



经济复苏中的机会与挑战

——2021年下半年权益市场展望



01 国内外宏观环境变化

02 A股回顾与盈利展望

03 投资建议：优选结构

04 风险提示

①

国内外宏观环境变化

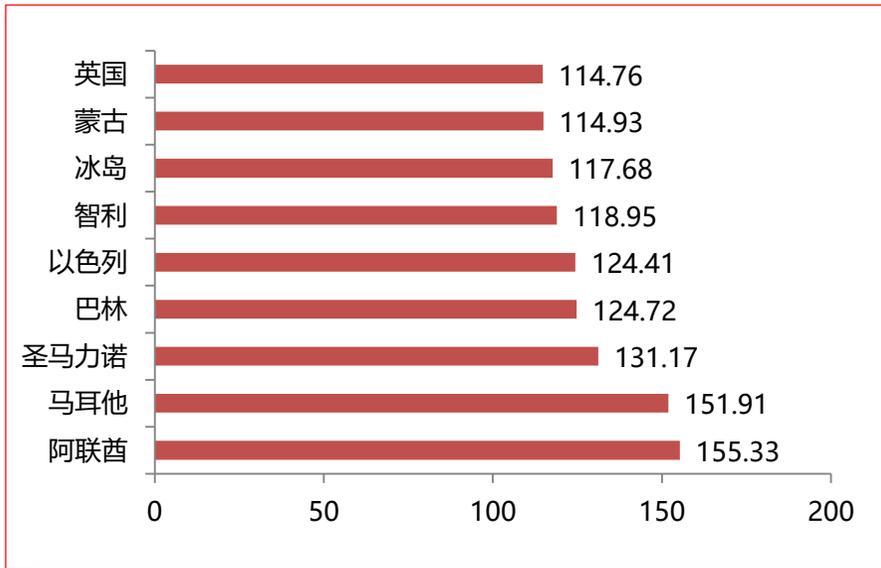




1.1 疫苗全球接种，群体免疫指日可待

- 疫苗接种加速推进，中东、欧美国家领先，部分中小国家每百人接种超过120剂以上，群体免疫指日可待；
- 按照当前的速度，主要发达国家基本可以在下半年实现群体免疫；
- 我国近期疫苗接种加速推进，日接种能力在2000万剂次，按照当前的速度，在产能供给满足条件下，90天左右基本能实现群体免疫要求。

表：疫苗全球每百人接种人数最多的国家



表：部分国家提出的免疫计划

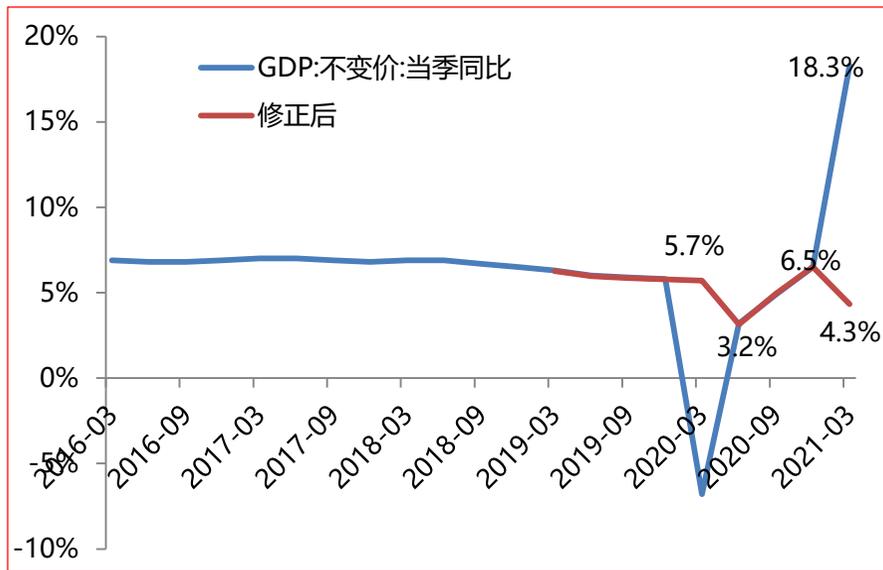
国家/地区	计划时间	接种目标
美国	7月4日	为70%美国成年人接种至少一剂新冠疫苗
英国	7月31日	向4500万名18岁以上成年人注射第一剂新冠疫苗
法国	夏季结束前	向所有希望接种的成年人接种疫苗
德国	7月31日	完成对所有意愿接种民众的接种
欧盟	7月14日	完成4.2亿剂疫苗接种，足以让所有成员国实现群体免疫
俄罗斯	2021年底	9月可确保60%的成年人口获得群体免疫；年底前形成群体免疫
中国	2022年底	6月底新冠疫苗接种率提高到40%（5.6亿人），年底提高到64%



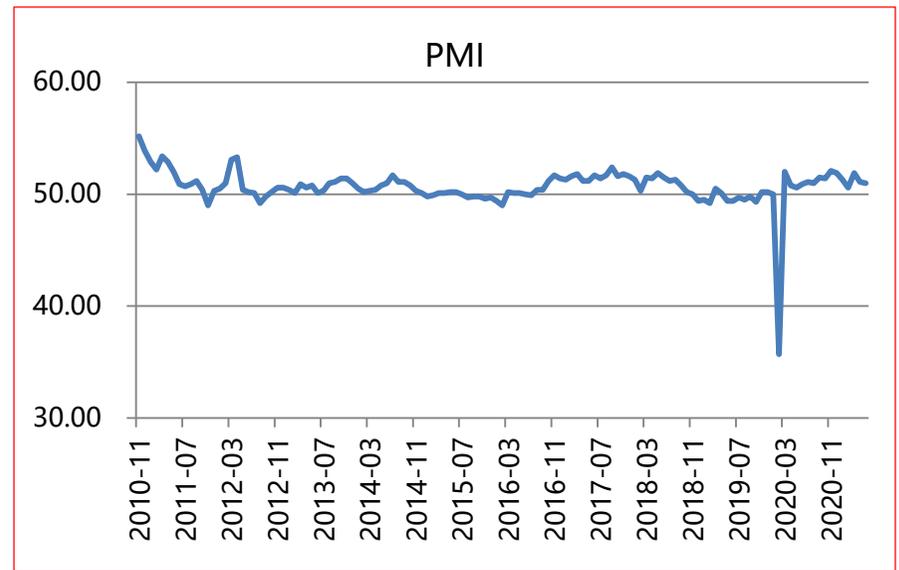
1.2 经济修复道阻且长

- 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；第三阶段是今年一、二季度，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，预计经济增速的高点出现在2021年1季度。
- Q1修正后的数据来看，经济还没有恢复到疫情前的水平，这可能是一个较长过程。

图：中国GDP(不变价)当季同比数据



图：中国制造业采购经理指数(PMI)月

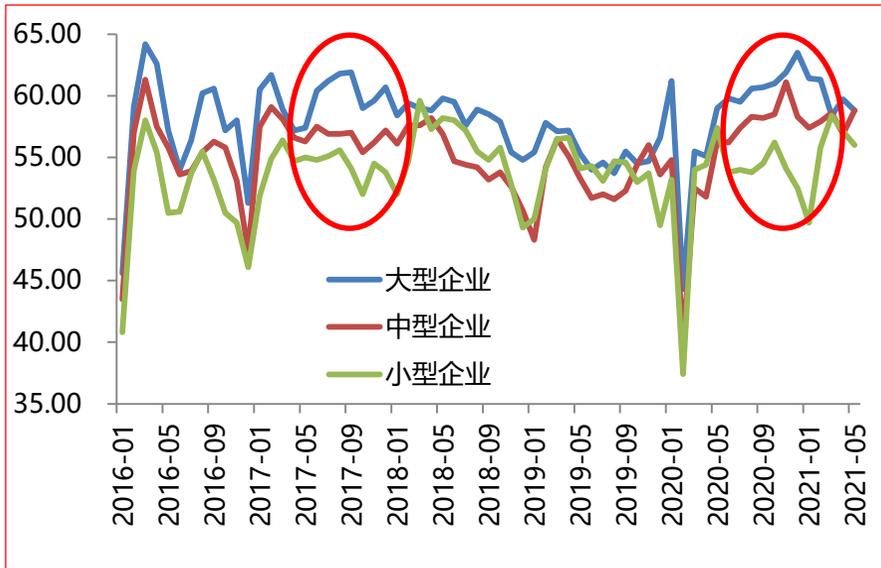




1.3 疫情类似新一轮的“供给侧改革”

- 从PMI生产经营预期来看，大型企业和中型企业明显好于小型企业，与2016~2018年情形相似，在修复阶段，小型企业的生产经营预期甚至下降；
- 制造业投资表观数据的高点可能已经过去，但是实际上完全没有恢复到疫情前的水平，期望其后续修复趋势延续；大企业投资是理性的，未来制造业投资的增速可能在3%以内；
- PPI对经济增长的贡献明显更强

图：中国PMI(生产经营活动预期)



图：制造业投资同比增速





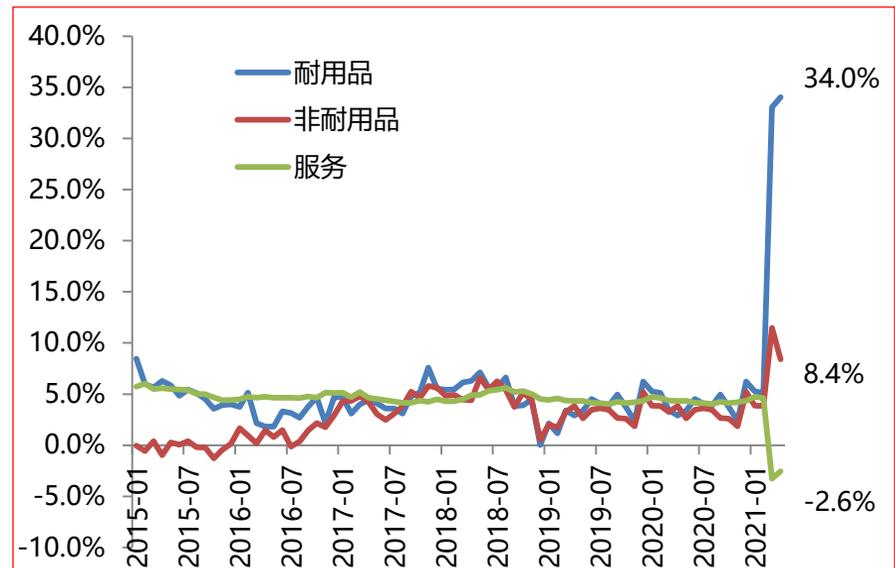
1.4 美国消费强劲

- 美国经济的核心动力是消费，疫情以来美国消费同比增速恢复强劲，2020按照2.5%的假设增速修正后，2021年增速在1%，降幅明显好于中国；
- 从分项来看，耐用品消费修正增速超过34%，非耐用品消费增速超过8%，均明显超出正常水平；由于疫情管控措施，服务消费仍然负增长。

图：美国个人消费支出及修正后同比增速



图：美国个人消费支出分项修正后同比增速

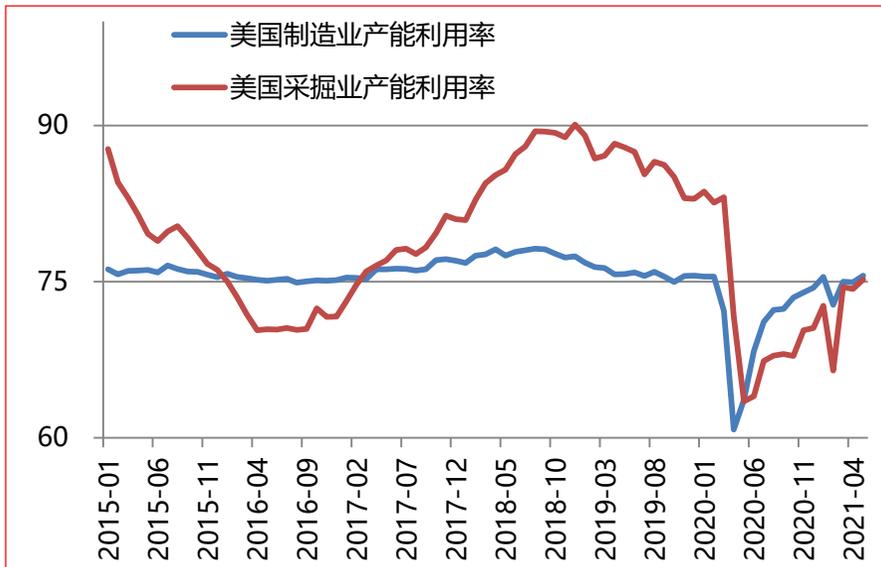




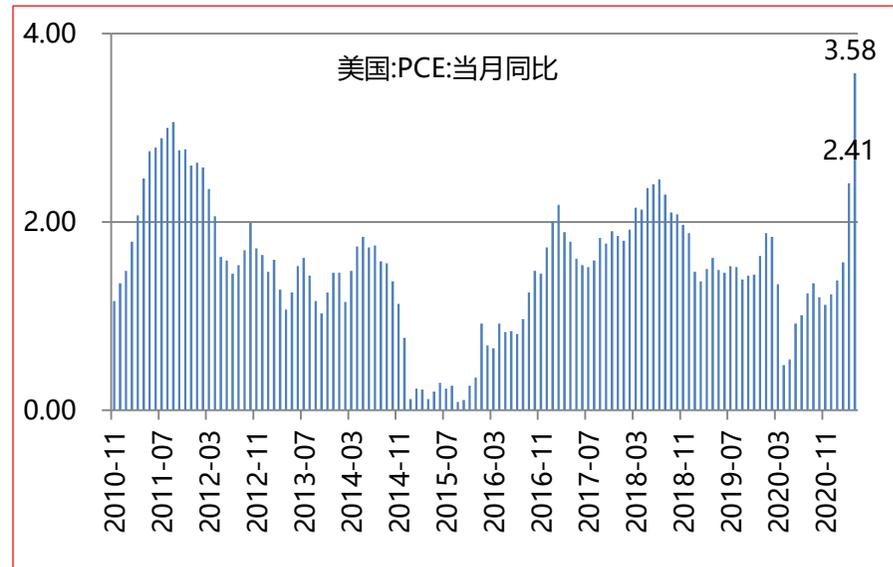
1.5 美国制造业产能不足，通胀承压

- 强劲的消费需求带动美国制造业迅速恢复，产能利用率基本达到疫情之前的水平，但仍不能满足需求，中国等疫情恢复良好的国家带来了很强的出口动力；
- 国内市场的供需失衡造成美国商品消费通胀压力骤增，PCE连续两个月超过2%；随着疫苗的注射，商品通胀可能服务通胀转移；
- 上游大宗品的价格牛市可能也跟美国采掘业的产能利用率有关。

图：美国制造业/采掘业产能利用率%



图：美国PCE当月同比%





1.6 小结

- 经济修复趋势延续，边际效应递减
- 房地产减弱，投资端待改善
- 消费的修复需要时间换空间
- 出口在群体免疫之后的挑战更大一些
- 美债实际收益率处于低位，短时间可能没有加息风险，但是会加大市场的波动
- 下半年对A股市场的看法，相对谨慎，注重结构



2

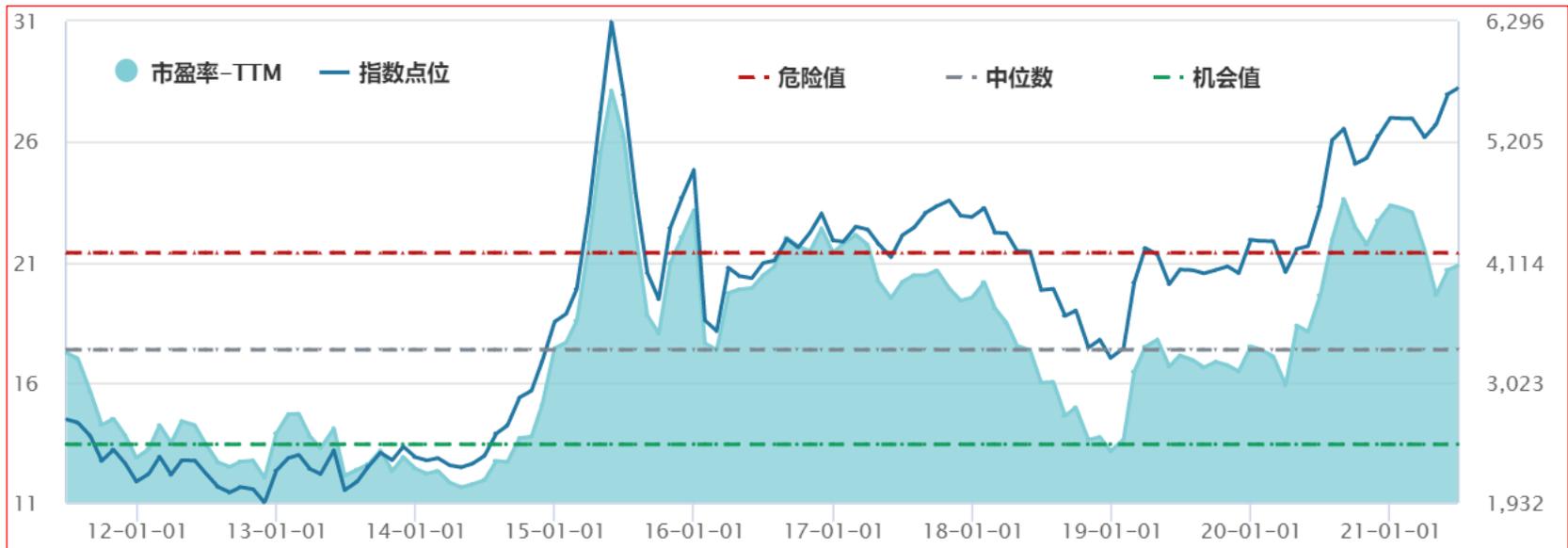
A股回顾与盈利展望



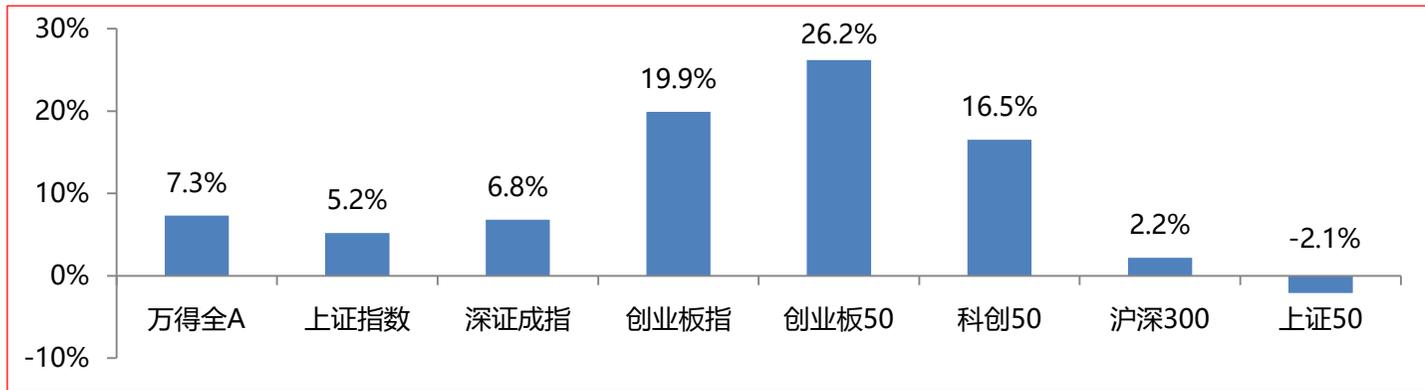


2.1 A股经历两年牛市，估值回落+结构分化

图：万得全A走势与市盈率-TTM



图：上半年A股主要指数涨跌幅



资料来源：Wind，东方基金



ORIENT FUND



2.2 上市公司盈利持续修复

图：全部A股(非金融石油石化)归母净利润同比增速(%)



表：复苏周期全部A股(非金融石油石化)归母净利历史上行季度数据

	上行季度数
2006-2007年	7
2009-2010年	6
2012-2103年	6
2016-2017年	8
2020年疫情之后	4

- 全部A股(非金融石油石化)在疫情之后归母净利开始回升，改善趋势在持续当中，目前持续改善；
- 参考历史数据，盈利改善趋势没有少于6个季度，本轮修复应该至少可以延续到年末，下半年盈利修复趋势大概率不会改变。



2.3 不同行业盈利趋势变化不同

- 伴随疫情的控制，经济增长拐点已现，预计2021年经济持续恢复，且不同类别资产的增速出现分化，预计能源类盈利增速好于科技好于制造业，科创板好于创业板好于主板。

表：A股主要板块ROE及归母净利润增速

	ROE(TTM,整体法, %)		
	2019	2020	2021Q1
全部A股	9.4	8.8	9.2
归母净利润同比增速(%)			
	2019	2020	2021Q1
全部A股	5.5	2	53
金融	14.9	-1	7
A股剔除金融	-4.2	5	171
制造	7.1	19	137
消费	11.9	12	65
科技	22.9	68	171
能源与材料	-11	-9	620
主板	5.3	1	51
创业板	19.3	38	110
科创板	26.4	58	213

③

投资建议：优选结构





科技制造



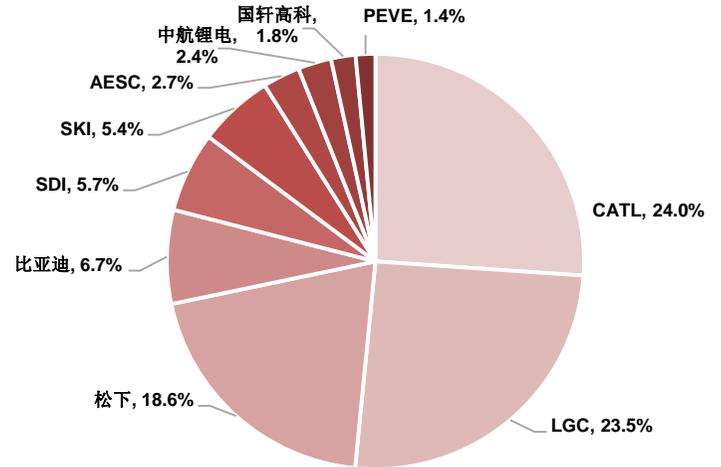
1 新能源汽车：全球需求共振，我国锂电产业出海

- ◆ **2021年起全球市场电动化需求共振：**美国政策修正2025年有望带来200-300万辆增量；国内和欧洲渗透率接近爆发临界点，向下有政策底，向上空间开放；国内新能源销量增长由政策驱动逐步向市场驱动切换，进入渗透率快速提升期，非限行限购城市开始上量。预计2021年全球新能源汽车销量可达530万辆，2025年超过1700万辆，5年CAGR超过40%。
- ◆ **动力电池技术引领，锂电中游加速全球化：**宁德时代凭借结构创新（CTP）和材料体系技术布局全球领先，比亚迪通过刀片等结构创新拓展磷酸铁锂应用。国内锂电材料龙头企业已形成一定的规模优势，后续有望上下游一体化等方式增厚环节利润、强化竞争壁垒。

图：我国月度新能源车渗透率进入快速提升期



图：全球2020动力电池装机TOP10厂商市场份额





2 光伏：预计Q3期行业需求边际改善

- ◆ **年内需求较大概率改善**：近期硅料价格顶部已经显现，座谈会的召开进一步明晰了硅料价格顶部区间，硅料价格逐步回落之后，终端需求开始回暖，叠加国内央企、国企的完成十四五规划的需求，预计Q3-Q4国内和全球需求或将逐季改善。
- ◆ **中期看，光伏行业成长空间明朗**：全球碳中和大背景下，各个国家均制定了中长期可再生能源占比的目标，其中光伏作为未来降本潜力较大和应用场景较广的新能源发电形式，有望逐步成为主力能源。根据各国家能源局的碳中和路径时间表，预计2021-2030年全球光伏新增装机量达到15-20%的年复合增速。
- ◆ **投资建议**：2022年硅料供给瓶颈解除后，预计行业迎来30%以上的较高增长。重点关注 1) 利润具备弹性的组件环节。2) 受益量弹性和海外渗透率提升的逆变器环节。

图：预计2021Q3起光伏装机量开始改善

分季度装 机	2020Q 1	2020Q 2	2020Q 4	2020	2021Q 1	2021Q 2	2021Q 3	2021Q 4	2021 合计
中国	3.95	7.57	29.50	48.20	5.33	8.50	14.00	29.47	57.30
美国	3.61	3.50	8.09	19.00	5.20	5.50	5.80	8.50	25.00
日本	1.59	1.43	1.32	5.68	1.81	1.49	1.62	1.58	6.50
欧洲	5.00	5.00	6.50	22.50	6.80	5.33	6.71	8.66	27.50
印度	1.08	0.21	1.52	3.24	2.62	1.50	2.00	2.88	9.00
澳洲	0.80	1.06	1.18	4.11	0.89	0.94	1.16	1.50	4.50
其他	5.53	10.26	7.65	34.21	3.68	7.98	9.71	11.15	33.50
合计	21.6	29.0	55.8	136.9	26.3	31.2	41.0	63.7	163.3
海外	17.6	21.5	26.3	88.7	21.0	22.7	27.0	34.3	106.0
海外同比	-9.0%	14.7%	1.0%	4.5%	19.23%	5.99%	15.42%	30.47%	19.46%
国内组件 出口	16.0	19.5	22.1	80.7	19.1				

数据来源：中电联、光伏协会、国家能源局、各公司公告、东方基金

图：2022年硅料供给瓶颈缓解，预计硅料可支撑210GW以上装机

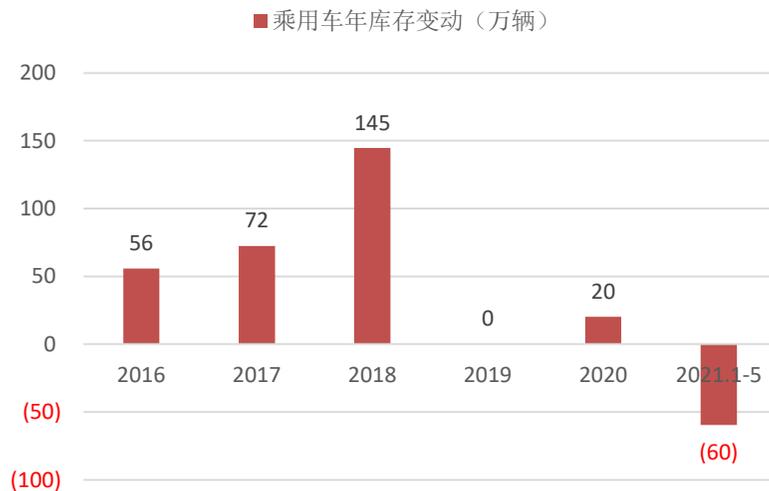
企业	基地名称	投产时间	规划产能	2022年贡献预 期
通威股份	乐山新能源二期	2021年10月	5.0	4.8
	保山基地一期	2021年12月	5.0	4.0
	包头基地二期	2022年10月	5.0	0.0
	乐山新能源三期	2022年10月	5.0	0.0
大全新能源	新疆	2021年12月	3.5	2.8
新特能源	包头10万吨项目	预计2022年底	10.0	0.0
亚洲硅业	宁夏	2022年6月	3.0	0.9
保利协鑫能源	徐州	预计2021Q4- 2022Q1	5.0	3.5
	乐山	预计2022H1	6.0	1.5
东方希望	新疆	考虑原有产能提产	4.0	0.0
	新疆	2022年Q2-Q3	6.0	3.0
合计			57.5	20.4
单片硅耗 (g/片)				16.89
单晶硅片单瓦功率 (W/片)				6.30
单瓦硅耗 (g/W)				2.81
对应硅片产量 (GW)				72.58
考虑3%的损耗对应组件规模 (GW)				ORIENT FUND
考虑1.2的容配比可支撑装机规模 (GW)				58.67



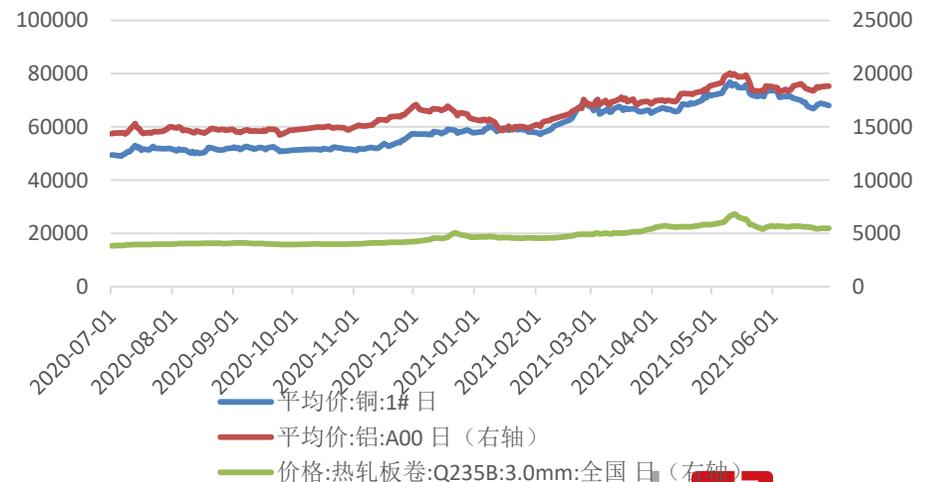
3 汽车：“缺芯”影响弱化，行业有望补库存

- ◆ **“缺芯”和“原材料”影响弱化，行业最差的时间即将过去：**新冠疫情车企预期不足+华为抢单+天灾减少晶圆厂和IDM有效产能导致上半年行业大幅缺芯，产能供应不足，台积电调配产能+海外复工复产后，Q3起芯片供给有望逐步恢复。2020年中以来，铝、钢、铜等大宗产品价格上涨较多，近期部分原材料价格涨势趋缓+下游调价机制，零部件企业利润压力将有所缓解。
- ◆ **终端需求较好+行业低库存，下半年有望迎来加库存周期：**1-5月终端上险836万辆，同比增长42%，相比19年同期增长3.4%，终端需求较好。产业链调研目前企业和渠道库存普遍偏低，芯片压力缓解后有望迎来行业补库周期，预计有0.5-1个月的补库需求释放。
- ◆ **看好板块触底回升，行业补库带来的修复行情：**建议重点关注原材料影响大、回调幅度大的超跌个股。

图：乘用车库存变化情况



图：5月以来汽车主要原材料价格有所回调



ORIENT FUND



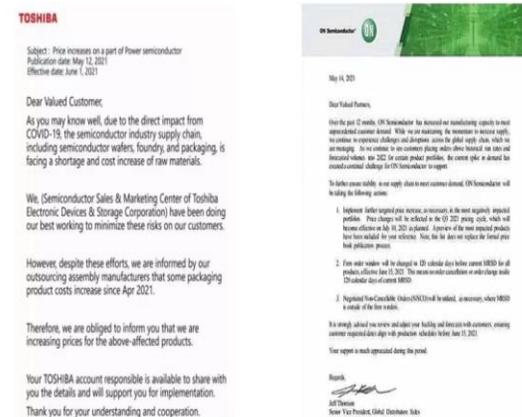
4 电子：VR和IOT创新带来行业新增长曲线

- ◆ 半导体：台积电6月下旬上调2022年代工价格，给产业链景气度注入强心剂。联电、中芯国际、日月光等晶圆制造、封测厂也将调涨Q3报价，目前看行业进度三季度备货旺季，景气度持续向好。景气度排序如下：led驱动芯片 > 物联网SOC > mcu芯片 > 基带芯片 > 功率 > 存储 > cis。
- ◆ 预期供需格局最好的环节会出现价格的传导，下游分散的设计公司价格传导最为顺利，有更为显著的业绩弹性。重点推荐物联网soc设计公司。设备环节，HW为代表的国产晶圆厂的进度陆续浮出水面，利好国产替代占比份额大的公司。
- ◆ 消费电子：目前市场预期的苹果2021-22年出货量分别为2.35，2.5亿部，airpods销售悲观预期已经消化，2022年将迎来行业重磅新品mr头盔，受益板块将迎来明显估值修复。

图：鸿蒙os的发布让市场看到物联网设备的巨大潜力



图：海外芯片大厂ST、东芝、安森美分别宣布在21年6月调涨芯片报价



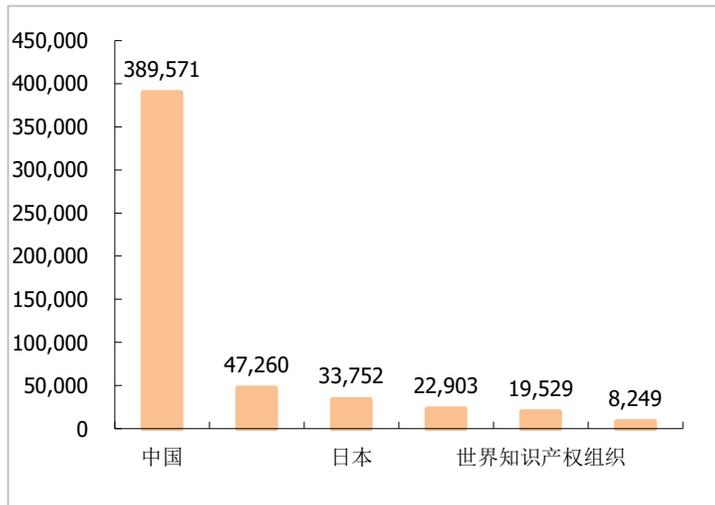
资料来源：华为、ST、安森美



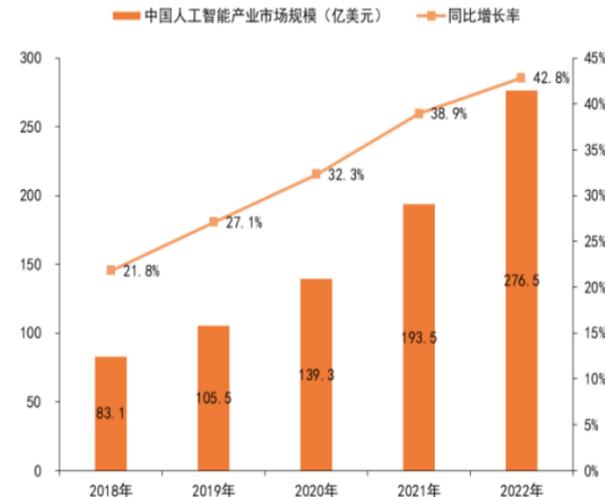
5 计算机：AI进入红利兑现期，龙头厂商最为受益

- ◆ 全球人工智能产业发展当前处于第三次浪潮，行业应用多点开花，步入红利兑现期。
- ◆ 当前AI聚焦五大热点行业：安防、教育、医疗、新零售、自动驾驶。十四五规划将人工智能列为前沿科技的最高优先级，人工智能已经上升至国家战略层面。AI是中美科技争霸的决胜局，目前看胜负未可知。
- ◆ 根据德勤的数据，目前我国人工智能产业的市场规模超过200亿美元，2018-2020年的复合增速超过20%。随着政策落地、技术突破和产业融合，我国人工智能进入黄金发展期。
- ◆ 重点推荐深耕语音语义智能领域的龙头公司。

图：全球AI专利申请量（累计）



图：2018-2022E 年中国人工智能产业市场规模 CAGR 为 35.1%





消费医药



ORIENT FUND



2021年中期大消费投资策略

■ 消费板块从绝对估值看仍然处于历史高位，但从相对估值看，部分公司已经开始慢慢接近中长期买入或加仓的区间。在大消费领域，有以下三条投资主线：

- 1) 传统优质消费白马，经过上半年的反弹，短期来看估值仍不占优，仍需一定的时间换空间。从长期角度看，这部分资产仍是代表行业方向的核心资产，护城河宽阔，下半年如遇深度下跌机会，可进行中长期线布局。
- 2) 近两年层出不穷的新兴消费领域，比如Z世代需求旺盛的医美、化妆品、智能家电等领域。从生命周期角度看，这些行业依靠产品创新、渠道赋能，增长动能强劲，伴随高成长的优质公司上市，认知差会带来预期差与估值体系变化，存在阶段性超额收益的投资机会。
- 3) 后疫情时代出行消费的持续复苏，相关板块如酒店、餐饮、调味品等，可择机配置。

子行业	配置建议	推荐程度	行业推荐逻辑
白酒	标配	★★★	受益于消费升级，高端、次高端白酒量价齐升，行业扩容。
血制品	超配	★★★★★	血制品行业高壁垒，行业供需趋于紧张，产品价格处于上行周期；长周期看行业龙头具备较好成长性。
生长激素	超配	★★★★★	中长期看好生长激素渗透率提升空间大。
CDMO	标配	★★★	国内：传统企业研发支出高增，生物科技公司一级市场融资旺盛，推动行业需求旺盛；海外：国际分工，产能向中国转移，中国企业在工程师红利的支持下，全球市占率有望持续提升。
医疗服务	标配	★★★	医疗服务市场空间大，龙头企业具备很强的竞争优势，目前市占率低，未来成长空间仍大。
医疗设备	标配	★★★	国内医疗服务能力建设需求旺盛，医疗设备国产替代趋势延续，国产品牌市占率稳步提升。
医疗美容	超配	★★★★★	我国医美行业目前渗透率极低，仍处于快速成长期，长期成长空间广阔；其中上游产品商在产业链中的优势明显。
化妆品	超配	★★★★★	我国化妆品行业保持稳健较快增长，长期成长空间仍大；国产品牌化妆品市占率有较大提升空间。
新兴智能家电	超配	★★★★★	扫地机器人和智能微投等新兴智能家电全球成长空间广阔，我国龙头企业产品全球领先，国内和出海空间巨大。
出行消费	标配	★★★	后疫情时代出行消费复苏，酒店行业供给出清后集中度提升，免税持续享受政策红利。



1. 传统消费白马：核心资产，长期看好

- **白酒：高端白酒量价齐升，稳健增长且确定性强。次高端快速扩容，500-800元价格带表现更佳。**
 - **高端白酒：**过去五年高端白酒量价齐升，龙头公司放量更多，伴随直营&直销&非标占比的提升，也为千元价格带其他高端白酒打开价格空间。
 - **次高端：**规模从2014年触底后以年复合30%的增速快速扩容。一方面高端白酒价格提升，留给次高端的价格带变得更宽，另一方面酱酒热为次高端扩容贡献明显。次高端内部呈现分化特征，预计500-800元次高端的扩容速度30%+，明显快于300-500元价格带的增速10%。
- **医药：2020年行业维持较高景气度，下半年表观增速回落至正常水平。子行业推荐：高壁垒底部品种：血制品、生长激素；政策免疫品种：品牌中药、医疗服务。**
 - **血制品：**高壁垒，行业供给较为刚性，供给增量有限，主要集中在国资背景龙头企业，长周期血制品需求平稳增长。目前行业处于低库存+供给阶段性下降+需求恢复的过程中，价格处于上行周期。长周期看好浆站和血浆处理能力提升空间大的行业龙头。
 - **品牌中药：**中医药支持政策逐步加码，整体促进中西医协同发展与中医出口业务。未来中药处方药占比高且具有品牌效应的中药公司将优先受益。
 - **生长激素：**短期受广东联盟集采压制，预计集采结果会好于市场预期（即使集采，招标规则温和，预计降幅有限），中长期继续看好长春高新受益于行业渗透率提升。
 - **医疗服务：**国内医疗服务市场空间大且政策免疫，眼科、口腔、辅助生殖、康复等民营连锁龙头具备很强的竞争优势，目前行业集中度低，龙头成长空间大。
 - **疫苗：**Delta变种使得全球疫情加剧，全球疫苗接种紧锣密鼓，海外疫苗仍处于缺乏状态，疫苗将进入高速增长期，业绩将迎来爆发性增长。但需观察后续集采政策的影响。
 - **CXO：**在国内药品产业升级、创新崛起带动国内研发服务需求增长，以及海外订单从低成本地区往低成本地区转移的背景下，看好国内CXO产业链凭借技术、人才、产能、成本等优势，承接国内和海外需求，保持稳健较快发展，未来数年行业保持高景气度。近期出台CDE政策，后续需观察政策对产业景气度的影响。





2. 新兴消费：方兴未艾，成长性可观

- **医美：我国医美行业处于成长期，长期成长空间广阔；进入壁垒相对较高，上游产品商最具投资价值。** 2014-2019年我国医美行业的复合增速在25%左右，预计2020-2024年行业复合增速仍然在20%左右，处于成长期。2019年我国医美渗透率仅3.5%，美国市场达16.6%，韩国市场则超过20%，渗透率提升空间大。医美的医疗属性决定了其进入壁垒相对较高，尤其上游产品商竞争格局较优，在产业链中优势明显。
- **化妆品：我国化妆品行业稳健增长，仍具充足成长空间；国产化妆品品牌份额有较大提升空间。** 根据弗斯特沙利文的数据，目前我国化妆品市场规模超5000亿元，为全球第二大市场。2013-2019年我国化妆品行业复合增速近11%，最近几年仍保持双位数增长。2019年我国化妆品人均消费额不到50美元，海外发达国家基本在250-300美元之间，长期仍具充足成长空间。
- **新兴智能家电：扫地机器人和智能微投等新兴智能家电全球成长空间广阔，我国龙头企业产品全球领先。** 目前全球扫地机器人渗透率尚不足5%，智能微投全球渗透率更低。我国龙头企业产品全球领先，国内市场空间和出海空间巨大。
- **电子烟：基于减害性，全球电子烟市场成长迅速。** 由于电子烟相较传统烟灶具备减害性，近年来成长迅速，2010-2019年全球新型烟草复合增速高达48%，新型烟草占全部烟草比例从2010年的0.2%提升到2019年的4.3%。随着减害性的普及和消费者认可度的提升，新型烟草渗透率仍具较大提升空间。

图表：我国医美市场规模（亿元）及增速



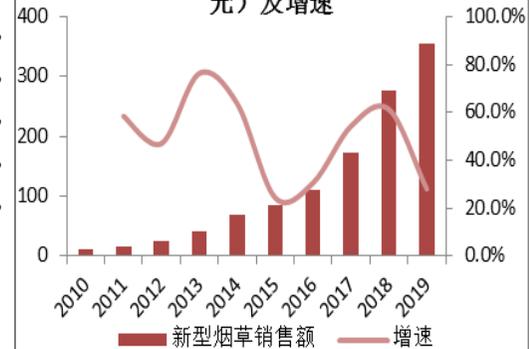
图表：我国化妆品行业市场规模（亿元）及增速



图表：全球200美元以上扫地机器人市场规模（亿美元）及增速



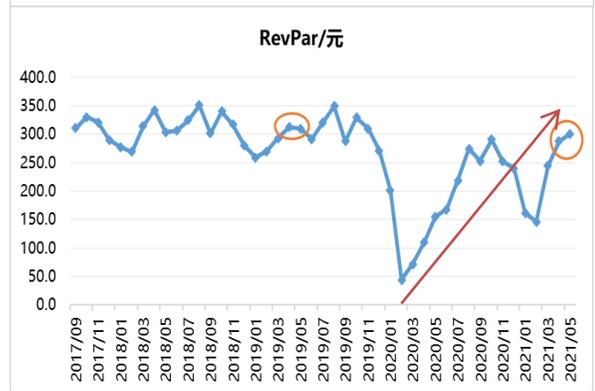
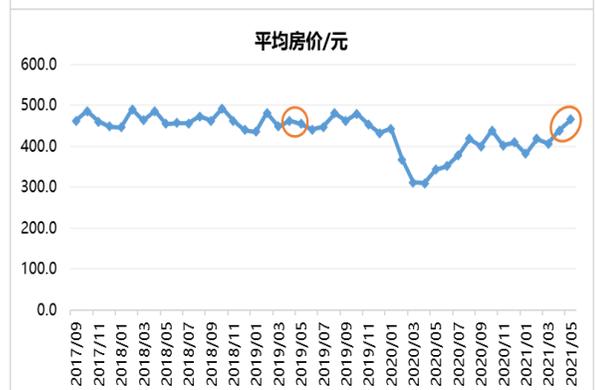
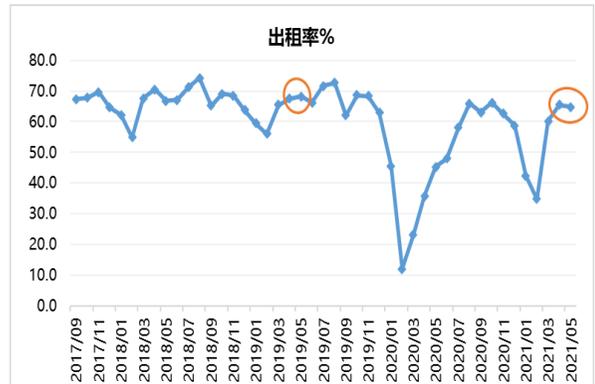
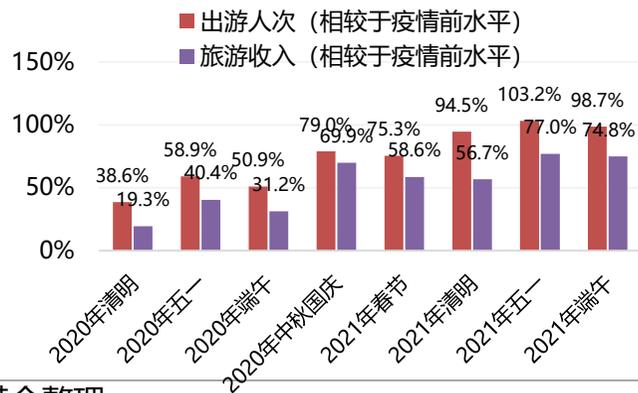
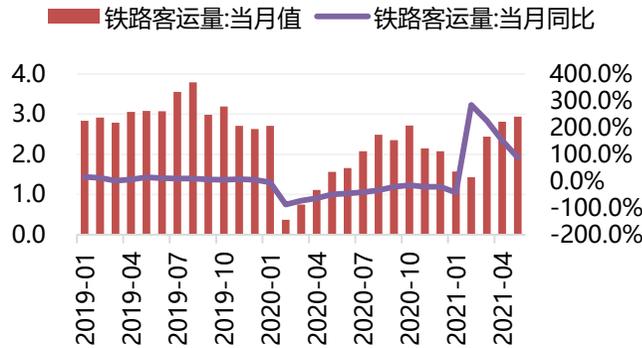
图表：全球新型烟草市场规模（亿美元）及增速





3. 出行消费：需求逐步恢复

- 后疫情时代出行消费的持续复苏，相关板块如酒店、餐饮、调味品等，可择机配置。
- 最新一期民航国内航线、全国铁路客运量已恢复至2019年同期水平。
- 节假日旅游数据逐步恢复，出游人次基本恢复至疫情前水平，旅游收入因周边游及消费结构，较疫情前仍有一定差距。（端午受广东疫情反复，恢复情况较五一略差）
- 酒店行业已从入住率恢复向房价恢复切换：2021年5月全国入住率64.7%，较2019年同期-3.53%；平均房价465.0元，较2019年同期+2.36%，表明此轮疫情前行业已从入住率恢复向房价恢复切换。综合RevPAR已恢复至2019年的97.06%，其中经济型和中端分别基本恢复至91%、89%水平。从三家酒店集团5月份的数据看，基本达到或超过2019年同期水平，6月因广东疫情影响短期数据承压，但不改中长期恢复的趋势，且预计未来酒店行业连锁化率或将持续提升。



资料来源：wind、文化和旅游部数据中心、东方基金整理



周期



ORIENT FUND



2021年周期品投资策略：

- 1. 海外方面疫后复苏进入下半场，全球进入补库共振周期，需求主导将由上半年的关注国内地产+出口，转而变成关注海外需求复苏主导。**随着以美欧日为代表的发达国家疫苗接种率逐渐提升，服务业市场将逐渐恢复，尤其以出行需求为首的航空、自驾需求复苏强劲，交通需求将成为重要增量，而原油的供应恢复速度慢于需求，因此我们认为未来油价仍然具备上行动能，看好相应能化产业链；同时美国地产营建周期启动，推升铜为代表的基本金属需求，紫金为代表的龙头企业将兼具行业BETA与自身产能释放带来的ALPHA机会。
- 2. 国内周期板块投资机会来自于三季度末PPI的二次冲高。**四五月份国内复产复工推进，供需错配，黑色系为代表的工业品价格上涨推动PPI快速回升，经过此后几个月的价格传导，预计三季度末PPI将二次上行，周期行业业绩将进一步上行，看好农化、基础化工板块。
- 3. 在国内经济动能复苏背景下，货币政策也将发挥逆周期调节机制，因此我们认为国内流动性有序退出，社融回落、信贷放缓，无风险收益率将出现一定程度上行。**这将有利于银行新投放贷款的息差提升，同时随着经济复苏回归常态，资产质量向好，有利于未来业绩释放，具备绝对收益机会。
- 4. 综上所述我们认为看好下半年海外复苏引领下的能源、基本金属行业，国内PPI二次冲高推动的基础化工、农化板块，以及国内复苏后周期的银行板块。**





1、能化：看好下半年油价

- 2021年上半年，油价上涨50%主要是供给首先叠加中国需求复苏：**疫情因素导致2020年大量页岩油企业债务结构恶化破产重组，页岩油供应减少，同时中国经济率先复苏，国内需求基本恢复至疫情前水平。
- 下半年机会来自于需求复苏推动：**海外主要经济体对于石油产品整体需求尚未完全恢复，尤其欧美，较疫情前同期水平仍有10%以上缺口。从下游具体产品看，受制于疫情下人员流动管控，航空煤油需求恢复进度最慢，美国、日本、印度仅恢复至约七成，欧洲四大国（英、德、法、意）仅恢复不到一半。全球航空煤油需求占石油需求比例约8%，航空煤油需求复苏有助于全球原油需求进一步改善。
- OPEC+严格限产、伊朗解禁增量有限：**OPEC+维持较高的减产执行力度，减产执行率基本在100%以上。根据EIA预计，2021年全球原油产量同比增长仅248万桶/天，低于500万桶/天以上的需求增速，供需格局改善。美伊谈判若解除禁运，目前伊朗产量将从当前250万桶上升至380万桶，增量冲击非常有限。
- 投资结论：看好下半年油价继续上行带来的板块投资机会，看好油气开采板块、量价齐升逻辑下民营炼化板块、受益于上游资本开支增加的油服板块。**

OPEC国家	减产基准 (Oct-18)	Jan-21	Feb-21	Mar-21	Apr-21
阿尔及利亚	1060	866	875	873	867
安哥拉	1530	1161	1116	1156	1140
刚果	330	267	272	271	270
赤道几内亚	130	115	101	107	112
加蓬	190	180	179	185	185
伊拉克	4650	3837	3892	3914	3920
科威特	2810	2322	2333	2328	2326
尼日利亚	1830	1328	1477	1473	1548
沙特阿拉伯	11000	9077	8126	8098	8132
阿联酋	3170	2611	2611	2609	2614
OPEC减产国	26680	21764	20982	21014	21114
减产执行率	-	108%	125%	124%	122%
OPEC总计	32340	25503	24844	25057	25083

机构	2020年	2021年	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21
IEA	-840	+540	-	-	-	-
EIA	-863	+542	-65	+1208	+560	+463
OPEC	-947	+595	-22	+1171	+669	+554
平均	-883	+559	-44	+1190	+615	+509

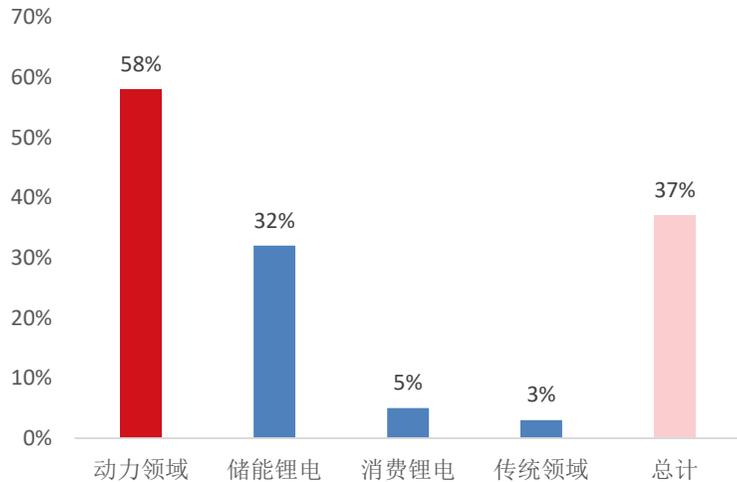
数据来源：OPEC月报



2、有色：上游锂资源紧缺，景气度快速上行

- 新能源车景气持续带动需求增长，长期锂盐需求分化：**动力电池需求上升带动锂市场持续扩容，且随着全球动力电池发展趋势，高镍正极材料将成为动力电池主流方向，锂盐需求将出现分化，氢氧化锂需求扩容趋势明确。预计2021-2023年全球锂需求总量为53.93、72.43、91.88万吨LCE，同比增长48%、34%、27%，需求端持续快速增长。
- 短期供给受制约，长期或难匹配需求增长：**锂资源从勘探至最终投产一般需要4-8年的时间，因此目前尚未进入开发的项目至2025年也难以投入供给。2021-2025年南美盐湖及澳矿新增产能有望逐步释放，但其供给响应不确定性较高。预计2025年全球锂供给将达到148万吨LCE，2021-2025年CAGR为33%，滞后于锂需求端37%的复合增速。
- 看好锂资源板块的长期高景气度。**

图、2021-2025年各领域锂需求CAGR



图、2018-2025年全球锂供给预测





3、银行：

- 1. 经济环境：**受财政退坡以及消费修复偏慢等影响，Q1实际GDP增速趋缓；预计下半年经济修复仍为主基调，财政空间、欧美经济体复苏对其形成有力支撑。
- 2. 政策环境：**当前的货币政策呈中性偏收敛的阶段性趋势；财政方面，经济修复较好，显性政府债务相对后置；利率方面，货币政策易紧难松，无风险利率仍有上行空间。
- 3. 银行业基本面：**景气度仍在处于改善趋势中。
 - **规模：**社融增速逐步回落，信贷增速继续放缓。“稳货币+紧信用”政策下，银行信贷投放受制约，预计社融增速自高点持续回落，新增信贷规模也将呈逐步回落态势。
 - **息差：**有望企稳回升，对净利润产生正向贡献。新投放贷款利率有提价空间，资产端利率回升趋势确立。负债端存款竞争激烈，负债端成本较低的大行及个别股份行优势明显。
 - **中收：**主要业务来源于银行卡业务和代理类业务，央行数据表明银行卡业务正稳步恢复，代理类业务需关注财富管理业务能力，理财转型的进度。
 - **资产质量：**资产质量平稳向好，过去几年，银行持续大力度确认和处置不良贷款，存量不良包袱大幅减轻，优秀的资产质量为后续的业绩释放提供强力支撑。

投资观点：行业景气度仍在回升，考虑到社融增速在下行通道，流动性环境易紧难松，同时行业估值处于底部，给予行业“增持”评级。

。





港股（移动互联网）

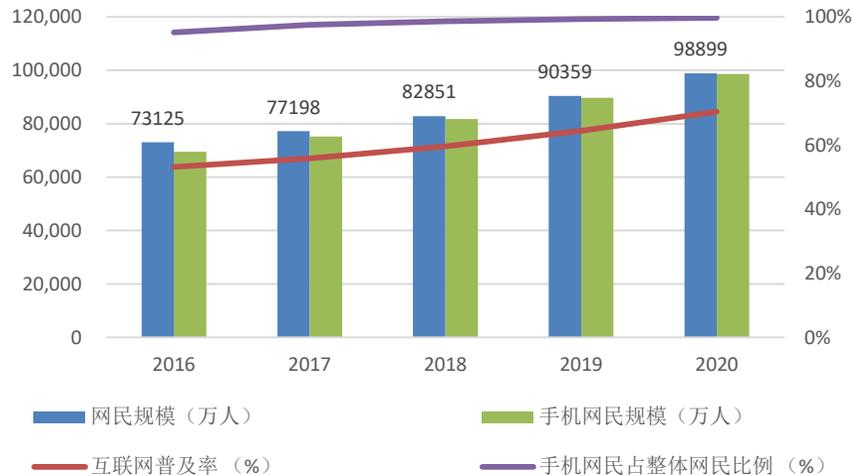




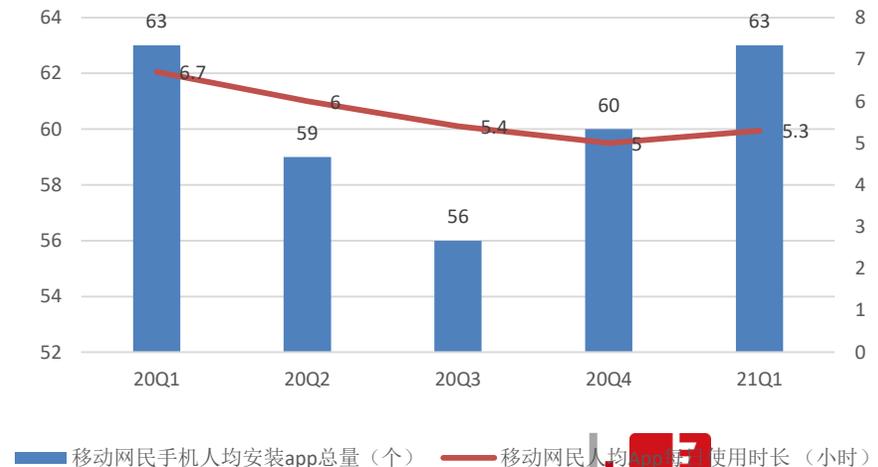
总体观点：

- **中国移动互联网进入存量竞争时代。**20年我国网民数量为9.89亿，线上渗透率达70.4%（其中手机网民渗透率高达99.7%）。21年3月，我国人均单日App使用时长为5.3小时，同比下降1.4小时，用户红利接近尾声。
- **未来增长点主要在于：**1) 提高商业化水平/单用户价值；2) 从To C 转向 To B；3) 出海。
- **出于反垄断&网络数据安全担忧，互联网龙头企业高点调整后一直处于震荡之中，整体处于相对低位。**
 - ✓ **电商行业**重点关注新业态，直播电商&社区团购。
 - ✓ **游戏行业**存量时代产品研发成为关键。行业β中期看出海，长期看元宇宙。
 - ✓ **建议关注**细分行业线上渗透率最低的**互联网医疗**。长期逻辑顺畅，但受制于医保接入与医疗服务网络构建的速度，仍须时间落实。

网民规模(万人)& 渗透率 (%)



移动网民人均手机App安装量&日均使用时长





1 电商

- 传统电商痛点催生出“**社交电商，小程序电商，内容电商**”等新概念。20年中国实物商品网上零售总额同比增长14.5%至9.8万亿，电商渗透率仍在逐年提升（20年为24.9%）。伴随着下沉市场用户的持续渗透（人），现有品类渗透率的提升&非标品，高频商品的电商化发展（货），及直播电商（场）等新业态带来的增量，**电商行业有望持续维持高景气度**，预计实物商品网上零售总额未来3年CAGR 15%以上。
- 行业再迎投入期：
 - **直播电商势头迅猛，行业竞争加剧。**抖音快手等内容平台完成初始阶段的流量积累后，将电商作为广告之外的第二变现选择。渠道的多元使得对存量市场中用户口袋份额&商家广告预算的争夺愈发激烈。
 - **下沉市场消费潜力巨大，成为电商平台增长的主要驱动力。**主流电商平台根据自身平台优势资源，差异化布局下沉市场生态。
 - 投入将聚焦于：1) 存量的再平衡：加强在内容生态，用户补贴，供应链扩容方面的投入来延申消费场景。2) 增量市场的争夺：**从用户（下沉）&品类（生鲜）两个维度来看，社区团购都是必争之地。**

社零总额 & 网上零售总额 & 渗透率 (%)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
绝对量 (亿元)								
社零总额	332,316	366,262	380,987	411,649	391,981	427,259	457,167	480,025
YoY		10.2%	4.0%	8.0%	-4.8%	9.0%	7.0%	5.0%
其中：网上零售额 (累计值)	51,556	71,751	90,065	106,324	117,601	137,593	156,856	175,679
YoY		39.2%	25.5%	18.1%	10.6%	17.0%	14.0%	12.0%
渗透率	15.5%	19.6%	23.6%	25.8%	30.0%	32.2%	34.3%	36.6%
其中：实物商品网上零售额 (累计值)	41,944	54,806	70,198	85,240	97,590	115,157	131,278	147,032
YoY		30.7%	28.1%	21.4%	14.5%	18.0%	14.0%	12.0%
渗透率	12.6%	15.0%	18.4%	20.7%	24.9%	27.0%	28.7%	30.6%

主要电商玩家市场份额变化

	2016	2017	2018	2019	2020
市占率(%)					
传统电商	99.0%	97.7%	92.8%	87.1%	80.9%
- BABA (不含直播)	77.8%	74.7%	69.9%	64.9%	59.0%
- JD	19.4%	21.2%	21.2%	20.7%	20.6%
- VIPS	1.7%	1.7%	1.7%	1.5%	1.3%
社交电商&其他	1.0%	2.3%	7.2%	12.9%	19.1%
- PDD		2.3%	6.0%	10.0%	13.1%
- 微信电商			1.2%	2.4%	4.1%
- 内容平台(抖音快手)			0.1%	0.5%	1.9%



2 社区团购

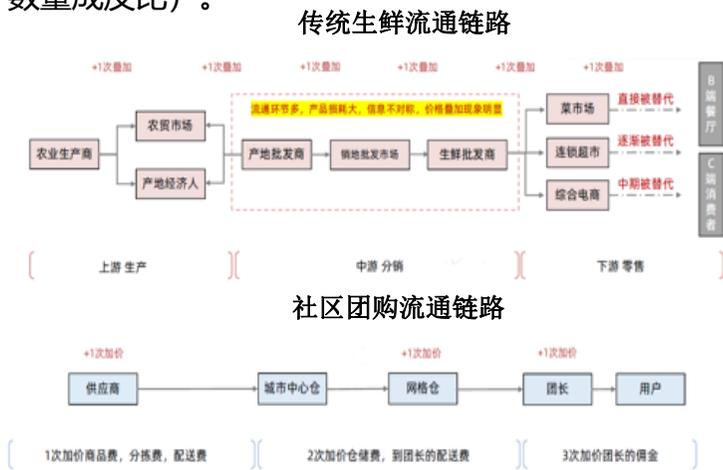
■ 社区团购行业布局初步完成，现阶段美团拼多多领先，随着生鲜品类线上化率不断提高以及SKU向生活零售品类的扩充，25年市场规模有望达到2万亿。需求空间确定，重点关注夏季履约投入峰值后UE模型能否逐季改善。

■ 特点:

- 适合下沉市场：价格敏感（ASP低）；时效要求低（次日达）；熟人社交（团长&社交裂变）。
- 终端用户自提（一般为团长所在线下门店），节省最后一公里配送成本。
- 预售模式。对供应商来说，渠道毛利低货损低，回款快(1-3天) vs. 传统流通需层层经销，渠道加价多，损耗高，账期长（30-75天）

■ 盈利模式优化：低客单价限制下仍能盈利（参考兴盛优选成熟地区净利率4%-5%左右）。

- ASP端：1) 品类扩展：SKU扩充（生鲜-食杂-快消-虚拟产品）； 2) 品牌升级：一线品牌入驻。
- 团长端：淘汰低效团长，降佣金（近期已逐渐降到4%-6%）。
- 仓配供应链端：1) 从对接二批商逐渐到一批商/直采； 2) 中心仓&网格仓的运输环节是核心优化方向（注：人工分拣，效率和SKU数量成反比）。



社区团购全链条UE模型测算

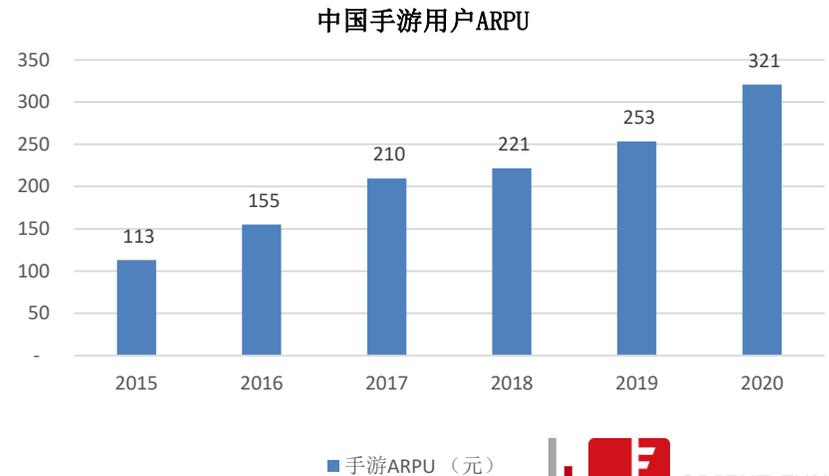
社区团购全链条UE模型	2020		目前		2021末		理想值	
	件均数	占比%	件均数	占比%	件均数	占比%	件均数	占比%
件单价(元)	7	100%	8	100%	9	100%	10	100%
毛利率		20%		20%		20%		20%
用户端补贴		20%		11%		7%		2.5%
补贴后实际毛利率		0%		9%		13%		18%
营销成本		15%		4%		3%		2%
损耗率		3%		2%		2%		1.5%
全链条履约成本	1.74	24.9%	1.36	16.9%	1.17	13.0%	0.97	9.7%
中心仓环节	0.1	1.4%	0.09	1.1%	0.08	0.9%	0.07	0.7%
网格仓环节	0.80	11.4%	0.63	7.9%	0.55	6.1%	0.50	5.0%
网格仓加盟商收入	0.65	9.3%	0.55	6.9%	0.50	5.6%	0.47	4.7%
补贴	0.15	2.1%	0.08	1.0%	0.05	0.6%	0.03	0.3%
团长佣金(8%-12%)	0.84	12%	0.64	8%	0.54	6%	0.40	4%
净利率		-43%		-14%		-5%		4%





3 游戏

- 供给端版号数量下滑，尾部游戏公司加速出清，**市场集中度逐渐提高**。需求端**游戏市场的增长驱动力已从用户增长转为ARPU值增长**。国内游戏用户规模3月环比下降（0.16%）至6.67亿人，正式进入存量阶段。**关注强研发，强运营，具备游戏出海能力的公司。**
- **行业格局&趋势**：1) 近年独立游戏开发/发行商崛起；2) 传统分发渠道意义变小，买量&TapTap等新兴渠道模式蓄势待发。3) 产业链上游（游戏研发运营商）话语权加强，行业步入“内容为王”时代。
- **出路**：
 - **提升付费率&ARPU**（人均收入增加，玩家结构变化（Z世代），精品游戏&新内容（女性向，开放世界，互动叙事））；
 - **出海**：近年中国游戏**出海**进展显著。19年中国自研游戏在海外的销售收入达到115.9亿美元，+20.9% YoY（高于国内市场同期的15.3%）；
 - **新技术**：VR/AR, 云游戏, Metaverse 元宇宙。





4 互联网医疗

- **医疗是互联网渗透率最低细分行业，仍属蓝海市场。**
 - **政策驱动：**1) 新冠肺炎加速行业利好政策（互联网医疗服务接入医保&网售处方药解禁）的执行进程。政府自1H20来已推出多项支持性文件鼓励使用互联网医疗服务；2) 疫情起到加速教育市场的作用（患者为避免交叉感染偏向于使用线上渠道，可节省企业的获客成本）。
 - **主要玩家&商业模式：**1) 从药到医；2) 从医到药。由于在线问诊低单价&频次的商业模式与会员制产品在中国的低接受程度，**现阶段我们更看好“从药到医”的医药电商。**
 - 医药电商将主要受益于处方外流&网售处方药解禁的大趋势。预计网售处方药与处方外流潜在市场规模约5000亿。**20年处方药线上渗透率2%左右，仍有巨大提升空间。**然而，不同于其它电商品类，处方药的网售会受制于医保接入（医保属地化管理，须分城市对接）与医疗服务网络构建（处方药网售须医生开具电子处方&服务）的进展速度，仍须时间落实。

医疗为渗透率最低 & 增长最快的细分行业

应用	用户规模 (万)	网民使用率(%)	增长率(%)
基础应用类			
即时通信	98,111	99.2%	9.5%
搜索引擎	76,977	77.8%	2.6%
网络新闻	74,274	75.1%	1.6%
远程办公	34,560	34.9%	/
商务交易类			
网络购物	78,241	79.1%	10.2%
网上外卖	41,883	42.3%	5.3%
网络支付	85,434	86.4%	11.2%
旅行预订	37,296	34.6%	/
网络娱乐类			
网络游戏	51,793	52.4%	-2.6%
网络音乐	65,825	93.7%	9.0%
网络文学	46,013	46.5%	1.0%
网络视频 (含短视频)	92,677	93.7%	9.0%
网络直播	61,685	62.4%	10.2%
公共服务类			
网约车	36,528	36.9%	0.8%
在线教育	34,171	34.6%	-19.2%
在线医疗	21,480	21.7%	/

数据来源：CNNIC，公司公告，Yahoo Finance



4 风险提示

- 全球疫情反复, 疫苗接种不及预期;
- 海内外宏观流动性超预期收紧;
- 海外经济体贸易政策的不确定性;
- 国内经济复苏进度不及预期。



免责声明

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。

