong)	288	203	42%	1%
10	东部高科(DB HiTek)	197	189	4%	1%
前十大合计		22,590	18,867	20%	100%

资料来源：Wind数据库，东方基金整理

3.3、市场调整之后的高性价比成长主线-显示面板

- 进入一季度末，全球终端市场表现呈现分化态势，中国市场仍不乐观，但海外零售市场表现依然相对强劲。品牌及渠道库存处于较低水平，回补库存需求存在，品牌厂商的面板备货需要居高不下，且在材料成本持续大幅上涨的推动下，大尺寸面板需求持续走强。面板厂方面，上游材料供应短缺对面板厂商的实际出货形成明显的影响，尤其是IC类产品缺货的情况未有好转。根据群智咨询（Sigmaintell）数据显示，全球LCD TV面板市场在一季度和二季度维持供应紧缺，预计3-4月份全球主流尺寸的LCD TV面板价格维持上涨趋势。

大尺寸面板价格预计（2月下旬）

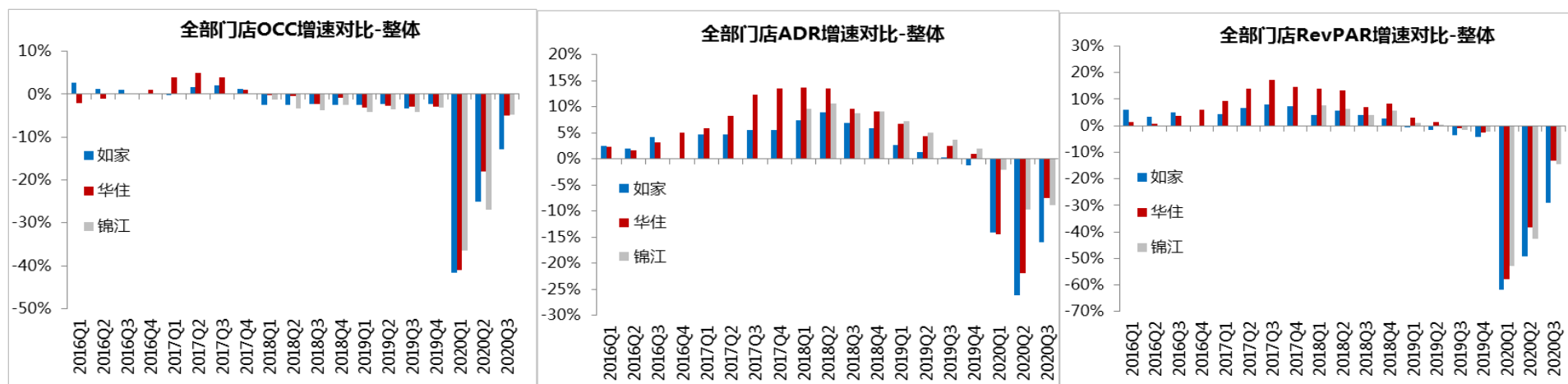
Application	Size	Resolution	OC/LCM	Range (TV) Spec (IT)	Feb-21	Mar-21	Mar. vs Feb. Change(\$)
TV	32"	1366x768	OC	Typical	72.0	75.0	3.0
	43"	1920x1080	OC	Typical	122.0	127.0	5.0
	50"	3840x2160	OC	Typical	169.0	176.0	7.0
	55"	3840x2160	OC	Typical	192.0	199.0	7.0
	65"	3840x2160	OC	Typical	243.0	250.0	7.0
	75"	3840x2160	OC	Typical	344.0	351.0	7.0

大尺寸面板价格预计（3月下旬）

Application	Size	Resolution	OC/LCM	Range(TV) Spec(IT)	Mar'21 (F)	Apr'21 (F)	Apr VS Mar. Change
TV	32"	1366x768	OC	Typical	78.0	82.0	4.0
	43"	1920x1080	OC	Typical	128.0	133.0	5.0
	50"	3840x2160	OC	Typical	181.0	189.0	8.0
	55"	3840x2160	OC	Typical	203.0	211.0	8.0
	65"	3840x2160	OC	Typical	254.0	264.0	10.0
	75"	3840x2160	OC	Typical	356.0	366.0	10.0

3.4、把握疫情后复苏的行业-酒店

- 供给侧改革：从17年下半年开始酒店行业进入下行周期，单体/中低星级酒店运营压力逐渐增大，20年又面临疫情影响，亏损加大。参考企查查和空间秘探的数据，20年吊销或注销的酒店相关企业超10万家（19年底存量60+万家）。因此大型品牌酒店的资金、规模、规范化操作等多方面的优势凸显。单体/中低星级酒店退出或转加盟到大型连锁酒店的意愿增强，可预见的未来2-3年，龙头酒店集团的连锁化率、市占率将会提升。
- 酒店周期先行指标为入住率，上一轮入住率增速高点为2017Q2，随后回落，18年开始由正转负，至19年底连续8个季度为负增长。20年受疫情影响，酒店Q1入住率大幅下降，Q2开始逐季改善。ADR表现滞后于入住率大概2个季度左右，18Q1为平均房价增速高点，随后回落。今年疫情影响下Q2是房价的低点，Q3开始恢复，滞后入住率指标1个季度。
- RevPAR指标更多是跟随入住率的变动，在经历了18-19两年下行周期、20年疫情影响、21年修复后，展望22年之后有望随着经济的进一步发展进入上行周期，那么21年大概率就是酒店行业的周期拐点。

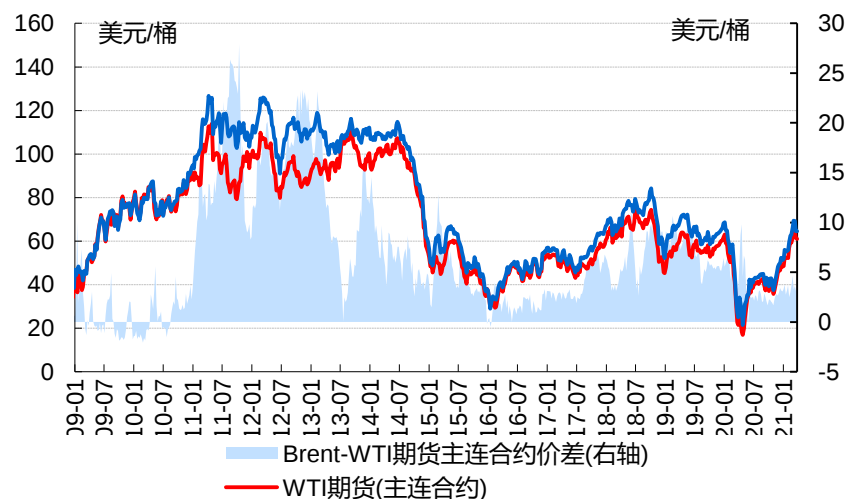


资料来源：Wind数据库，东方基金整理

3.5、重点关注景气度延续的上游资源品行业-化工

- 目前原油价格已经回升至\$60-70/bbl，基本恢复到疫情之前。
- 作为原油的下游，化工周期品价格指数与原油价格强相关，随着金三银四的到来，化工周期品的价格持续走高。预计化工行业周期类公司Q1业绩将大幅增长。

图. 中国化工品价格指数回升高位



资料来源：Wind数据库，东方基金整理

要点

■ 一、国际国内宏观情况

- 美国疫苗接种速率不断加快, GDP恢复至疫情前水平
- 美债收益率或将继续冲高
- 中国经济渐进修复
- 广义流动性边际开始趋紧, 社融拐点出现

■ 二、经济复苏, 优选低估值价值成长股

- 国内经济延续稳步复苏, 服务业恢复加快成亮点。
- 制造业中上游预计会走强
- 二季度通胀指标或将出现年内第一个峰值
- 一季报延续高景气, 工业板块迎来翻倍季报

■ 三、投资建议

- 市场调整之后的高性价比成长主线, 如新能源车, 半导体和显示面板行业
- 把握疫情后复苏的旅游酒店行业
- 重点关注景气度延续的上游资源品行业

■ 四、风险因素



4、风险因素

- 全球疫情反复, 疫苗接种不及预期;
- 中美科技贸易领域摩擦加剧;
- 国内经济复苏进度不及预期;
- 海内外宏观流动性超预期收紧



免责条款



东方基金管理股份有限公司（下称“东方基金”）是经中国证券监督管理委员会批准依法设立的公募基金管理公司，具备公募基金管理人资格。

本报告并非基金宣传推介材料，仅供投资者参考，不构成任何投资建议或承诺。

本报告是基于投资者被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

基金管理人提醒投资人基金投资的“买者自负”原则，在做出投资决策后，基金运作状况与基金净值变化引致的投资风险，由投资人自行承担。

本报告所载资料来源均为已公开资料，东方基金对这些资料的准确性和完整性不做任何保证，且东方基金不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。

东方基金可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员、基金经理的不同观点、见解及分析方法，并不代表东方基金或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员、基金经理于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告版权归东方基金所有，未经东方基金事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊发、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。





Thanks!