

东方基金投研月报

(2021.5)

东方基金权益研究部



目 录

一、本月市况.....	3
二、重大事件点评.....	6
(一) 本月主要经济数据及点评.....	6
1. 国内主要经济数据.....	6
2. 国外主要经济数据.....	11
(二) 本月市场重点信息及点评.....	15
1. 重点信息.....	15
(三) 本月重点行业信息及点评.....	17
1. 休闲服务行业.....	17
2. 光伏发电行业.....	19
三、基金经理研判.....	22
(一) 李瑞：继续看好制造业投资及制造业转型升级带来的系统性机会	22
(二) 曲华锋：盈利与估值再平衡，降低预期收益.....	22
四、产品策略.....	23
(一) 东方新能源汽车.....	23
(二) 东方新思路.....	23
五、其他.....	24
(一) 公司新产品动向.....	24
(二) 投研工作成果.....	24
免责声明.....	25

一、本月市况

2021年4月，市场整体表现较好。其中上证指数下跌0.28%、沪深300上涨0.56%、深圳成指上涨3.96%、中小板指上涨3.11%、创业板指上涨11.55%。从指数变动幅度来看，创业板指涨幅较大，表现优异。

行业方面，申万一级行业领涨的行业为医药生物、钢铁及电气设备，领跌的行业为国防军工、公用事业及非银金融。概念指数方面，领涨的指数为打板指数、次新股指数及CAR-T疗法指数，领跌的指数为西部水泥指数、西部大基建指数及生物育种指数。

图1：上证指数 2021年4月走势图



资料来源：wind、东方基金整理

表1：2021年4月市场主要指标表现

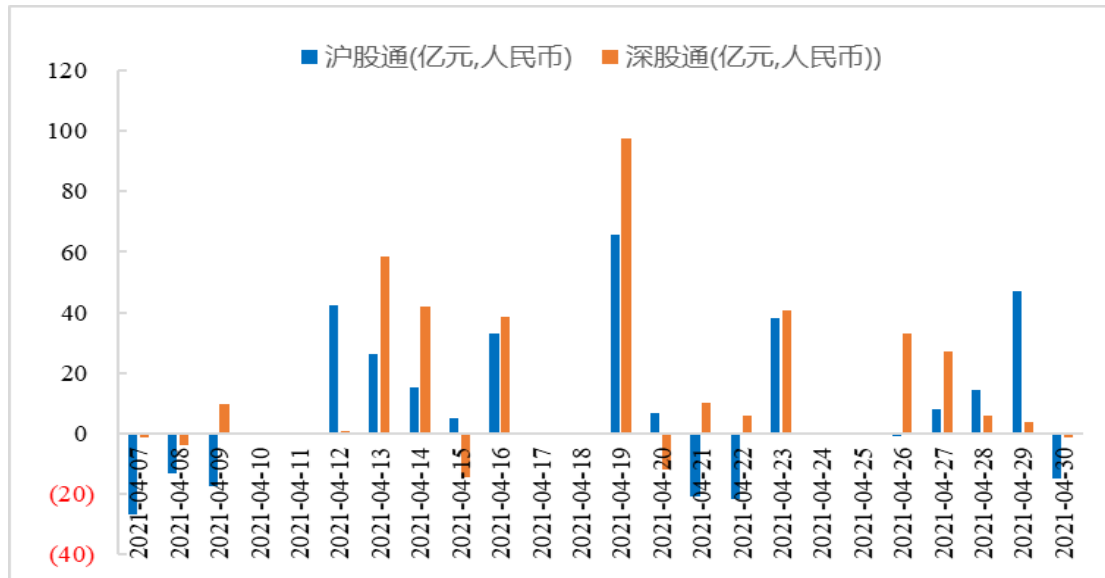
大盘指数			
上证指数	3446.86	-0.28%	7.19 万亿
沪深300	5123.49	0.56%	5.55 万亿
深证成指	14438.57	3.96%	9.31 万亿
中小板	9266.22	3.11%	1.41 万亿
创业板	3091.40	11.55%	3.15 万亿
概念板块指数（前三）		概念板块指数（后三）	
打板指数	37.24%	西部水泥指数	-11.29%
次新股指数	21.22%	西部大基建指数	-9.30%

CAR-T 疗法指数	18.24%	生物育种指数	-8.69%
申万一级行业（前三）		申万一级行业（后三）	
医药生物(申万)	10.17%	国防军工(申万)	-7.52%
钢铁(申万)	7.77%	公用事业(申万)	-7.50%
电气设备(申万)	6.65%	非银金融(申万)	-4.67%
上涨个股数	1694 只	下跌个股数	1892 只
领涨个股		领跌个股	
金发拉比	165.63%	ST 康得新	-74.72%
维格娜丝	153.39%	中潜股份	-71.90%
康旗股份	118.93%	天山生物	-45.84%
小康股份	111.25%	邦讯技术	-43.57%
神雾节能	108.38%	利通电子	-41.14%

资料来源：wind、东方基金整理

资金层面，2021 年 4 月沪股通累计净流入 185.48 亿元，截止 4 月 30 日，沪股通累计资金净流入 6774.46 亿元；2021 年 4 月深股通累计净流入 340.59 亿元，截止 4 月 30 日，深股通累计资金净流入 6774.63 亿元。

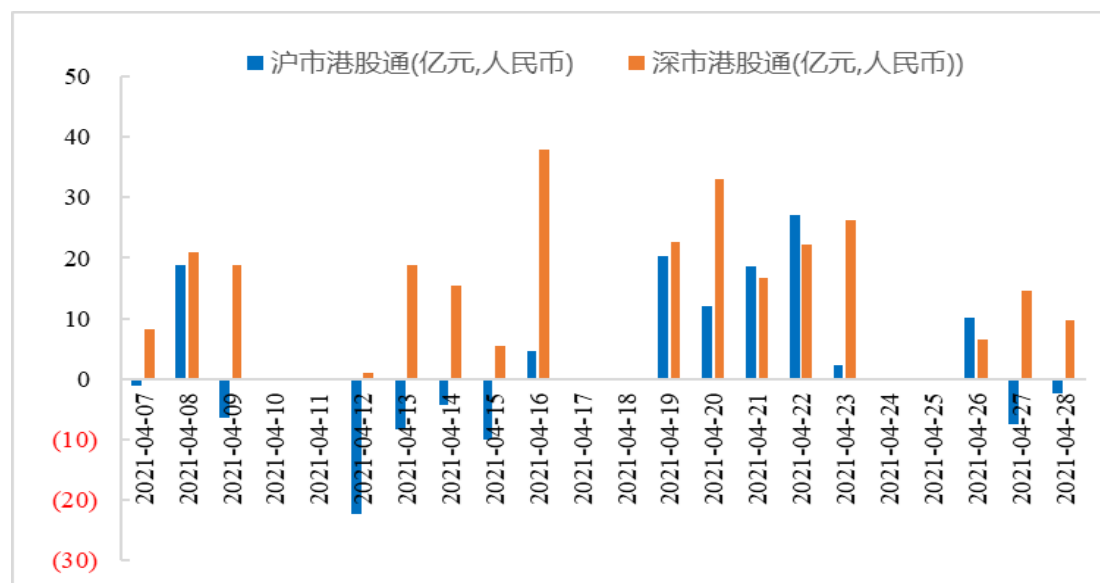
图 2：沪深股通 2021 年 4 月单日资金流入情况



资料来源：wind、东方基金整理

2021 年 4 月沪市港股通累计净流入 51.16 亿元，截止 4 月 30 日，沪市港股通累计资金净流入 10799.29 亿元；2021 年 4 月深市港股通累计净流入 277.80 亿元，截止 4 月 30 日，深市港股通累计资金净流入 7708.40 亿元。

图 3：沪深港股通 2021 年 4 月单日资金流入情况



资料来源：wind、东方基金整理

二、重大事件点评

(一) 本月主要经济数据及点评

1. 国内主要经济数据

(1) 2021年4月PMI数据点评

事件：

4月中采制造业PMI为51.1%（Bloomberg市场预期为51.8%），较上月下降0.8个百分点；非制造业PMI为54.9%，较上月下降1.4个百分点；综合PMI产出指数为53.8%，较上月下降1.5个百分点。

点评：

1) 受季节性规律叠加3月高基数影响，PMI环比回落。4月制造业、非制造业PMI指数分别较上月回落0.8、1.4个百分点。制造业PMI五大分项指数较上月均有所回落，生产指数、新订单指数分别回落1.7、1.6个百分点，指向供需两端扩张力度较3月有所弱化；从业人员指数回落0.5个百分点至49.6；原材料库存指数回落0.1个百分点至48.3。4月PMI回落受以下因素影响：第一，往年春节后PMI冲高后会经历回落；第二，今年3月PMI数据处于2015年以来同期较高水平，就地过年使得今年节后开工较早，带来了生产前置效应，节后基数较高。考虑到4月PMI高于2019年同期，与2020年同期赶工时期相当，因此尽管扩张放缓，但制造业景气是否降温仍有待继续观察。

2) 供需：生产、新订单指数在扩张区间弱化，较之往年不差。4月，制造业PMI生产、新订单指数分别回落1.7、1.6个百分点至52.2、52.0，环比回落有一定季节性规律，且与往年同期相比，除了2020年赶工时期和2018年抢出口时期，两大指数均处于2015年以来同期较高水平，反映当前供需景气情况较之往年实则不差。

3) 外需：新出口订单指数回落但处于历史较高水平，外需韧性仍在。4月，新出口订单指数由上月51.2回落至50.4，但明显高于2019年同期，仍处2015年以来同期较高水平。考虑到出口或继续受全球经济向好叠加供应链恢复支撑，预计外需韧性或维持至年中。

4) 库存：产成品库存微升、原材料库存微降，关注补库的空间和持续性。4月，产成品库存指数由前值46.7微升至46.8，原材料库存指数则由前值48.4微降至48.3。由于目前大多数行业仍处于主动补库阶段，但目前库存水平也已超合意区间的中枢（5%），未来补库的空间和持续时间值得关注。

5) 价格：购进和出厂价格指数高位略降，价格压力从上游向下游传导。4月购进价格指数由上月69.4回落至66.9，出厂价格指数由上月59.8回落至57.3，价格指数虽有所回落，但仍处于近年较高水平，在大宗商品价格高位运行影响下，价格压力依旧较大。从行业情况看，统计局数据显示黑色金属和有色金属行业价格指数连续两月处于超过70%的水平，在上游大宗商品涨价影响下，相关行业成本压力持续向下游传导。

6) 经济上半年韧性或持续下半年或向常态回归，年中或是政策调整观察窗口。4月PMI环比回落，主要受季节性规律及3月高基数影响，但较之往年同期来看实则不差，尤其是小企业生产、订单指数同步改善，反映经济运行活力持续，景气状态未现明显恶化。往后看，五一小长假或带动国内消费需求加速释放，欧美居民消费品需求、全球产业链恢复仍将支撑出口，预计经济运行韧性上半年将持续。而随着国内补库存周期逐步进入中后期，下半年经济或逐渐向新均衡水平（新常态）回归，年中或是政策是否边际调整的重要观察窗口。

(2) 2021年3月通胀数据点评

事件：

2021年3月CPI同比为0.4%，强于预期的0.2%，PPI同比为4.4%，强于预期的3.3%。

点评：

1) 通胀超预期原因一：原先滞后上涨的核心CPI分项开始修复。今年上游大宗价格上涨对下游消费品的涨价传导明显偏慢。在2021年2月以前，核心CPI一直处于快速下降趋势，其中衣着、居住分项一直未看到明显修复。但是，从3月的CPI数据来看，衣着和居住分项环比开始明显高于季节性规律。同时，我们也看到3月PPI生活资料分项中的衣着和耐用消费品分项环比也出现明显超季节性，为2020年以来首次。核心CPI的修复反映上游涨价对下游消费品价格滞后传导的效应开始显现，但是下游价格上涨幅度仍低于上游，PPI-CPI剪刀差的扩大对中下游行业盈利可能仍有挤压。

2) 通胀超预期原因二：除原油外的大宗商品价格快速上涨。3月PPI同比上涨4.4%，远高于上期的1.7%，其中去年价格变动翘尾影响约1个百分点，新涨价影响约为3.4个百分点。虽然生活资料的上涨部分解释了PPI超预期的原因，但PPI同比的上涨主要是生产资料价格的拉动（权重约为70%）。从工业生产者购进价格指数来看，除了受原油价格上涨带动的燃料、动力类价格明显上涨之外，化工原材料、有色金属、黑色金属价格上涨远超于季节性规律，环比涨幅分别为4.8%、3.8%、3.0%。

3) 值得注意的是，PPI滞后国际大宗价格约1个月。从历史数据来看，国际大宗商品价格上涨对PPI的影响约滞后1个月，这说明3月PPI超预期更多反映的是2月春节后国际大宗商品价格快速上涨的影响，而非3月的国际大宗价格走势。对比统计局公布的国内50种重要生产资料价格环比来看，PPI环比约滞后15-30天。

4) 往后看，PPI同比仍将继续上行，但环比可能减慢。如上所述，PPI环比略滞后于统计局公布的50种重要生产资料价格环比，该指标在3月已出现下行，因此推测4月PPI环比也将出现下滑。另一方面，如果拆分原油和非原油分项对PPI的拉动来看，非原油分项对PPI的拉动其实自今年以来已出现衰弱。但未来在原油价格和去年低基数的支撑下，PPI同比或继续走高。

(3) 2021年3月金融数据点评

事件：

2021年3月新增社融3.3万亿，社融存量增速12.3%，基本符合市场预期。新增人民币

贷款 2.7 万亿，超市场预期。

点评：

整体来看，1 季度新增社融、新增贷款，处于历史高位。3 月社融存量增速由 13.3% 快速降至 12.3%，但整体来看，1 季度新增社融 10.2 万亿，新增贷款 7.7 万亿，与历史同期相比仍处高位。

居民端短贷、中长贷均未见压缩迹象，后期或面临下行压力。但 1 季度新增居民端贷款达到 2.6 万亿，延续了去年以来持续的高增长，为历史新高，比次高（2017 年）甚至高出 7100 亿，这指向当前地产销售或仍有较强的韧性。但从近期的地产监管形势来看，防止资金违规进入地产领域仍是当前的监管重点，这部分贷款后续或面临下行压力。

企业端表外及直接融资或已开始正常化，但存在表外向表内压的现象。从结构来看，如果与 2020 年对比，1 季度表外融资（信托+委托+未贴现票据）基本与 2020 年持平，且 3 月压缩明显加速，直接融资（企业债+政府债+股票）相较 2020 年压缩了 1.7 万亿。但表内贷款在 2020 年高基数的情况下还继续增长了 5743 亿，似乎存在表外向表内压的现象，这可能与 2021 年表外金融监管趋严有关。综合表内外融资，1 季度新增企业端融资（股票+企业债+表外+贷款）相较 2020 年下降了 1.4 万亿，新增企业存款也基本回到 2019 年的水平。

展望未来，今年地产融资管控、国企杠杆管控都在加强，作为社融支撑的表内信贷融资后续可能会随之回落；而在资管新规过渡期逐步到期的情况下，表外融资延续回落是大概率事件。因此预计今年社融增速维持回落的势头是大概率事件，尤其是一季度在政策不急转弯的方针指导下，社融增速仍维持较高水平。但随着后续政策逐步“转弯”，预计后续信贷增长可能也会带动社融回落，回落速度会较当前有所加快。从社融和利率的关系来看，社融的拐点过后，利率的拐点或也已经到来，利率下半年将进入下行通道。

（4）2021 年 3 月经济数据点评

事件：

2021 年 1 季度 GDP 增长 18.3%；3 月规模以上工业增加值同比 14.1%；3 月固定资产投资累计同比 25.6%；3 月社会消费品零售同比 34.2%。

点评：

1) 扣除基数效应比较 1 季度：地产产业链修复较快、餐饮、制造业投资偏慢。由于疫情对经济的影响导致 2020、2021 年 1 季度数据出现大幅波动，尽管 1 季度三产 GDP 大幅回升，但二产增速缺口已经补上，而三产缺口仍然较为明显，这符合疫情经济修复的特点；生产方面，采矿业生产恢复最早、最快，制造业生产的缺口即将闭合；社会消费品零售的缺口在投资、生产、消费中最大，其中餐饮缺口最大；投资较 2019 年 1 季度增速仍低，但如果考虑到投资长周期增速的下降，则符合预期，其中制造业投资由于修复较晚，因此缺口相对基建、地产均偏大；疫后，房地产产业链修复较快，销售面积、销售额增速大幅上升，拉动三产中地产行业增长。

2) 生产：生产上升背后是外需支撑，供需关系尚未恶化。生产上升的背后，外需是重要支撑，因此供需关系仍在改善。2021年3月规模以上工业增加值当月同比14.1%，出口交货值当月同比15.9%。自2020年11月以来，出口交货值同比持续高于工业增加值，意味着外需成为生产部门“旺”的重要因素之一。年初以来，全球制造业PMI中的出口订单与生产指数同步上升，制造业出口国均受益于此。由于需求对生产有支撑，因此季调后工业产品销售率仍在回升的趋势上，供需关系并未显示出恶化的迹象。

3) 投资：3月固定资产投资同比回落有基数因素，环比超季节性规律。2021年3月固定资产投资累计同比25.6%，略高于预期，固定资产投资累计同比较1-2月回落主要有基数因素的影响。从环比季节性来看，3月固定资产投资环比超过了2015-2019年的环比季节性规律。分行业拉动来看，制造业、基建和地产较1-2月均有不同程度的回落，但回落较多为房地产投资。

4) 消费：相对投资、生产滞后复苏，3月同比进一步上升。相对于3月生产、投资同比数据的回落，社会消费品零售总额的同比却仍在上升，且餐饮和商品的拉动进一步上升，这主要是1) 2020年疫情后，生产和投资恢复较快，这与中国疫情后复工复产的政策有关；2) 消费的恢复最为滞后，与整体疫情的特点相关，随着疫苗的逐步落地，以及“就地过年”使得部分消费延后。从规模以上主要商品零售来看，3月除了汽车、金银珠宝、化妆品等同比有所回落外，其他商品零售增速保持平稳。

(5) 2021年3月进出口数据点评

事件：

2021年3月中国出口（以美元计）同比30.6%，近于预期31.1%；进口（以美元计）同比38.1%，大幅好于预期17.3%；贸易顺差收窄，为138亿美元。

点评：

1) 年初以来大宗价格上涨、叠加基数效应，对进口影响开始显著化。3月进口同比大超预期，主要有两个因素：1) 大宗价格上升的拉动较为显著。这是由于，我国作为一个出口制造品、进口大宗品的经济体，使得进口对于年初以来大宗价格上涨更为敏感，特别是上游原材料，比如铁矿、铜矿的进口金额同比远超量；另外，也需考虑去年3月为疫情在全球蔓延时期，彼时大宗价格大幅探底，因此基数效应下，从同比的角度来看，3至5月或是价格拉动最为显著的一个阶段。2) 大宗品之外，随着全球产业链的复苏，我国机电产品进口同比也不弱，在机电产品进口中，3月汽车及其底盘、二极管等进口同比较高。

2) 出口受益的两条线：欧美居民商品需求、全球电子相关产业链。自2020年6月以来，对我国出口支撑的逻辑就逐渐从防疫需求向生产生活需求转变。3月出口从产品来看，防疫相关商品对出口的拉动已回到疫情前常态，而机电产品出口成为持续支撑出口的重要部分。主要由两方面的需求，一为受益于全球电子产业链，比如液晶显示板、自动数据处理设备及其附件等；另一为居民相关的商品需求，比如家电、灯具和汽车及其底盘等。另外，从国别来看，对欧美的出口需求显著高于亚洲经济体。

3) 展望：出口将继续受益全球产业链共振，但居民消费品出口拉动或减弱。受去年疫

情影响带来的基数效应，今年 1 季度的进出口同比出现较大波动。但整体来看，相比 2009 年我国进口同比率先上升，是需求提供国；此次国内财政扩张较为稳健，可以说是外需受益国，而外需的持续性则主要看欧美经济体疫后需求复苏的空间。当前，韩国进出口同比持续回升指向全球产业链的复苏，这对我国并不完全负面，意味着生产相关的中间品、资本品等出口将受益。但美债利率上升加疫情趋势缓和，美国购房需求可能回落，或影响地产后周期消费对出口的拉动。

(5) 2021 年 3 月财政收支数据点评

事件：

1-3 月累计，全国一般公共预算收入 57115 亿元，同比增长 24.2%，增速比 1-2 月提高 5.5 个百分点；全国一般公共预算支出 58703 亿元，同比增长 6.2%，增速比 1-2 月下降 4.3 个百分点。

点评：

1) 3 月公共财政收入大幅提升，经济恢复韧性较强。3 月当月公共财政收入同比 42.4%，其中，税收收入增长贡献 35.4%，非税收入贡献增速 7%，税收收入和非税收入同时正向拉动公共财政收入增长。剔除 2020 年的低基数效应，从绝对值来看，2021 年 1-3 月的公共财政收入水平绝对值也高于往年的季节性。从税收收入分项来看，增值税和个人所得税对 3 月财政税收收入增长贡献较大，体现了我国工业企业部门的复苏和居民收入随经济复苏恢复性增长。

2) 3 月公共财政支出增速有所回落，继续落实民生保障。从一般公共预算支出来看，1-3 月累计公共财政支出增速为 6.2%，略快于 2020 年的支出节奏。从支出的绝对值来看，1-3 月一般公共预算支出的绝对值基本与往年持平，符合季节性规律。从累计支出分项来看，城乡社区事务为公共财政支出的主要拖累，稳定经济和社会发展用途的社会保障和就业支出继续维持稳定增长，而教育和科技实现了较快的增长，3 月科学技术支出增速为 16.3%。正如我们的报告《政府杠杆率怎么降》提到，2021 年财政支出将在保民生的同时，也重视发展，“坚持把科技作为财政支出重点领域”，实现收支结构良性发展。

3) 地方债发行节奏较慢，避免“钱等项目”可能是主因。2021 年的提前批专项债额度已于 2021 年 3 月 18 日下达，额度为 1.77 万亿元。但从地方债发行的规模来看 3 月专项债发行未见放量增长，发行进度较前两年有所放缓。根据 4 月 21 日财政部发布会解答，今年地方债发行放缓主要是由于 2020 年发行的专项债规模较大，为了避免资金闲置，让资金跟着项目走，政策效应在今年会持续释放。

4) “政府杠杆率下降”目标下，城投债净融资额同比下降 51%。从城投债的发行来看，3 月城投债的发行量不低，但净融资较小，仅为去年同期一半的水平，3 月城投债到期偿还量较高。为了实现“政府杠杆率有所降低”，需要降低政府隐性杠杆率的增速，同时地方隐性债务需要逐步化解。二季度国内经济在出口支撑下预计仍将较为强劲，这为央行化解债务风险、调控宏观杠杆率上升提供较好的窗口期，二季度可能是去杠杆节奏较快的时期。

(6) 2021 年 3 月工业企业利润数据点评

事件：

国家统计局4月27日发布的工业企业利润数据显示，2021年1-3月份，全国规模以上工业企业实现利润总额18253.8亿元，同比增长1.37倍。2021年1-3月份，规模以上工业企业实现营业收入27.48万亿元，同比增长38.7%。

点评：

1) 1季度工业企业利润高增长。1季度，规模以上工业企业利润同比增长1.37倍，两年平均增长22.6%，略快于4季度20.8%的同比增速。1季度，规模以上工业增加值同比增长24.5%，营业收入增长38.7%，供需扩张推动利润增长。大宗商品涨价和需求回暖推升原材料制造业利润增长。1季度，原材料制造业利润同比增长4.34倍，两年平均增长40.7%。原材料行业拉动1季度规模以上工业利润增长51.5个百分点。其中，化学原料和化学制品业利润同比增长3.43倍，黑色金属冶炼和压延加工业增长3.88倍，有色金属冶炼和压延加工业增长4.71倍，石油、煤炭及其他燃料加工业同比扭亏为盈。出口和投资需求带动装备制造业利润回升。1季度，汽车制造业利润同比增长8.43倍（两年平均增长36.7%），计算机、通信和其他电子设备制造业增长1.41倍（两年平均增长45.8%），电气机械和器材制造业增长1.67倍（两年平均增长18.9%），专用设备制造业增长1.46倍（两年平均增长26.6%）。下游消费相关行业受疫情影响较大，利润仍低于2019年同期。1季度，纺织服装、服饰业，皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业，纺织业，家具制造业，印刷和记录媒介复制业，木材加工和木、竹、藤、棕、草制品业，文教、工美、体育和娱乐用品制造业等行业利润尽管同比实现两位数增长，但2年平均增速为负。

2) 3月工业企业利润增速回落，受基数回升影响。3月份工业企业利润同比增长92.3%，较1-2月同比增速179%回落。3月工业企业利润两年平均增速11.9%，低于1-2月两年平均增速31.2%，也受到2019年3月基数上升影响——2019年1-2月工业企业利润同比下降14%，3月同比增长13.9%。

3) 产成品存货增速回落。3月末，规模以上工业企业产成品存货同比增长8.5%，比2月末回落0.1个百分点。而PPI由2月同比增长1.7%加快至3月4.4%，反映企业实际库存回落。存货周转天数从2月末19.7天降至3月末18.3天。

4) 应收账款同比增速上升，但应收账款回收期下降。3月末，规模以上工业企业应收账款同比增长17.1%，较2月份16.4%加快，受到基数下降影响——去年3月应收账款同比增速从2月份12.2%大幅下降至7.3%。应收账款平均回收期从2月末57.9天下降至3月末53.8天。

2. 国外主要经济数据

(1) 美国：

美国4月Markit服务业PMI终值录得64.7，预期为63.1，前值为63.1。4月ISM非制造业PMI录得62.7，预期为64.3，前值为63.7。

美国4月ISM制造业PMI为60.7，预期为65，前值为64.7；美国3月营建支出环比增长0.2%，预期增长2%，前值下降0.8%。

美国 4 月 Markit 制造业 PMI 终值 60.5，预期 60.7，初值 60.6。美国 4 月 ISM 制造业 PMI 为 60.7，预期为 65，前值为 64.7。

美国 4 月 ADP 就业岗位增加 74.2 万个，预期增加 80 万个，前值增加 51.7 万个。

美国 4 月纽约联储制造业指数为 26.3，预期为 19.5，前值为 17.4；4 月费城联储制造业指数为 50.2，预期为 42，前值为 51.8。

美国 3 月 ISM 制造业 PMI 录得 64.7，创 1983 年 12 月以来新高。其中，新订单指数录得 68，创 2004 年 1 月以来新高。美国 2 月营建支出环比下降 0.8%，略好于预期的下降 1%。

美国 3 月 PPI 环比升 1%，预期升 0.5%，前值升 0.5%；同比升 4.2%，创 2011 年以来新高，预期升 3.8%，前值升 2.8%。

美联储褐皮书：美国经济活动加速至温和增长阶段；就业增长有所回升，大多数地区的员工人数都出现了温和增长；尽管供应链受到限制，美国制造业仍在扩张；自上次报告以来，物价“略微加速”上升；许多地区报告房价温和上涨，一些地区房价上涨则更为强劲。

美国纽约联储：美国 3 月未来三年通胀预期上升至 3.1%；3 月消费者家庭开支增速预期创 2014 年以来新高。

美国 3 月零售销售环比增 9.8%，创去年 5 月以来新高，预期增 5.9%，前值从减 3%修正为减 2.7%。3 月核心零售销售环比增 8.4%，预期增 5%，前值从减 2.7%修正为减 2.5%。3 月工业产出环比增 1.4%，预期增 2.8%，前值由减 2.2%修正为减 2.6%。

美国 3 月季调后 CPI 环比升 0.6%，创 2012 年 8 月以来新高，预期升 0.5%，前值升 0.4%；未季调 CPI 同比升 2.6%，创 2018 年 8 月以来新高，预期升 2.5%，前值升 1.7%。

美国 3 月新屋开工年化总数为 173.9 万户，预期为 161.3 万户，前值为 142.1 万户。

美国 3 月新屋销售总数年化为 102.1 万户，预期为 88.6 万户，前值修正为 84.6 万户。

美联储将基准利率维持在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，将贴现利率维持在 0.25%不变，符合市场的普遍预期。美联储经济评估有所增强，并释放出风险已经下降的信号，同时将保持每月 1200 亿美元的资产购买速度不变。

美国第一季度实际 GDP 年化环比初值增 6.4%，创下 2003 年三季度以来第二快增速，意味着在经历去年疫情爆发造成的经济大规模萎缩之后，美国经济仍在复苏的道路上。在经济中占比 68.2%的个人消费支出增长 10.7%，为去年第三季度以来新高。

美国 3 月核心 PCE 物价指数同比升 1.8%，创去年 2 月以来新高，预期升 1.8%，前值升 1.4%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值升 0.1%；个人支出环比升 4.2%，创去年 6 月以来新高，预期升 4.1%，前值降 1%。

美国 3 月贸易帐逆差 744 亿美元，逆差金额再创纪录新高，预期逆差 745 亿美元，前值逆差 711 亿美元；其中进口 2744.8 亿美元，前值为 2581 亿美元；出口 2000.3 亿美元，前值为 1876 亿美元。

(2) 欧元区：

欧元区 4 月制造业 PMI 初值为 63.3，创历史新高，预期 62，前值 62.5；服务业 PMI 初值为 50.3，预期 49.1，前值 49.6；综合 PMI 初值为 53.7，预期 52.8，前值 53.2。

欧元区 4 月制造业 PMI 终值为 62.9，预期 63.3，初值 63.3。欧元区 4 月 CPI 初值同比升 1.6%，预期升 1.6%，前值升 1.3%；环比升 0.6%，预期升 0.5%，前值升 0.9%。

欧元区 4 月工业景气指数录得 10.7，创纪录新高，预期 4；经济景气指数录得 110.3，预期 102.2。

欧元区 4 月 ZEW 经济景气指数为 66.3，前值 74；经济现况指数录得-65.5，前值-69.8。

欧元区 3 月 CPI 初值同比升 1.3%，较前值 0.9%大幅提升。但经济学家认为，通胀上升主要是技术性的，是由去年油价暴跌逆转和德国增值税上调等因素造成，预计欧元区经济要到 2022 年底才能达到疫情爆发前的水平。

欧元区 3 月失业率为 8.1%，预期 8.3%，前值从 8.3%修正为 8.2%。

欧元区 3 月工业景气指数为 2，预期为 0，前值由-3.3 修正为-3.1。经济景气指数为 101，预期为 96，前值为 93.4。

欧元区 3 月 PPI 同比升 4.3%，创 2018 年 11 月以来新高，预期升 4.2%，前值升 1.5%；环比升 1.1%，预期升 1.1%，前值升 0.5%。

欧元区第一季度 GDP 初值同比减 1.8%，预期减 2%，前值减 4.9%；GDP 初值环比减 0.6%，预期减 0.8%，前值减 0.7%。

欧盟一份计划草案显示，欧盟将于 6 月通过“下一代欧盟”复苏计划发行一批债券，总价达 8060 亿欧元（约合 9620 亿美元）。其中近 1/3 数额为气候、环境等相关的绿色债券。

欧元区 2 月零售销售环比增 3%，预期增 1.5%，前值由减 5.9%修正为减 5.2%。

欧元区 2 月工业产出环比减 1%，预期减 1.1%，前值增 0.8%。

欧元区 2 月季调后经常帐盈余 260 亿欧元，前值盈余 305 亿欧元；未季调经常帐盈余 132.8 亿欧元，前值盈余 58 亿欧元。

(3) 英国：

英国 4 月 CBI 工业订单差值录得-8，预期 2，前值-5；产出预期差值 36，前值 30；出口订单差值-18，前值-20；物价预期差值 27，前值 20。英国 4 月 CBI 季度制造业景气指数录得 38，为 1973 年 4 月以来最高。

英国 3 月制造业 PMI 录得 58.9，预期为 57.9，前值为 57.9。

由于新冠疫情，3 月英国政府债务达 243 亿英镑。2020-2021 财年英国政府整体债务达 3031 亿英镑，占国内生产总值 14.5%，为 1947 年有相关历史记录以来最高的一年。不过实际债务数字仍大大低于此前预计的 3550 亿英镑。

英国 3 月失业率为 7.3%，前值 7.5%；失业金申请人数增加 1.01 万人，前值增 8.66 万人。

英国 3 月 CPI 同比升 0.7%，预期升 0.8%，前值升 0.4%；环比 0.3%，预期 0.4%，前值 0.1%。3 月未季调输入 PPI 同比升 5.9%，预期升 4.4%，前值升 2.6%。

英国 3 月零售物价指数同比升 1.5%，预期升 1.6%，前值升 1.4%；环比升 0.3%，预期升 0.3%，前值升 0.5%。

英国 2 月 GDP 同比降 7.8%，预期降 8.3%，前值自降 9.3%修正至降 8.5%；环比升 0.4%，预期升 0.6%，前值自降 2.9%修正至降 2.2%。

英国 2 月工业产出同比降 3.5%，预期降 4.4%，前值降 4.9%；环比升 1%，预期升 0.5%，前值自降 1.5%修正至降 1.8%。

英国 2020 年四季度 GDP 终值同比下降 7.3%，预期和初值均为下降 7.8%；2020 年全年 GDP 下滑 9.8%，创纪录最大萎缩幅度，预期为下滑 9.9%。

(4) 日本：

日本 3 月批发物价同比上涨 1%，为 13 个月来首次上涨，表明不断上涨的大宗商品成本正挤压企业利润率，加大全球第三大经济体通胀压力。

日本 3 月国内机床订单为 406 亿日元，同比增长 18.7%，时隔 2 年零 3 个月再次实现同比增长。

日本 3 月商品出口同比升 16.1%，预期升 11.6%，前值降 4.5%；进口同比升 5.7%，预期升 4.7%，前值 11.8%。

日本 3 月工业产出同比增 4%，预期降 0.6%，前值降 2%；环比增 2.2%，预期降 2%，前值降 1.3%。日本 3 月失业率 2.6%，创去年 4 月以来新低，预期 2.9%，前值 2.9%。

日本央行维持利率在-0.1%不变，维持 10 年期国债收益率目标在 0%附近不变，符合预期。日本央行重申不限制购买国债数量；仍维持 12 万亿日元 ETF 上限；如果需要将毫不犹豫地采取额外宽松措施；将日本房地产投资信托基金年度购买上限维持在 1800 亿日元不变。

日本央行经济展望：2020 财年核心 CPI 下降 0.4%，此前预期下降 0.5%；2021 财年核心 CPI 将上涨 0.1%，此前预期上涨 0.5%；2020 财年真实 GDP 将萎缩 4.9%，此前预期萎缩 5.6%；2021 财年真实 GDP 将增长 4.0%，此前预期增长 3.9%。

日本 2 月经季节调整后的完全失业率为 2.9%，与上月持平。当月完全失业人数同比增加 35 万，至 194 万，连续 13 个月同比增加；就业人数同比减少 45 万，连续 11 个月同比减少。

日本 2 月零售销售环比增 3.1%，预期 0.8%，前值-0.5%；同比降 1.5%，预期降 2.8%，前值降 2.4%。

日本 2 月工业产出同比下降 2.6%，环比下 2.1%，降幅均超出市场预期。对于努力从疫情冲击中复苏的日本经济而言，这是个令人担忧的迹象。

日本 2 月贸易帐顺差 5242 亿日元，预期顺差 4718 亿日元，前值逆差 1301 亿日元；季调后经常账盈余 17947 亿日元，预期盈余 10187 亿日元，前值盈余 14998 亿日元。

日本央行总资产达到该国 GDP 约 1.3 倍。报告显示，截至 2020 财年末，日本央行总资产比上年末增加 109 万亿日元，达 714 万亿日元，创 2016 年以来新高。

（二）本月市场重点信息及点评

1. 重点信息

（1）4月1日，央行召开2021年金融稳定工作视频会议，部署下一阶段金融稳定工作，要求不断增强处置风险的主动性和协同性，发挥好金融委办公室地方协调机制的作用；要有效发挥存款保险制度的作用，聚焦早期纠正，进一步完善存款保险专业化、市场化风险处置机制；要提升金融风险防控的前瞻性、全局性和主动性。

（2）4月2日，系统重要性银行附加监管规定征求意见稿出炉，拟建立附加资本、附加杠杆率、流动性、大额风险暴露等附加监管指标体系。文件对系统重要性银行分五组提出附加资本要求，分别为0.25%、0.5%、0.75%、1%和1.5%。另外，“生前遗嘱”将成为系统重要性银行附加监管的一项重要工具。

（3）4月8日，国务院金融委召开第五十次会议，研究加强地方金融机构微观治理和金融监管等工作。会议强调，要保持宏观金融政策的连续性、稳定性和可持续性，执行好稳健的货币政策，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，促进经济平稳健康运行。要保持物价基本稳定，特别是关注大宗商品价格走势。要坚持“建制度、不干预、零容忍”，继续加强资本市场基础制度建设，更好保护投资者利益，促进资本市场平稳健康发展。

（4）4月13日，国家发改委印发《2021年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》提出，有序放开放宽城市落户限制，城区常住人口300万以下城市落实全面取消落户限制政策，实行积分落户政策的城市确保社保缴纳年限和居住年限分数占主要比例。着力解决大城市住房突出问题，以人口流入多、房价高的城市为重点，扩大保障性租赁住房供给，着力解决困难群体和农业转移人口、新就业大学生等新市民住房问题。

（5）4月14日，央行发表题为《关于我国人口转型的认识和应对之策》的工作论文称，要认识到我国人口形势已经逆转，灰犀牛越来越近；要认识到教育和科技进步难以弥补人口的下降。为此，应全面放开和鼓励生育，完善养老制度。文章认为，要高度警惕和防止储蓄率过快下降的趋势，要认清消费永远不是增长的源泉，要重视投资，扩大国内中西部的投资。

（6）4月15日，商务部：中国向东盟秘书长正式交存《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）核准书，这标志着中国正式完成RCEP核准程序。

（7）博鳌亚洲论坛2021年年会开幕式4月20日上午在海南博鳌举行，国家领导人以视频方式发表主旨演讲时表示，要推动贸易和投资自由化便利化，深化区域经济一体化，巩固供应链、产业链、数据链、人才链，构建开放型世界经济。要抓住新一轮科技革命和产业变革的历史机遇，大力发展数字经济，在人工智能、生物医药、现代能源等领域加强交流合作。中国将积极参与贸易和投资领域多边合作，全面实施《外商投资法》和相关配套法规，继续缩减外资准入负面清单，推进海南自由贸易港建设，推动建设更高水平开放型经济新体制。

（8）4月21日，国务院常务会议部署进一步实施好常态化财政资金直达机制。会议指

出，今年将直达机制常态化，通过改革调整资金分配利益格局，把中央财政民生补助各项资金整体纳入直达范围，资金总量达 2.8 万亿元。下一步要突出直达资金使用重点，集中更多财力加大对义务教育、基本医疗、基本住房等基本民生投入，支持农田水利建设。

(9) 4 月 21 日，基础设施公募 REITs 首批申报项目出炉！沪深交易所正式接收首批基础设施公募 REITs 项目申报，各有两单项目，分别为：“浙商证券沪杭甬高速封闭式基础设施证券投资基金”和“国金铁建重庆渝遂高速公路封闭式基础设施证券投资基金”，以及“中航首钢生物质封闭式基础设施证券投资基金”和“博时招商蛇口产业园封闭式基础设施证券投资基金”。这标志着基础设施公募 REITs 试点进程又向前迈进关键一步，将正式进入项目审核阶段。

(10) 4 月 22 日，国家主席习近平出席“领导人气候峰会”在讲话中指出，中国将碳达峰、碳中和纳入生态文明建设整体布局，正在制定碳达峰行动计划，广泛深入开展碳达峰行动，支持有条件的地方和重点行业、重点企业率先达峰。中国将严控煤电项目，“十四五”时期严控煤炭消费增长、“十五五”时期逐步减少。此外，〈蒙特利尔议定书〉基加利修正案》，加强非二氧化碳温室气体管控，还将启动全国碳市场上线交易。

(11) 4 月 27 日，国务院常务会议部署加强县域商业体系建设，促进流通畅通和农民收入、农村消费双提升；确定知识产权领域“放管服”改革新举措，更大便利创业创新，激发市场主体创造活力。会议要求，完善对县域商业设施建设用地、金融等政策支持。将县域商业设施、农产品产地流通设施建设纳入乡村振兴投入保障范围，对鲜活农产品运输给予快捷通行、车辆通行费用减免等支持。

(12) 4 月 29 日，统计局表示，2020 年我国人口继续保持增长，具体数据将在第七次全国人口普查公报中发布。对于人口七普数据发布时间，统计局数据咨询处相关人员称，现在还没有特别具体的时间表，因为有些数据量比较大，还在处理过程中。

(13) 4 月 30 日，中共中央政治局召开会议，分析研究当前经济形势和经济工作。会议指出，要辩证看待一季度经济数据，当前经济恢复不均衡、基础不稳固；要用好稳增长压力较小的窗口期，推动经济稳中向好。要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡；稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。中共中央政治局强调，要促进国内需求加快恢复，促进制造业投资和民间投资尽快恢复，做好国家重大项目用地等要素保障，制定促进共同富裕行动纲要，以城乡居民收入普遍增长支撑内需持续扩大。要引领产业优化升级，强化国家战略科技力量，积极发展工业互联网，加快产业数字化。要加强和改进平台经济监管，促进公平竞争。中共中央政治局强调，要防范化解经济金融风险，建立地方党政主要领导负责的财政金融风险处置机制。中共中央政治局强调，要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，增加保障性租赁住房和共有产权住房供给，防止以学区房等名义炒作房价。

(14) 中共中央政治局 4 月 30 日下午就新形势下加强我国生态文明建设进行第二十九次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调：要坚持不懈推动绿色低碳发展，建立健全绿色低碳循环发展经济体系；要把实现减污降碳协同增效作为促进经济社会发展全面绿色转型的总抓手，加快推动产业结构、能源结构、交通运输结构、用地结构调整；不符合要求的高耗能、高排放项目要坚决拿下来；要全面实行排污许可制，推进排污权、用能权、

用水权、碳排放权市场化交易，建立健全风险管控机制。

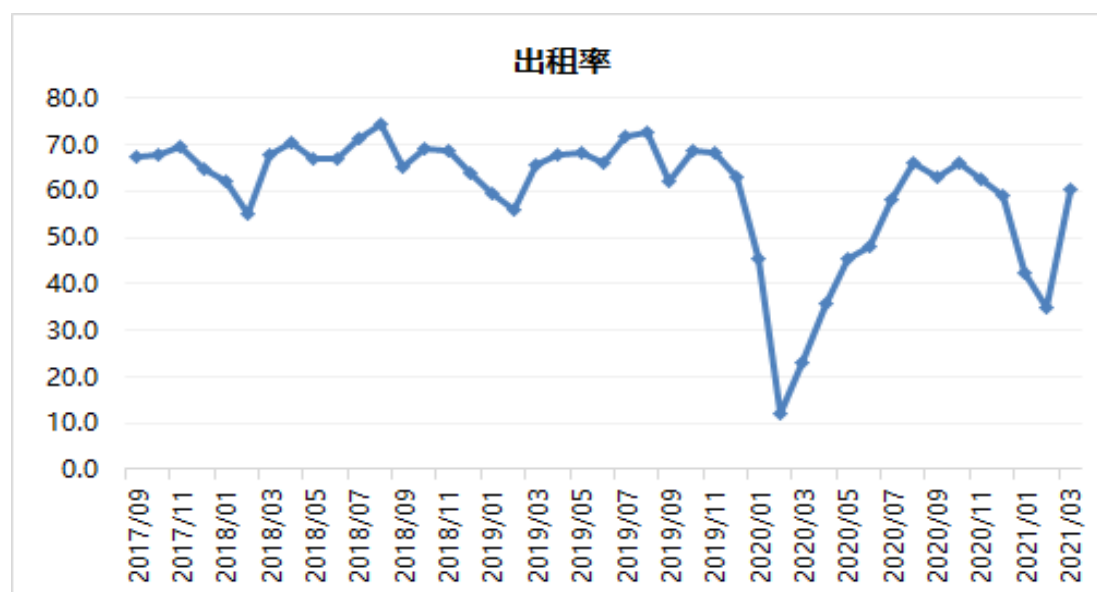
（三）本月重点行业信息及点评

1. 休闲服务行业

（1）行业数据：

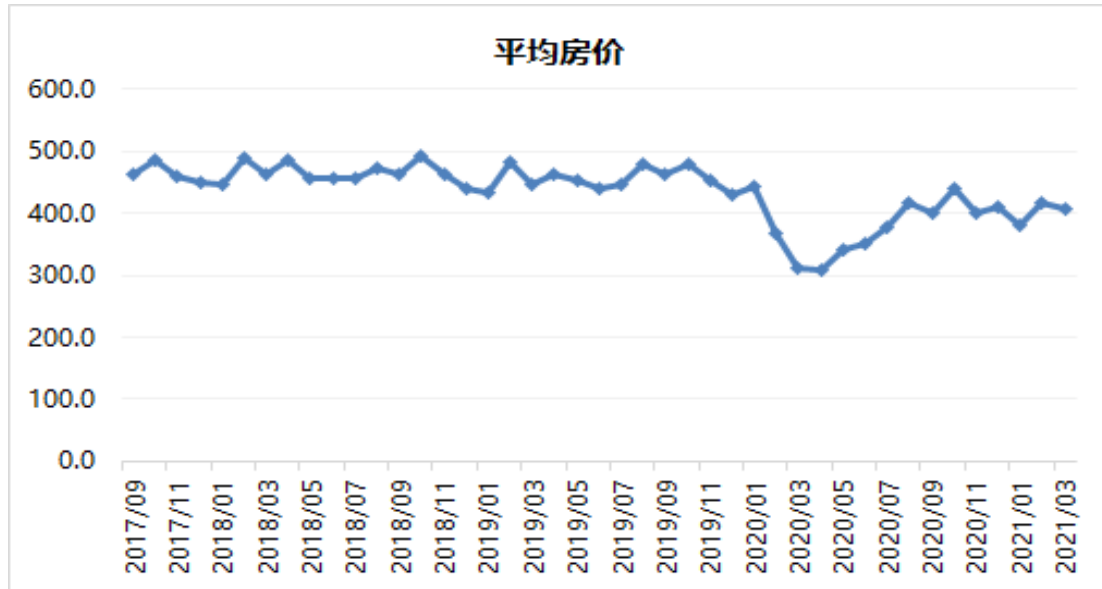
根据 STR 数据显示，2021 年 3 月酒店行业出租率 60.2%，环比 2 月提升，较 2019 年同期下降 5.2 个百分点；平均房价 406.0 元，相比 2 月下降，较 2019 年同期-9.4%；RevPAR 为 244.6 元，环比有明显提升，较 2019 年同期-16.6%。酒店行业环比改善。

图 4：酒店行业出租率（%）



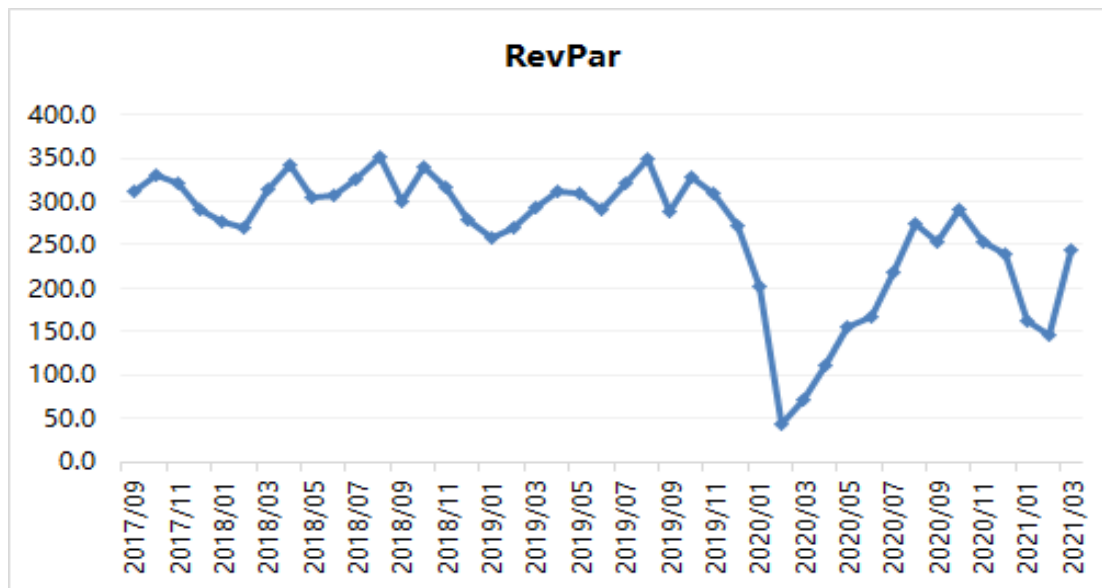
资料来源：STR、东方基金整理

图 5：酒店行业平均房价（元）



资料来源：STR、东方基金整理

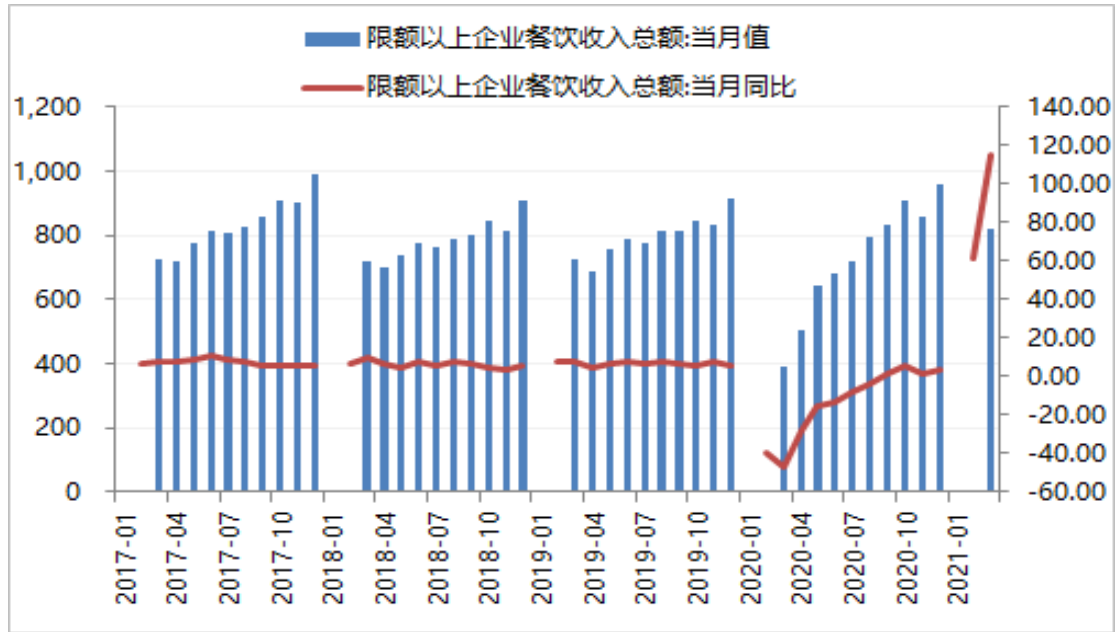
图 6：酒店行业 RevPAR（元）



资料来源：STR、东方基金整理

2021年3月限额以上企业餐饮收入总额822亿，同比增长115.2%，较2019年同期增长13.3%，外出就餐需求明显增加。

图 7：限额以上企业餐饮收入总额（亿元）



资料来源：Wind、东方基金整理

经文化和旅游部测算，2021年“五一”假期，预计全国国内旅游出游2.3亿人次，同比增长119.7%，按可比口径恢复至疫情前同期的103.2%；实现国内旅游收入1132.3亿元，同比增长138.1%，按可比口径恢复至疫情前同期的77.0%。

(2) 后期观点：

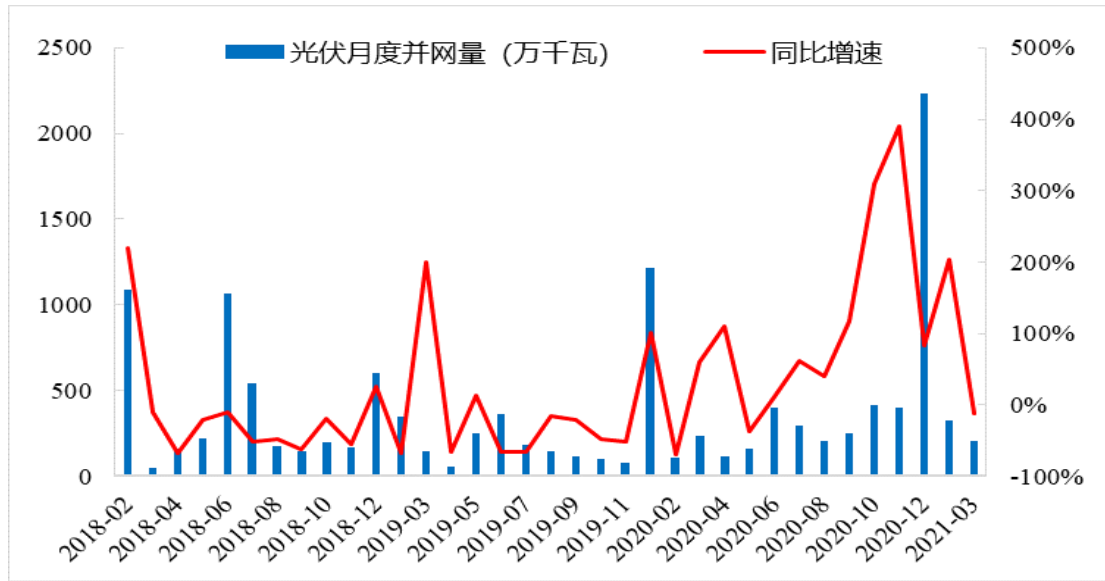
由于国内疫情控制得当，预计餐饮旅游需求将逐步恢复，后续逐季向好，建议积极关注，给予行业整体标配评级。

2. 光伏发电行业

(1) 行业数据：

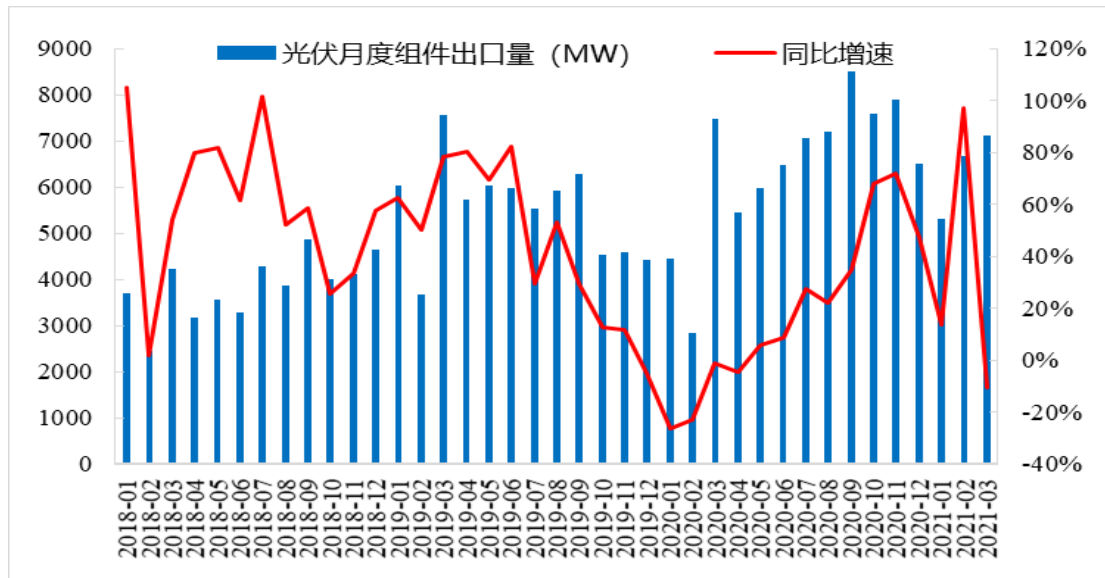
根据中电联数据，2021年3月国内光伏并网容量为2.08GW，同比下降11.5%，2021年1-3月光伏累计并网容量为5.33GW，同比增长55.85%，一季度的光伏抢装效应仍然明显。根据海关数据，2021年3月光伏组件出口量为7.1GW，同比下降10.6%，2021年1-3月累计组件出口量为19.1GW，同比增长19.2%。

图8：国内光伏月度并网量及同比增速



资料来源：中电联、东方基金整理

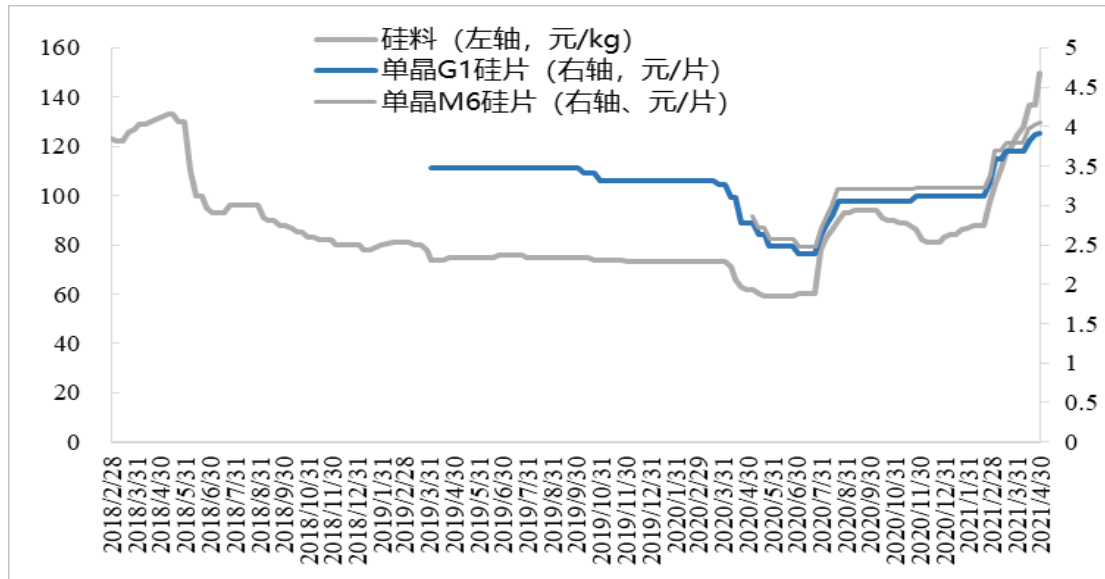
图 9：光伏月度组件出口量及同比增速



资料来源：海关总署、东方基金整理

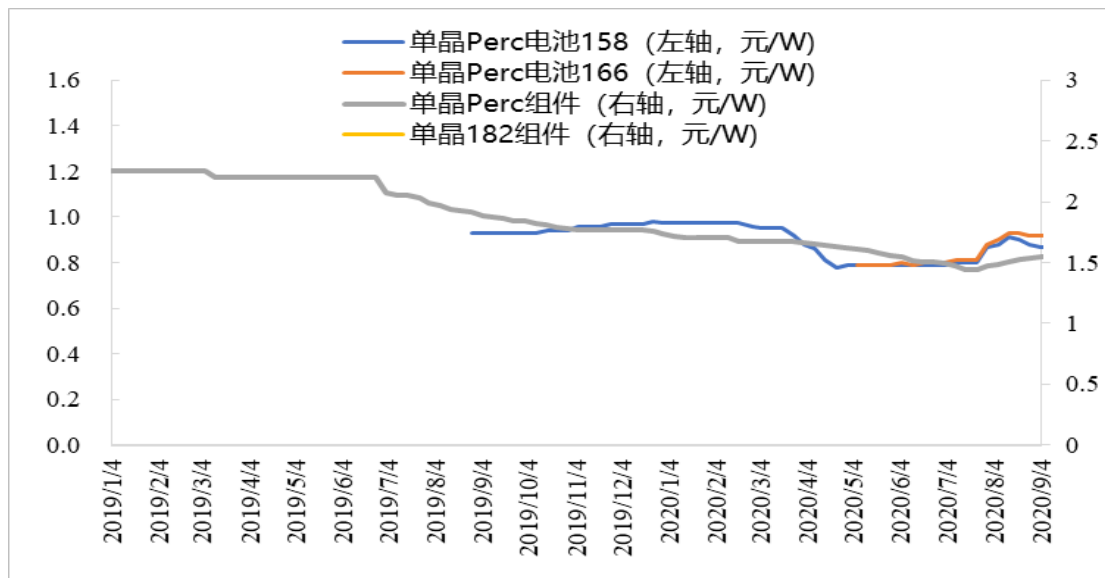
根据 PVinfolink 最新数据，4 月 28 日当周多晶硅致密料最新成交均价为 150 元/kg，单晶 158 硅片成交均价为 3.92 元/片，单晶 166 硅片成交均价为 4.06 元/片；单晶 158perc 电池片成交均价为 0.96 元/w，单晶 166perc 电池片成交均价为 0.90 元/w。单晶组件（360W）价格为 1.67 元/w，单晶 182 组件价格为 1.70 元/w。

图 10：光伏硅料和单晶硅片价格走势



资料来源：PV infolink、东方基金整理

图 11: 光伏单晶电池片和单晶组件价格走势



资料来源：PV infolink、东方基金整理

(2) 后期观点:

2021 年光伏供给侧，硅料端整体处于供不应求，进入 2 月以来，硅料价格持续攀升，并在近期有加速趋势。硅料上涨对光伏制造整体产业链带来了较大的成本压力，但从供需角度分析，后续硅料价格继续上行的概率较大，光伏其他制造环节的盈利仍然存在边际恶化的可能。需求方面，虽然组件价格有一定上涨，但当前组件价格处于发电企业尚可接受阶段，未对光伏装机需求产生更进一步的负面影响。后面需要继续观察产业链价格变动以及对光伏装机实际需求的影响情况。

三、基金经理研判

（一）李瑞：继续看好制造业投资及制造业转型升级带来的系统性机会

市场整体宽幅震荡，波动增大。市场流动性是最近市场关注的焦点，也引起了股票市场的波动。2021 年市场需要更多把焦点转移到中长期产业趋势和短期行业景气度以及与之相关联的企业盈利上来。总体来看，在信用收缩+盈利扩张的背景下，风格上我们需要把握盈利或景气度为主线的结构性机会和低估值蓝筹的阶段性估值修复机会。

继续看好制造业投资。宏观上看，经过疫情冲击和自上而下的供给侧改革，2021 年许多行业会出现供需错配；中观上看，目前制造业产能利用率已经恢复至高位；微观上，企业盈利和现金流逐步改善，融资环境也结构性有利于制造业，微观条件也已经具备。所以 2021 年的制造业投资具备向上的弹性，我们看好制造业投资及制造业转型升级带来的系统性机会，经济温和复苏背景下制造业龙头的盈利弹性或远超大家预期，中国制造业全球产业份额持续提升也许会超过大家的预期。

（二）曲华锋：盈利与估值再平衡，降低预期收益

回顾一季度行情，各大指数均有不同程度下跌，其中主板表现好于中小板、创业板。在经历去年四季度结构性行情后，一季度个股波动明显加大，前期强势板块如消费、新能源表现一般，而前期走势较弱的板块如钢铁、公用事业等表现突出。

展望全年，宏观流动性层面，受到低基数和需求复苏影响，一二季度经济同比增速的恢复已经成为市场共识，而增速高点大概率也将在一二季度形成，从宏观环境和行业复苏状态来看，顺周期板块胜率更大，同时部分可选消费、服务性行业受到前期疫情影响较大，恢复改善有较强弹性。流动性方面，流动性最宽松的时候已经过去，未来流动性政策主要以微调为主，流动性整体仍然较宽充裕，但信用扩张已到顶部区域，未来信用收缩是大概率事件。

当下我们所处的市场环境，是经济复苏叠加利率上行预期，同时市场处于较高估值水平的背景，虽然一季度经历几轮行情反复，但是市场的主要矛盾依然是盈利和估值的矛盾，因此在组合个股选择上，我们需要在盈利和估值之间进行再平衡。前期受到美债收益率影响，“抱团股”表现不佳，但我们认为，“抱团”是基本面作用的结果，而不是行为变化，此次疫情加速各行业竞争格局定型，未来伴随疫情结束，需求有所恢复，龙头企业将凭借其强大的护城河优势在行业复苏过程中迅速抢占市场份额，行业集中度有望进一步提升。因此我们仍看好领域细分子行业龙头中长期的确定性收益，通过估值盈利的再平衡，选取 DCF 折现后预期收益仍有空间的个股进行择优配置。

四、产品策略

（一）东方新能源汽车

新能源汽车行业发展进入了新阶段。新阶段主要体现在三个关键字，一是持续、二是加速、三是智能。所谓持续，是因为行业发展驱动力从政策到产品的切换基本完成，增长会更加持续。所谓加速，就是区域上看，从去年的欧洲超预期到今年的全球共振，部分国家渗透率跨过了 10%，行业发展将进入加速的过程。所谓智能，就是智能汽车的产业趋势越来越清晰，智能化将成为又一个需要我们积极把握的产业机遇。

我们可以看到，在产品上，车型更加丰富，车企和车型的鲶鱼效应非常显著，从一条鲶鱼发展到一群鲶鱼，再到最终激活整个市场。产业链来看，从量增价跌到量增价稳甚至量价齐升，目前产业链许多环节产能利用率大幅提升，部分环节面临供需偏紧的情况，种种迹象都反应了行业非常高的景气度。我们中长期看好行业进入发展新阶段之后的成长持续性和确定性。

具体从销量来看，2021 年将是全球共振的销量大年，全年将取得高双位数增长。从 1 季度数据看，国内销量已出现超预期的情况。欧洲则从 3 月开始销量环比高增，而美国重新加入巴黎协定之后，在政策、车型、销量层面均有较好的催化剂。总之，销量、动力电池产量的高增或将带来产业链各个环节业绩的高增长。

总之，2021 年，东方新能源汽车这只产品的投资逻辑将继续坚持紧跟产业趋势，拥抱汽车电动化智能化趋势下优质资产的投资机会。

（二）东方新思路

东方新思路是成立于 2015 年的公募基金产品，基金在有效控制风险的前提下，通过积极灵活的资产配置和组合精选，充分把握市场机会，追求基金资产的长期稳定增值。

当前时点，我们需要关注细分领域景气度变化。我们持续看好消费在需求复苏下的结构性行情，选取食品饮料、家电、医药等细分领域壁垒较高的龙头公司进行中长期配置。

在具体组合构建思路上，我们仍然维持一贯的甄选个股的投资理念，坚持通过企业基本面分析和严格筛选财务指标相结合的办法，筛选中长期优质资产进行配置，力争获得中长期阿尔法收益。我们认为消费类资产具备较好的盈利质量和增长的稳定性，特别是龙头公司具备较宽的护城河和良好的财务指标，因此优质的消费资产仍是我们长期坚守的标的。

五、其他

（一）公司新产品动向

东方欣悦一年持有期混合型证券投资基金于 2021 年 4 月 2 日进行份额发售公告，募集发行期为 2021 年 4 月 9 日至 2021 年 5 月 21 日。

东方鑫享价值成长一年持有期混合型证券投资基金于 2021 年 3 月 19 日进行份额发售公告，募集发行期为 2021 年 4 月 6 日至 2021 年 5 月 14 日。

（二）投研工作成果

2021 年 4 月，权益研究部重点对上市公司年季报进行了跟踪和点评，共完成各类报告 333 篇，其中公司调研及访谈报告 69 篇、点评报告 240 篇、公司深度报告 5 篇、行业周报月报 19 篇。

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，具备公募基金经理人资格。

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。