

东方基金投研月报

(2021. 11)

东方基金权益研究部



目录

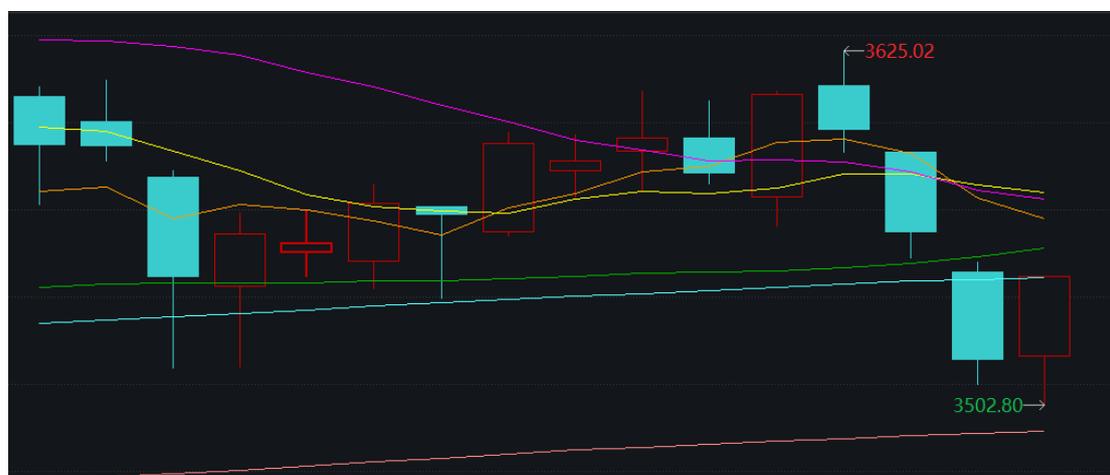
一、本月市况.....	3
二、重大事件.....	6
(一) 主要经济数据及点评.....	6
1. 国内主要经济数据.....	6
2. 国外主要经济数据.....	13
(二) 市场重点信息及点评.....	16
1. 重点信息.....	16
(三) 重点行业信息及点评.....	20
1. 乳制品行业.....	20
2. 电子行业.....	21
三、基金经理研判.....	23
(一) 李瑞：业绩确定性强、可见度高的行业和个股成为估值切换的主要方向	23
四、产品策略.....	24
(一) 东方新能源汽车：	24
五、其他.....	25
(一) 公司新产品动向.....	25
(二) 投研工作成果.....	25
免责声明.....	26

一、本月市况

2021年10月，市场先抑后扬，板块之间分化明显。其中上证指数下跌-0.58%、沪深300上涨0.87%、深圳成指上涨0.99%、中小板指上涨3.81%、创业板指上涨3.27%。从指数变动幅度来看，中小板指和创业板指相对表现较好。

行业方面，申万一级行业领涨的行业分别为电气设备、汽车、国防军工，领跌的行业分别为采掘、钢铁、房地产。概念指数方面，领涨的指数分别为打板指数、啤酒指数、品牌龙头指数，领跌的指数分别为页岩气和煤气层指数、海南省国资指数、西藏振兴指数。

图1：上证指数10月走势图



资料来源：wind、东方基金整理

表1：2021年10月市场主要指标表现

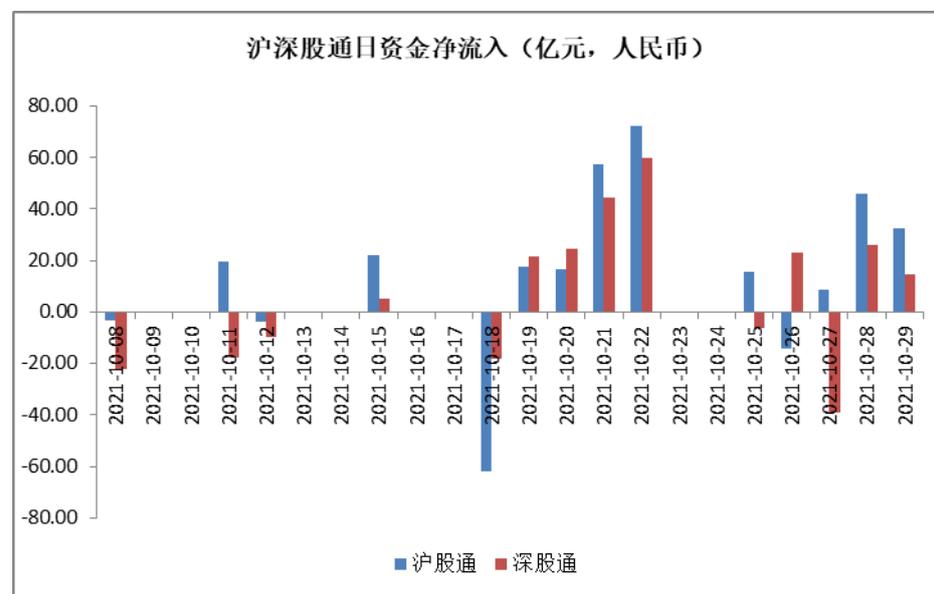
大盘指数			
国内指数	最新	涨跌幅	成交额（万亿）
上证指数	3547.34	-0.58%	7.30
沪深300	4908.77	0.87%	4.80
深证成指	14451.38	0.99%	8.63
中小板	9760.04	3.81%	1.26
创业板	3350.67	3.27%	3.13
概念板块指数（前三）		概念板块指数（后三）	
打板指数	26.55%	页岩气和煤气层指数	-10.97%
啤酒指数	14.11%	海南省国资指数	-8.78%

品牌龙头	8.52%	西藏振兴指数	-8.40
申万一级行业（前三）		申万一级行业（后三）	
电气设备(申万)	11.70%	采掘	-13.37%
汽车(申万)	9.90%	钢铁	-11.69%
国防军工(申万)	4.06%	房地产	-8.89%
上涨个股数	1094 只	下跌个股数	2426 只
领涨个股		领跌个股	
文山电力	159.55%	平煤股份	-33.46%
凤凰光学	143.51%	莱美药业	-32.21%
*ST 宜化	72.75%	上海钢联	-31.72%
金鸿顺	72.07%	华讯方舟	-30.63%
清水源	67.49%	冀中能源	-30.38%

资料来源：wind、东方基金整理

资金层面，2021 年 10 月沪股通资金净流入 222.74 亿元，截止 10 月 29 日，2021 年沪股通累计资金净流入 104478.31 亿元；2021 年 9 月深股通资金净流入 105.66 亿元，截止 10 月 29 日，2021 年深股通累计资金净流入 106068.40 亿元。

图 2：沪深股通 10 月资金流入情况

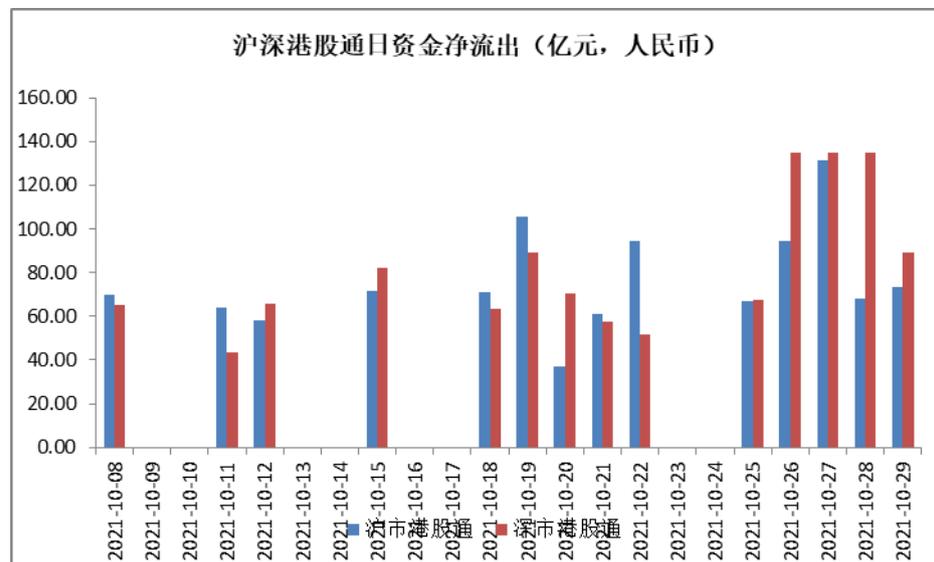


资料来源：wind、东方基金整理

2021 年 10 月沪市港股通资金净流出 1067.50 亿元（港币），截止 10 月 29 日，2021 年沪市港股通累计资金净流入 12003.01 亿元（港币）；2021 年 9 月深市港股通资金净流入

1150.95 亿元（港币），截止 9 月 30 日，2021 年深市港股通累计资金净流入 95357.04 亿元（港币）。

图 3：沪深港股通 10 月资金流入情况



资料来源：wind、东方基金整理

二、重大事件

(一) 主要经济数据及点评

1. 国内主要经济数据

(1) PMI 数据:

事件:

2021 年 10 月制造业 PMI 为 49.2, 低于前值 49.6 和预期值 49.7; 非制造业 PMI 为 52.4, 低于前值 53.2。

点评:

1) 能耗双控继续影响生产, 保供稳价或在消耗库存。制造业 PMI 自 9 月跌入临界以下后 10 月继续下滑, 季节性规律连续处于往年同期最低水平。五大分项中, 原材料库存和生产指数下滑幅度较大, 较上月分别下滑 1.2、1.1 个百分点, 新订单、从业人员指数较上月分别下滑 0.5、0.2 个百分点, 供应商配送时间较上月也大幅下滑 1.4 个百分点。整体来看, 10 月 PMI 数据反映供需继续走弱, 生产连续大幅下滑或反映能耗双控影响延续, 10 月边际变化来自于价格和库存, 购进和出厂价格双双飙升反映价格压力骤升, 而随着 9 月生产受限影响产成品库存出现下滑后, 本月产成品库存走低幅度加大, 原材料库存也大幅走低, 触及疫情以来最低水平, 或反映保供稳价正在消耗库存。

2) 供需方面: 供需继续弱化, 生产连续走弱, 内需弱化也甚于外需。9 月在能耗双控影响下, 生产指数大幅下滑 1.4 个百分点, 跌入临界值以下, 10 月生产指数继续走低 1.1 个百分点, 反映能耗双控影响持续, 但生产承压情况较 9 月或小幅弱化。10 月, 新订单指数下滑 0.5 个百分点, 对 PMI 环比拖累加大。新出口订单指数结束持续 6 个月下滑趋势, 出现小幅回升。新订单和新出口订单指数的背离也反映内需弱化要甚于外需。整体来看, 当前供需呈现继续放缓迹象, 且供给降温大于需求降温, 需警惕供求缺口扩大风险。

3) 价格方面: 购进和出厂价格指数再次双双速涨, 价格压力上升。10 月生产量走弱继续大于新订单走弱, 反映供求缺口仍在扩大, 这也影响购进和出厂价格指数在 9 月出现转头后, 10 月大幅向上冲高, 生产领域价格压力再次飙升。需要注意的是, 此次价格冲高中, 出厂价格指数已经突破前期 5 月份的高点, 达到疫情以来最高水平; 购进价格指数也达到仅次于 5 月份的疫情以来次高点。这一方面反映价格压力大, 另一方面购进-出厂价格差值也达到 5 月以来次高, 企业面临的价格压力再次上升。

4) 库存层面: 产成品、原材料库存双双大幅走低, 库存消耗明显。10 月, 产成品库存下滑幅度较 9 月加大; 原材料库存经历 9 月回升 0.5 个百分点之后, 10 月大幅下滑 1.2 个

百分点。整体库存指数对 PMI 环比拖累也达到疫情以来次高水平（2021 年 2 月）。这反映保供稳价效果或已经有所显现，库存消耗正在对冲供给约束。

5) 外需层面：新出口订单指数结束下滑，但依旧处于临界以下。10 月，新出口订单较上月小幅回升 0.4 个百分点，结束连续 6 个月下滑趋势，但依旧处于临界值以下区间。从出口来看，9 月出口增速向好主要受价格贡献支撑，数量动能则现弱化，全球恢复放缓背景下，需要警惕外需动能下滑。

6) 保供稳价或缓解价格，但需警惕供求缺口和经济增长压力。当前 PMI 指数反映双控对生产影响持续，但压力最大时期或已过去；保供稳价或已经在消耗库存对冲供给约束，叠加近期政策引导大宗商品价格回调，后续价格压力或有所缓解，但需要注意本轮库存走低的起点水平较之前较低，需警惕库存消耗期间供求缺口修复的可持续性，以及供需弱化仍在继续可能会给经济带来的压力。

(2) 规模以上工业企业利润数据：

事件：

国家统计局公布 1-9 月份全国规模以上工业企业实现利润总额 63440.8 亿元，同比增长 44.7%，比 2019 年 1-9 月份增长 41.2%，两年平均增长 18.8%。

点评：

1) 9 月工业企业利润实现平稳增长。9 月份，全国规模以上工业企业利润同比增长 16.3%，比 2019 年同期增长 29.6%，两年平均增长 13.8%，比 8 月下降 0.7%。从结构上来看，受到“双控”等政策的影响，中上游高耗能企业产能受限，叠加煤炭价格上涨带来的成本上升，中上游行业价格上涨带来了利润的上升。而下游行业，尤其是附加值空间较小的行业，利润增长有限。行业间呈现出了利润表现的分化。

2) “双控”等政策影响下，中上游利润明显上涨。9 月以来，随着国家对于“双控”目标强调和政策趋严，部分高耗能行业面临限产或者环保整改，煤炭钢铁等行业面临供需紧平衡的状态，并推升了价格的上涨。从行业利润来看，采矿业、原材料制造业盈利规模明显扩大，三季度利润同比分别增长 2.04 倍、42.5%，拉动工业企业盈利高速增长。其中，煤炭行业三季度利润同比增长 2.72 倍，增速较二季度大幅加快，其他中上游原材料制造业也实现了利润的快速增长。“双控”的影响开始在黑色系行业有所体现。

3) 下游行业利润增长相对较缓，然而高新技术行业空间较大。9 月 PPI-CPI 剪刀差创历史新高，拆分 PPI 结构来看，尚未看到上游涨价向下游传导的情况，价格约束下下游行业利润增速相对较缓。然而，高新技术行业由于附加值较高，且为当前大国博弈背景下发展的重点，9 月高技术制造业利润维持了较快的增长。其中，受新冠疫苗需求持续旺盛带动，医药制造业三季度利润同比增长 66.8%，延续年初以来的高速增长态势。

4) 外需出口行业利润增速继续放缓。9 月外需出口导向型行业利润增速所处分位数继续下行，且明显低于年初水平。9 月出口超预期主要受到价格支撑，而出口数量未见明显上

涨。随着当前全球疫情仍有阶段性反复，中国供应链的稳定性可能仍对中国的外需有基础支撑。

5) 产成品补库速度稍有放缓，需关注未来库存增速的变化。9 月产成品库存同比增速 13.7%，补库速度从 5 月以来出现首次下降。拆分库存的量价来看，价格持续上涨的背景下，9 月实际库存增速或有下降。未来需持续关注大宗价格和出口两条主线的边际变化对工业企业利润的影响以及未来库存增速的变化。

(3) 一般公共预算数据：

事件：

1-9 月全国一般公共预算收入 164020 亿元，同比增长 16.3%，两年复合增速 4.3%。1-9 月一般公共预算支出同比增长 2.3%，前值 3.6%，两年复合增速 0.2%。1-9 月政府性基金收入同比增长 10.5%，两年复合增速为 7.1%。其中，国有土地使用权出让收入同比增长 8.7%，前值 12.1%。1-9 月全国政府性基金支出同比-8.8%。

点评：

1) 9 月公共财政收入同比增速首次由正转负，单月增长-2.1%。去年同期一次性收入抬高的基数有一定影响；但整体而言，9 月收入同比延续了 8 月以来的回落趋势，应与同期经济活跃度走弱有关。由于上半年收入端表现良好，叠加年初预算目标设定较为谨慎，前三季度 83%的收入进度仍显著高于近年来同期水平，完成全年收入预算仍问题不大；但收入端的边际趋弱正在继续演绎。

2) 四大主要税种中，除企业所得税外增速均有所下行。企业所得税则大幅上行 29 个百分点至 22.2%，这一表现可能与 8 月该税种曾大幅下行有关，8-9 月平滑来看企业所得税增速录得 6.6%，较为平稳；另一原因是企业利润环境较好，高位的 PPI 虽带来上下游利润分布的分化，但就总量而言，它对应前三季度利润增长在高位区间。

3) 负贡献主要来自于土地与地产相关税种。具体来看，9 月土地与地产税下行趋势明显，其中契税、土地增值税、城镇土地使用税、耕地占用税均出现负增长，共拉低财政收入 2.8 个百分点，显然与同期土地与地产市场降温有关。与汽车销售量不佳匹配，车辆购置税降幅也有所扩大，拉低了财政收入 0.6 个百分点。

4) 前三季度支出增速略高于年初预算安排增幅 0.5 个百分点，全年支出任务基本完成的难度不大，且仍有超收部分可供支撑。但 9 月支出端表现一般，公共财政支出增速在低基数的前提下依然回落至 2.3%，支出进度也较近年同期水平明显偏弱。

5) 主要支出分项均弱于 8 月。基建相关的交通运输支出、农林水支出项目两年复合增长率则分别由前期的 5.6%、11.6%上行至 24.2%、55.4%，似在改善趋势中；同期的基建投资增速降幅也较前期小幅缩窄了 2.1 个百分点，新增专项债发行规模也小幅提速。但整体来看，这一表现仍低于此前较为乐观的市场预期，央行基础设施贷款需求指数也有所走低，或与年内隐性债务监管、专项债项目监管的持续影响有关。

6) 与9月土地地产相关税收下行表现一致,土地出让金延续了自7月以来的遇冷状况,政府基金性收入同比增速录得-10.4%,延续了8月以来的低位。在发债节奏小幅加速的影响下,政府性基金预算支出两年复合增长率由8.9%上行至16.1%。年内专项债限额还余约1.4万亿元,财政部提出尽量在11月底前发行完毕,但不排除个别地区发行节奏有所延后的可能性,总体来看这一部分额度仍将对四季度的政府性基金预算支出形成超季节性的支撑,对收入端的下滑也将起到一定的缓冲作用。

7) 下半年以来,土地与地产市场景气度的下降已成一定趋势。这一方面将影响狭义财政中的相关税收收入,另一方面将影响广义财政中的土地出让金收入。后者一般来说弹性更大。政府性基金预算收入增速已从上半年的22.6%逐月下降至前三季度的10.5%。由于上半年财政收入表现较好,这一下行趋势对财政两本账的收入影响尚未扩大。但若地产土地市场持续低迷,对狭义与广义财政都将产生一定压力,财政平衡会受到一定影响。而财政和就业是经济向政策传递的两大中间变量。

(4) 三季度 GDP 数据:

事件:

2021年三季度GDP同比增长4.9%,两年平均增长4.9%;9月规模以上工业增加值同比增长3.1%;固定资产投资累计同比7.3%;社会消费品零售同比4.4%。

点评:

1) 9月数据比较特殊,疫情影响减弱对于经济数据形成反弹拉力,限电限产影响扩大对于经济数据产生回落压力。最终的数据也基本落在这两种逻辑之间。简单来看,9月六大口径指标中,出口、消费、服务业表现好于8月,工业、投资表现差于8月,房地产销售低位徘徊。

2) 工业增加值环比只有0.05%,显著低于二季度的0.5%左右,7-8月0.3%左右的水平。其中公用事业、采矿业增加值同比增速高于8月,但制造业增加值回落幅度较大,应主要反映同期双限的影响。限电和能耗双控的重点是高耗能行业,对应主要产品产量中,钢铁、焦炭、水泥、乙烯、化纤等增速下行明显,汽车略有反弹,手机和微机基本平稳,高技术行业工业增加值依然有14%的同比增速。

3) 社会消费品零售总额环比增速回升至0.3%,高于8月的0.22%和7月的-0.23%。大部分门类增速均有不同程度加快;但汽车零售同比增长只有-11.8%,降幅扩大。我们前期曾指出,消费比较好的一个坐标也是环比值,在疫情出现前环比季度均值为0.7%左右,疫情常态化阶段(比如今年上半年)为0.4%左右,三季度偏低是多因素叠加,四季度和明年上半年大概率会重新回到0.4%左右的水平。

4) 固定资产投资累计同比增长7.3%,低于8月的8.9%。单月环比季调增速0.17%,略低于8月的0.18%。其中制造业投资偏强,地产投资依旧偏弱,基建略有加快但仍然增速偏低。同期财政落地节奏明显加快,财政投向基建部分支出也有增加,基建投资这一表现低于

预期。从央行“基础设施贷款需求指数”来看，二三季度投资意愿也有所走低，应与同期隐性债务化解背景下加强监管有关。而跨周期调节效果尚未显现，从政府债券发行到形成基建融资需求存在一个经验时滞。

5) 今年由于基建和制造业处在周期低位，房地产开发占固定资产投资比重为 28-29%左右，高于去年的 25%和前年的 22%。所以地产短期走势仍比较关键。从 9 月数据看，地产领域数据整体并没有进一步变差。拿地、开工、施工略好于 8 月，竣工差于 8 月。销售增速略好于 8 月，但仍然在-13.2%的低位。

6) 前三季度实际 GDP 的两年平均增速分别为 5.0%、5.5%、4.9%，其中三季度明显偏低。一则是因为上半年是内外需双强，而三季度内需的地产环节已下来；二则是因为三季度叠加了疫情、洪涝、双减、双控等四大供给冲击。往四季度看，供给约束至少不会那么集中，所以我们估计消费、工业的环比表现会有修复；四季度实际 GDP 增速的 4.0-4.7%区间对应两年平均增速的 5.2-5.6%。但这主要反映供给冲击对节奏的影响，从需求上来说，“两阶段放缓”在方向上仍是大概率。

7) 城镇调查失业率意外走低 0.2 个点，只有 4.9%。我们对此理解包括：(1) 9 月经济数据的走低主要还是和限电等因素对工业的供给冲击有关，这部分不会过多映射在就业上；(2) 5-6 月是 5.0%，7-8 月的 5.1%包含着疫情、双减等因素对服务业的短期冲击，9 月有所改善；(3) 就业经验上与出口关系比较大，目前出口整体高位，9 月进一步强于 8 月；

4) 毕业季的季节性影响有所下降，16-24 岁失业率降至 6 月之前的水平。前三季度已完成全年新增就业目标的 95%，经济向政策的两个关键传递变量是财政和就业，目前就业压力尚未显著。

(5) 9 月金融数据：

事件：

1) 新增人民币贷款 16600 亿元，市场预期 19300 亿元，前值 12200 亿元。

2) 社会融资规模 29000 亿元，市场预期 32400 亿元，前值 29558 亿元。

3) M2 同比 8.3%，市场预期 8.1%，前值 8.2%；M1 同比 3.7%，前值 4.2%。（市场预期为 Wind 一致预期）

点评：

1) 9 月社融数据表现平庸。新增社融 2.9 万亿元，同比少增 5693 亿。新增社融口径人民币贷款 1.77 万亿元，同比少增 1397 亿元。社融存量增速下降 0.3 个点至 10%。

2) 三季度有货币信贷形势分析座谈会的积极定调，有 7 月 9 日央行降准+再贷款，财政支出和政府债券发行速度亦有所加快，理论上应会对信贷形成一定的支撑，但实际数据似乎并未完全体现政策效果。我们理解一方面可能是因为前期偏紧的金融政策仍明显存在约束；融资需求也有所走弱，这一点从三季度银行家调查问卷数据中可以得到佐证；另一方面，从财政发力到形成基建融资需求也存在一定的传导时滞，三季度基建融资需求尚未形成有效支

撑，若以财政存款同比变化作为财政发力的表征，会发现前者对基建融资需求指数有一定的领先性。

3) 信托贷款新增-2129 亿元，环比同比均显著走低。除今年一以贯之的严监管要求压缩融资类信托、通道类信托规模逻辑外，近期出现的另一新逻辑是房地产信托的募集难度由于信用风险事件而明显加大，信托公司在负债端的制约与降低产品违约风险的综合考虑下，减少了对地产类信托贷款的风险敞口。

4) 未贴现银行承兑汇票也偏低，同比少增近 1500 亿元。除 7 月延续至今的逻辑——信贷额度充裕但投向受到限制，银行以票据充抵额度，大量票据被贴现至表内外，也有两个新逻辑值得重视：一是传统开票较多的行业——建筑业、房地产业景气度偏低，银行开票规模受到限制；二是 9 月限电限产与供给约束加重，企业部门的结算需求受到影响。

5) 企业债券新增 1400 亿元，较 8 月（超 4000 亿元）明显下降。其中有季节性因素，季末月银行跨季应对考核，往往会减少对广义基金的投资，广义基金用于配债的规模会阶段性下降；也有金融监管的原因，9 月理财净值整改压力下，信用债市场出现调整，企业发债环境不太理想。同比来看，企业债券融资仍有所改善，在央行政策重心为“稳信用”的环境下，这一项的同比改善应该会是一个大趋势。

6) 政府债券新增 8109 亿元，同比少增 2007 亿元，少增幅度较 8 月明显下降，对应同期后置的财政在加快落地。若今年财政预算赤字与专项债限额全部兑现，四季度政府债券供给将比去年同期多近一万亿元，将为四季度社融提供一定支撑。

7) M2 增速 8.3%，上升 0.1 个点，与社融下行的走势分化。从存款分项看，主要是机关团体存款与非银存款增加贡献。前者多增 1.1 万亿元，可能与财政支出下发加快有关，而财政下发并不会带来社融增长；后者多增了 2508 亿元，可能与今年三季度银行广义信贷考核压力相较去年更低，银行对广义基金的规模减持更低有关，这同样与社融表现无关。

8) 总体而言，9 月金融数据表明当前的信用环境仍是“需求偏弱+供给偏强”状态。四季度政府债券供给增长叠加低基数，社融可能会迎来一定程度的反弹，但在经济两阶段放缓、金融政策没有变化的背景下，融资需求偏弱的状态不会改变，反弹的可持续性会相对有限。

(6) CPI、PPI 数据：

事件：

2021 年 9 月 CPI 同比为 0.7%，略低于预期的 0.8%，PPI 同比为 10.7%，高于预期和前值的 10.2%和 9.5%。

点评：

1) 供给约束下，PPI-CPI 剪刀差创历史新高。9 月多地拉闸限电政策出台，工厂被迫停工。在供给短缺的推动下，生产资料价格快速上行，9 月 PPI 生产资料价格同比为 14.2%，较上月高出 1.5 个百分点。而与之相悖的是 CPI 在猪价的拖累下持续走弱，这也导致 9 月 PPI-CPI 剪刀差续创历史新高。

2) 需要注意的是,高 PPI 的背后是疲弱的核心 CPI。CPI 除了受猪价拖累之外,核心 CPI 的疲软也是 CPI 难以上行的原因之一。9 月核心 CPI 同比为 1.2%,与上期持平,环比为 0.2%,虽较上期上涨 0.2 个百分点。但是,从环比季节性规律来看,核心 CPI 环比仍然低于季节性。拆分来看,教育文娱受新学期部分学校收费上调影响,环比有所上行,但略弱于季节性;衣着方面,受冬装新品上市利好,衣着环比价格上行 0.8%,但仍低于季节性规律。其余分项(居住、生活用品、医疗保健)也皆弱于季节性。

3) 燃料动力类价格仍是 PPI 的主要拉动,建材价格逆转前期跌势。9 月 PPI 同比为 10.7%,较 8 月上涨 1.2 个百分点。从生产者购进价格指数来看,以焦煤、焦炭为代表的燃料、动力类价格上涨最显著,9 月环比为 3.9%,为今年以来最高值。上涨幅度第二的为建筑材料类,环比为 2.2%。今年以来,工业品中建筑材料一直是涨幅较小的品种,甚至 7-8 月环比为负值,9 月在拉闸限电政策的影响下,高耗能品种如水泥价格快速上行,拉动建材价格超预期上涨。

4) 供给约束进一步抑制需求,当前尚未看到上游涨价向下游传导的现象。在需求本身偏弱的环境下,供给约束推升成本端,从“量”、“价”两方面约束了需求。因此,当前尚未看到上游价格向下游传导的现象,甚至 PPI 中的下游消费价格还有所回落。10 月 13 日,海天味业发布公告将于 10 月 25 日对产品提价,或导致其他消费企业跟随。因此,对于上游涨价向下游的传导仍需持续观察。

(7) 进出口数据:

事件:

2021 年 9 月中国出口(以美元计)同比 28.1%,高于预期 21.1%和前值 25.6%;进口(以美元计)同比 17.6%,高于预期 15.4%,低于前值 33.1%;贸易顺差由前值 582.4 亿美元扩大至 667.6 亿美元。

点评:

1) 出口:9 月出口增速超预期主要受价格贡献支撑。9 月,价格上涨背景下的出口超预期向好,引起市场对出口量价贡献的关注。在价格大幅变动背景下,传统基于产品、区域的出口细分考察由于同时包含量价影响,难以准确捕捉出口变化的量价信息,拆分出口量价贡献发现:(1) 总量层面,6 月以来价格因素对出口的贡献已经历两次上台阶,6 月为 45%左右,7-8 月上升至 65%-70%,9 月进一步冲高至 90%左右。(2) 指数层面,下半年以来出口指数呈现出明显的数量指数下行、价格指数上行的特征。(3) 细分产品层面,9 月主要商品数量贡献整体呈小幅弱化趋势,包括生产侧(汽车、集成电路、钢材)和需求侧(箱包、鞋靴、轻工制品)的出口,数量动能较上月普遍出现小幅弱化,但价格贡献普遍出现较为明显的强化。整体来看,9 月出口超市场预期,主要受价格贡献驱动;扣除价格效应看,出口似乎并不比上月要强,与市场预期的背离也会缩小。

2) 进口:9 月进口弱化,大宗商品进口量价贡献同步走弱。9 月,进口同比增速大幅回

落，但进口规模较上月小幅增加，因此进口增速回落有去年高基数因素的影响。从大宗商品进口量价同比贡献看，数量贡献在负值区间走弱，价格贡献较上月有所回落。从细分商品进口看，9月，铜、铁、原油、大豆等大宗商品进口数量同比在负值区间继续走弱，进口价格同比较上月也出现弱化；但煤炭进口出现量价齐升，或反映在国内煤炭供给短缺之际，也在通过扩大进口缓解煤炭供求压力。整体来看，大宗商品进口数量贡献已连续5个月处于负值区间，一方面或与二季度以来经济增长动能走弱有关，另一方面也受2020年下半年高基数的影响也十分明显。

2. 国外主要经济数据

(1) 美国：

美国9月Markit服务业PMI终值录得54.9，预期54.4，前值54.4。为2020年12月以来最低。

美国9月ISM非制造业PMI录得61.9，前值61.7，预期60。

美国9月ADP就业人数增加56.8万人，预期增加43万人，前值由增加37.4万人修正至34万人。其中制造业就业人数增加4.9万人，8月为增加0.6万人。

美国10月密歇根大学消费者信心指数初值71.4，预期73.1，前值72.8。

美国9月零售销售环比升0.7%，预期降0.2%，前值升0.7%；零售销售同比升13.95%，预期升15.1%；核心零售销售环比升0.8%，预期升0.5%，前值升1.8%。

美国9月进口物价指数同比升9.2%，预期升9.4%，前值升9%；环比升0.4%，预期升0.6%，前值降0.3%。出口物价指数同比升16.3%，前值升16.8%；环比升0.1%，预期升0.6%，前值升0.4%。

美国9月失业率环比下降0.4个百分点至4.8%；但非农新增就业人数仅为19.4万，远低于经济学家平均预期的50万，降至今年以来最低水平，8月新增就业人数向上修正为36.6万人。

美国9月CPI同比升幅扩大至5.4%，创1991年1月以来的最高水平，此前市场预期将持平于8月份的5.3%。分析机构认为，美国9月CPI升幅超出预期，突显出经济中通胀压力的持续存在。

美国9月PPI同比上涨8.6%，略不及市场预期的8.7%，较前值8.3%继续攀升，创2010年11月以来的最高水平。能源价格上涨2.8%，推动指数上涨占比高达40%。

美国10月Markit制造业PMI初值为59.2，创3月以来新低，预期60.3，前值60.7；服务业PMI初值为58.2，预期55.1，前值54.9；综合PMI初值为57.3，前值55。

美国9月工业产出环比意外下滑1.3%，为2月以来首次录得负值。9月制造业产出意外下滑，环比下降0.7%，创2月份来最大降幅。9月数据弱于预期，表明生产商继续受到供应链中断的影响。

美国第三季度 GDP 年化季率增长 2%，较前三季度 6.7% 的增幅大幅放缓，且放缓速度超过预期，为新冠肺炎疫情复苏期间最缓慢增幅。三季度核心 PCE 物价指数年化季率增长 4.5%，符合市场预期；实际个人消费支出增长 1.6%，较二季度 12% 的涨幅大幅放缓。美国上周初请失业金人数降至 28.1 万人，好于预期。

美国 9 月 PCE 环比上涨 0.4%，同比上涨 4.4%，为自 1991 年 1 月以来的最快增速。9 月核心 PCE 环比上涨 0.2%，同比增长 3.6%，延续近 30 年最高水平。

美国 9 月新建住宅销量环比增长 14%，至折合成成年率 80 万套，创半年新高，凸显出强劲的潜在需求。

美国 9 月成屋签约销售指数环比降 2.3%，预期持平，前值增 8.1%；同比降 7.2%，预期降 3%，前值降 6.3%。

美国 9 月商品贸易逆差扩大至纪录高位 963 亿美元。其中，进口额增长 0.5% 至 2384 亿美元；出口额从 8 月的纪录高位下降 4.7% 至 1422 亿美元，为七个月来首次下滑。

美国 9 月工厂核心资本品订单上升 0.8%，连续第七个月上升，8 月修正为增长 0.5%。所有耐用品订单环比下降 0.4%，反映了飞机和汽车订单下降。

(2) 欧元区：

欧元区 10 月 Sentix 投资者信心指数录得 16.9，创 4 月以来新低；预期 18.6，前值 19.6。

欧元区 10 月 ZEW 经济景气指数录得 21，前值为 31.1。欧元区 10 月 ZEW 经济现况指数 15.9，前值 22.5。

欧元区第三季度 GDP 环比增长 2.2%，同比增长 3.7%，略高于市场预期。欧元区各国经济表现不一，德国 GDP 增长 2.5%，略高于市场预期；法国 GDP 增长 3.3%，回到疫情前的活动水平。西班牙 GDP 增长 2.7%，逊于市场预期。

欧元区 10 月份 CPI 上涨 4.1%，预估为上涨 3.7%。10 月能源价格上涨 23.5%，涨幅大于一个月前的 17.6%。

欧元区 10 月工业景气指数 14.2，预期 12.9；10 月经济景气指数 118.6，预期 116.7。

欧元区 10 月制造业 PMI 初值为 58.5，创今年 2 月以来新低，预期 57，前值 58.6；服务业 PMI 初值为 54.7，预期 55.5，前值 56.4；综合 PMI 初值为 54.3，预期 55.2，前值 56.2。

德国 10 月 CPI 初值环比升 0.5%，预期升 0.5%，前值持平；同比升 4.5%，预期升 4.4%，前值升 4.1%。

德国 10 月 ZEW 经济景气指数从上月的 26.5 下滑至 22.3，为去年新冠疫情封锁开始以来的最低水平，且为连续第五个月下滑。

德国 9 月批发物价指数同比升 13.2%，前值升 12.3%；环比升 0.8%，前值升 0.5%。

德国 10 月制造业 PMI 初值为 58.2，创今年 1 月以来新低，预期 56.5，前值 58.4；服务业 PMI 初值为 52.4，预期 55，前值 56.2；综合 PMI 初值为 52，预期 54，前值 55.5。

德国 9 月 PPI 同比升 14.2%，预期升 12.7%，前值升 12%；环比升 2.3%，创 1974 年 2

月以来新高，预期升 1%，前值升 1.5%。

德国将 2021 年经济增长预期下调至 2.6%，其在 4 月底时的预测为 3.5%。德国经济部长表示，这反映一些原材料短缺和能源价格、尤其是天然气价格上涨的影响。政府预计明年经济才会“发力”，并将 2022 年 GDP 增长预测从 3.6%上调至 4%以上。

德国 10 月企业信心连续第四个月下滑，供应瓶颈问题持续影响德国工厂产出。IFO 公布，德国 10 月 IFO 企业景气判断指数跌至 97.7，预估为 97.9，9 月指数上修为 98.9。

法国 10 月 CPI 同比升 2.6%，预期升 2.5%，前值升 2.2%；环比升 0.4%，预期升 0.3%，前值降 0.2%。

法国 10 月制造业 PMI 初值为 53.5，预期 54，前值 55；服务业 PMI 初值为 56.6，预期 55.5，前值 56.2；综合 PMI 初值为 54.7，预期 54.7，前值 55.3。

(3) 英国：

英国 9 月份 Halifax 房价环比上涨 1.7%，平均达 267587 英镑，创下自 2007 年 2 月以来最大增幅。与去年同期相比，英国 9 月房价上涨 7.4%。

英国 9 月制造业 PMI 录得 57.1，预期 56.3。

英国 9 月失业率为 5.2%，前值 5.4%；失业金申请人数减 5.11 万人，前值减 5.86 万人。

英国 10 年盈亏平衡通胀率一度攀升 3 个基点，至 4.17%，为 1996 年以来的最高水平。英国央行首席经济学家 Huw Pill 表示，英国面临的通胀压力将持续，英国的通胀率很可能在明年初“接近甚至略微超过 5%”。

英国 10 月制造业 PMI 初值为 57.7，预期 55.8，前值 57.1；服务业 PMI 初值为 58，预期 54.5，前值 55.4；综合 PMI 初值为 56.8，预期 54，前值 54.9。

英国 9 月季调后零售销售同比降 1.3%，预期降 0.4%，前值自持平修正至降 0.2%；环比降 0.2%，预期升 0.5%，前值自降 0.9%修正至降 0.6%。

英国 10 月 Gfk 消费者信心指数-17，创 2 月以来新低，预期-16，前值-13。

英国 9 月 CPI 同比升 3.1%，较 8 月份的 3.2%有所回落，但仍连续两个月远超英国央行的目标。市场普遍预计英国央行将在 11 月的政策会议上加息。英国央行行长贝利此前表示，决策者必须采取行动来遏制价格螺旋式上涨。

英国 9 月零售物价指数同比升 4.9%，预期升 4.7%，前值升 4.8%；环比升 0.4%，预期升 0.2%，前值升 0.6%。

英国 9 月末季调输入 PPI 同比升 11.4%，预期升 11.6%，前值升 11%；环比升 0.4%，预期升 1%，前值升 0.4%。

(4) 日本：

日本 9 月基础货币同比增 11.7%，前值 14.9%。

日本 9 月制造业 PMI 终值 51.5，前值 51.2。

日本 9 月经济观察家前景指数为 56.6，预期 48.5，前值 43.7；现况指数为 42.1，预期 43，前值 34.7。

日本 9 月国内企业商品物价指数同比增 6.3%，预期增 5.9%，前值增 5.5%；环比增 0.3%，预期增 0.3%，前值持平。

日本 10 月 Markit 制造业 PMI 初值为 53，前值 51.5；服务业 PMI 为 50.7，前值 47.8；综合 PMI 为 50.7，前值 47.9。

日本 9 月核心 CPI 同比涨 0.1%，为 2020 年 3 月以来首次上涨，预期涨 0.1%，前值持平；全国 CPI 同比涨 0.2%，预期涨 0.2%，前值降 0.4%。

日本 9 月出口同比增 13%，预期增 10.5%，前值增 26.2%；进口同比增 38.6%，预期增 34.6%，前值增 44.7%。

日本 9 月失业率 2.8%，预期 2.8%，前值 2.8%；求才求职比 1.16%，预期 1.14%，前值 1.14%。

日本 9 月新屋开工同比增 4.3%，预期增 7.5%，前值增 7.5%；营建订单同比增 27.3%，前值减 2%。日本 10 月家庭消费者信心指数录得 39.2，预期为 40.5，前值为 37.8。

（二）市场重点信息及点评

1. 重点信息

（1）银保监会：保障煤电、煤炭、钢铁、有色金属等生产企业合理融资需求；督促银行保险机构特别是开发性、政策性银行，国有大型商业银行，全国性股份制银行，全力做好今冬明春能源电力保供金融服务工作，满足能源电力供应合理资金需求；严防银行保险资金影响商品市场正常秩序；严禁挪用套取信贷资金或绕道理财、信托等方式，违规参与煤炭、钢铁、有色金属等大宗商品投机炒作、牟取暴利。

（2）文旅部：国庆假期全国国内旅游出游 5.15 亿人次，按可比口径同比减少 1.5%，恢复至疫前同期的 70.1%。实现国内旅游收入 3890.61 亿元，同比减少 4.7%，恢复至疫前同期的 59.9%。

（3）交通运输部：国庆假期全国预计共发送旅客 4.03 亿人次，日均 5750 万人次，比 2019 年同期日均下降 33.9%，比 2020 年同期（中秋国庆 8 天假期）日均下降 7.5%。

（4）国家能源委员会：部署能源改革发展工作，审议“十四五”现代能源体系规划、能源碳达峰实施方案、完善能源绿色低碳转型体制机制和政策措施的意见等。领导人强调，必须以保障安全为前提构建现代能源体系，着力提高能源自主供给能力。要优化煤炭产能布局，合理建设先进煤电，继续有序淘汰落后煤电；加大国内油气勘探开发，加强煤气油储备能力建设，推进先进储能技术规模化应用。要科学有序推进实现“双碳”目标；结合近期应对电

力、煤炭供需矛盾的情况，深入论证提出碳达峰分步骤的时间表、路线图。从实际出发，纠正有的地方“一刀切”限电限产或运动式“减碳”。提高清洁能源比重，更多依靠市场机制促进节能减排降碳。

(5) 国家主席习近平 12 日下午以视频方式出席在昆明举行的《生物多样性公约》第十五次缔约方大会领导人峰会并发表主旨讲话。国家领导人强调，要加快形成绿色发展方式，促进经济发展和环境保护双赢，构建经济与环境协同共进的地球家园。他指出，为推动实现碳达峰、碳中和目标，中国将陆续发布重点领域和行业碳达峰实施方案和一系列支撑保障措施，构建起碳达峰、碳中和“1+N”政策体系。中国将持续推进产业结构和能源结构调整，大力发展可再生能源，在沙漠、戈壁、荒漠地区加快规划建设大型风电光伏基地项目，第一期装机容量约 1 亿千瓦的项目已于近期有序开工。

(6) 国家发改委价格司：我国有序放开全部燃煤发电电量上网电价，将燃煤发电市场交易价格浮动范围扩大至上下浮动原则上均不超过 20%，高耗能企业市场交易电价不受上浮 20%限制；推动工商业用户都进入市场。改革保持居民农业用电稳定，对 CPI 没有直接影响。如果市场交易电价上浮，会对 PPI 有一定推动作用。但整体上此次改革利于物价稳定，对物价影响有限。

(7) 央行召开三季度金融统计数据新闻发布会：回应是否降准、房地产信贷、恒大债务风险等热点问题。央行指出，四季度流动性供求形势基本平衡，将继续坚持稳健货币政策；部分金融机构对试点房企“三线四档”融资管理规则存在误读，将指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。此外，恒大集团总负债中，金融负债不到三分之一，其风险对金融行业外溢性可控。中国 PPI 涨幅在今年年底至明年会趋于回落；对于我国 CPI 影响来看，CPI 可能有所上行，但仍将保持在合理区间。

(8) 国务院总理李克强在广东考察时表示，稳物价是宏观调控重要目标，会继续采取措施防止大宗商品价格上涨向供应链下游传导，保证民用电价格稳定，特别是今年粮食丰收已成定局，可有力支撑居民消费价格平稳，不形成通胀趋势。还会研究实施阶段性减税，缓解下游中小微企业成本压力。

(9) IMF 发布最新《世界经济展望》报告：将 2021 年全球经济增速预期小幅下调 0.1 个百分点至 5.9%，同时维持 2022 年增速预期 4.9%不变。主要经济体中，预计今年中国 GDP 增速有望达到 8%，较此前预测下调 0.1 个百分点，预计 2022 年中国经济增速有望达到 5.6%。美国今年 GDP 增速预期下调 1 个百分点至 6%，欧元区上调 0.4 个百分点至 5%。IMF 认为，全球经济持续复苏，但受疫情拖累复苏动力正在减弱，下行风险加剧；同时，供应链紊乱长于此前预期，进一步抬高部分国家的通胀。

(10) 国务院副总理韩正 19 日在国家发展改革委召开座谈会，要求研究采取有力举措，坚决遏制、依法规管煤炭囤积炒作，研究完善煤电价格市场化形成机制。国家发改委将研究依法对煤炭价格实行干预措施，促进煤炭价格回归合理区间，并提出进一步释放煤炭产能等

八大要求，促进煤电油气运重点企业保供稳价。发改委还赴郑商所调研，要求依法加强监管、严厉查处资本恶意炒作动力煤期货。郑商所则宣布，对动力煤部分合约实施交易限额，同时将涨跌停板幅度调整为10%。隔夜国内期市夜盘收盘，焦煤、焦炭、动力煤悉数封跌停。

(11) 中共中央政治局10月18日下午就推动我国数字经济健康发展进行第三十四次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，把握数字经济发展趋势和规律，推动我国数字经济健康发展。要健全市场准入制度、公平竞争审查制度、公平竞争监管制度，建立全方位、多层次、立体化监管体系，实现事前事中事后全链条全领域监管。要纠正和规范发展过程中损害群众利益、妨碍公平竞争的行为和做法，防止平台垄断和资本无序扩张，依法查处垄断和不正当竞争行为。要保护平台从业人员和消费者合法权益。要加强税收监管和税务稽查。

(12) 央行行长易纲表示，系统重要性金融机构附加监管不会产生太大资本补充压力，有助于避免信贷紧缩效应。统筹实施货币政策和宏观审慎政策。现阶段利息收入在我国银行业收入中仍占有较大比重，保持正常货币政策，保持利差水平处于合理区间，有利于促进银行体系更好地为实体经济增长服务，也有利于维护金融稳定。未来将继续坚持金融分业经营的基本格局，强化风险隔离体制机制建设，维护金融系统稳定运行。

(13) 国务院副总理刘鹤表示，目前房地产市场出现了个别问题，但风险总体可控，合理的资金需求正在得到满足，房地产市场健康发展的整体态势不会改变。央行行长易纲回应恒大事件表示，恒大目前的主要风险是到期债务未能偿还，部分工地停工，已预售的房产按时交付有不确定性。总体而言，恒大风险是个案风险，要避免恒大的风险传染至其他房地产企业以及金融部门。恒大负债约3000亿美元，其中有三分之一是金融负债，债权人分散，还有抵押物，总体上恒大事件对金融行业的外溢性可控。有信心能把风险控制一定范围，避免发生系统性风险。

(14) 央行行长易纲表示，中国经济稳定复苏态势没有改变，预计全年增速在8%左右。能源、金属等原材料涨价是PPI上涨较快的重要原因，预计未来几个月PPI可能维持高位，但上涨压力有望于今年年底出现缓解。食品价格，特别是猪肉价格下降是中国CPI涨幅相对温和的重要原因。易纲还表示，我国货币供应量和社会融资规模增速与名义GDP增长率是基本上匹配的，总量政策是合理的，流动性是充足的。

(15) 碳达峰碳中和中央层面总体部署：中共中央、国务院印发的《关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》10月24日发布。作为碳达峰碳中和“1+N”政策体系中的“1”，意见为碳达峰碳中和这项重大工作进行系统谋划、总体部署。根据意见，到2030年，经济社会发展全面绿色转型取得显著成效，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。到2060年，非化石能源消费比重达到80%以上。

(16) 第十三届全国人民代表大会常务委员会第三十一次会议决定，授权国务院在部分地区开展房地产税改革试点工作。国务院按照积极稳妥的原则，统筹考虑深化试点与统一立法、促进房地产市场平稳健康发展等情况确定试点地区，报全国人民代表大会常务委员会备案。

财政部、税务总局有关负责人表示，财政部、税务总局将依照全国人大常委会的授权，起草房地产税试点办法（草案），按程序做好试点各项准备工作。

（17） 10月26日，国务院印发《2030年前碳达峰行动方案》，拟到2030年，非化石能源消费比重达到25%左右，单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上。方案提出，加快煤炭减量步伐，“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长，“十五五”时期逐步减少；到2025年，新型储能装机容量达到3000万千瓦以上；到2030年，抽水蓄能电站装机容量达到1.2亿千瓦左右，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上；“十四五”“十五五”期间分别新增水电装机容量4000万千瓦左右。到2030年，当年新增新能源、清洁能源动力的交通工具比例达到40%左右。

（18） 10月26日，国务院副总理、中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美财政部长耶伦举行视频通话。双方就宏观经济形势、多双边领域合作进行了务实、坦诚、建设性的交流。双方认为，世界经济复苏正处于关键时刻，中美加强宏观政策沟通协调十分重要。中方表达了对美国取消加征关税和制裁、公平对待中国企业等问题的关切。双方同意继续保持沟通。

（19） 发改委进一步加码煤炭保供稳价措施，目前正研究将煤炭纳入制止牟取暴利的商品范围，同时在此基础上研究建立“基准价+上下浮动”的煤炭市场价格长效机制，引导煤炭价格回归合理区间。发改委、市场监管总局联合开展煤炭现货市场价格专项督查，对未严格落实煤炭保供稳价要求的地区和企业进行约谈，严厉打击捏造、散布涨价信息、囤积居奇、哄抬价格、价格串通等违法行为，促进煤炭现货市场价格加快回归合理区间。发改委价格司召集中国煤炭工业协会和部分重点煤炭企业召开会议，专题研究对煤炭价格实施干预的具体措施，包括干预范围、干预方式、价格水平、实施时间，以及保障措施等具体问题。

（20） 10月27日国务院常务会议部署对制造业中小微企业等实施阶段性税收缓缴措施，预计可缓税2000亿元左右。另外，为纾解煤电、供热企业经营困难，对其今年四季度的税款实施缓缴，预计缓税170亿元左右。会议还决定延长境外投资者投资境内债券市场税收优惠政策，促进对外开放和吸引外资，同时要求强化市场监管，遏制操纵市场等违法违规行为。

（21） 人行营业管理部召开2021年前三季度北京地区货币信贷工作通报会，会议要求准确把握房地产金融审慎管理政策要求，稳健开展房地产贷款业务，保持房地产信贷平稳有序投放。

（22） 富时罗素公司10月29日正式将中国国债纳入富时世界国债指数（WGBI）。这标志着我国国债被全球三大主流债券指数悉数纳入，反映了国际社会对我国政府债券市场改革开放成果的认同。央行表示，截至9月末，国际投资者持有中国债券规模达3.9万亿元人民币。

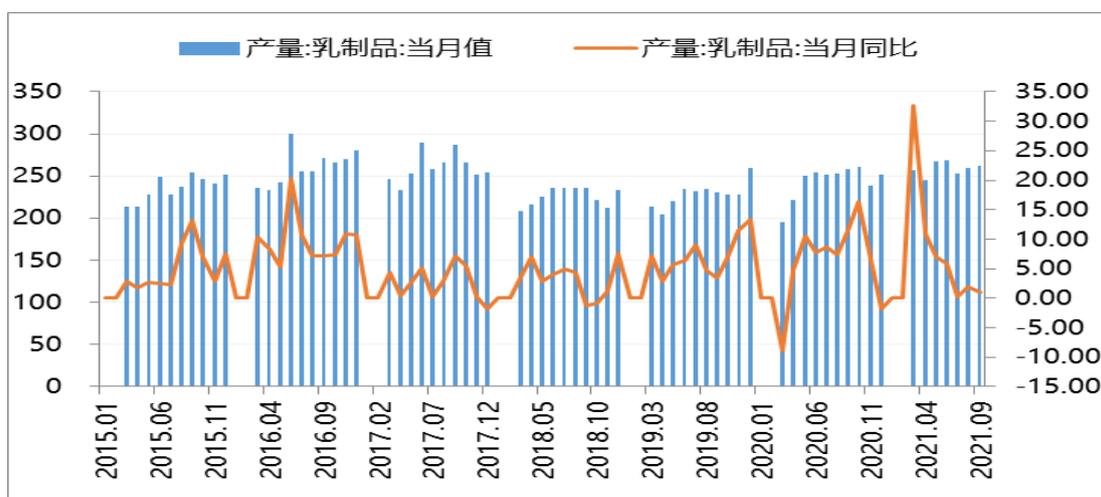
(三) 重点行业信息及点评

1. 乳制品行业

(1) 行业数据:

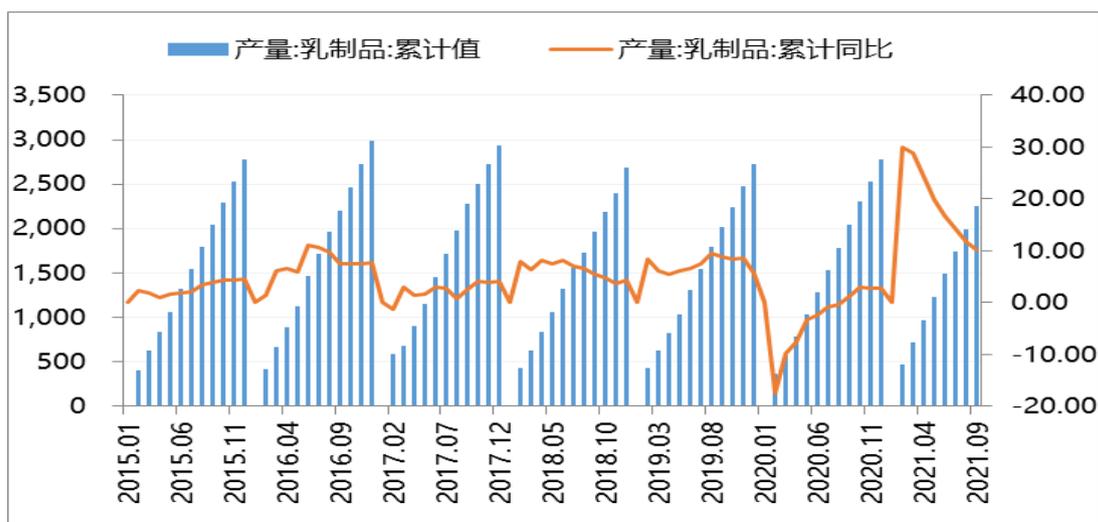
根据国家统计局数据，2021年9月乳制品产量为261.80万吨，同比2020年9月增加1%；1-9月累计产量2254.50万吨，同比增加10.30%。

图3：社会用电量累计值及同比（亿千瓦时，%）



来源：国家统计局、Wind

图4：乳制品当月产量

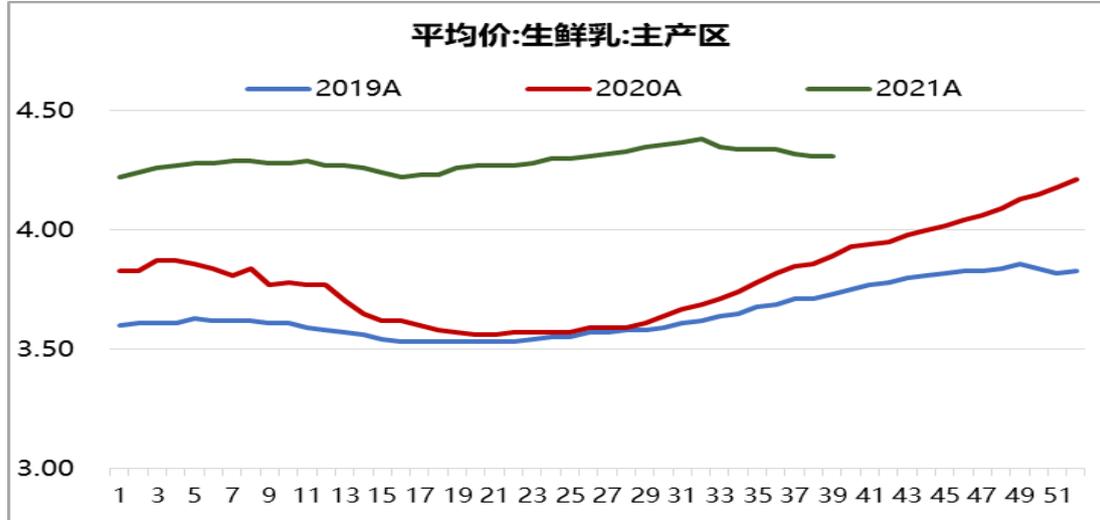


来源：国家统计局、Wind

10月20日，主产区生鲜乳平均价为4.31元/公斤，同比增加9.40%，环比9月22日（数据以周为单位）下滑0.69%。9月生鲜乳平均价开始缓慢下滑，主要系上游供给增加，供给

不足的局面得到缓解，预计未来将延续缓慢下滑趋势。上半年生鲜乳平均价同比增加 15%，下半年预计同比增加 5-10%。

图 5：主产区生鲜乳平均价



资料来源：wind、东方基金整理

(2) 后期观点：

受疫情影响，消费者健康意识提升，乳制品需求旺盛，白奶出现供不应求的局面，9月开始逐渐缓解。我们继续看好具有防御和必选属性的乳制品板块，在白奶成本逐渐回落的背景下，乳企毛利率有望改善，结构升级和促销费用减少也有助于推动利润释放。

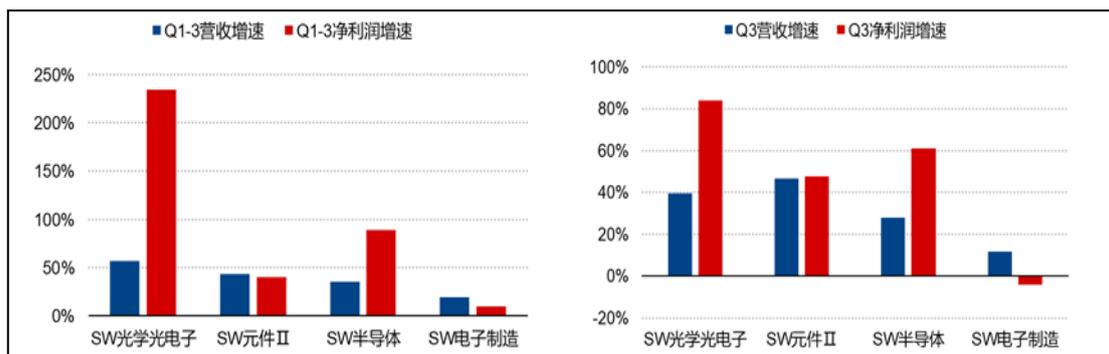
2. 电子行业

(1) 行业数据：

A 股三季报已经披露完毕，经统计申万电子行业上市公司整体收入同比增长 26%，归母净利润同比增长 63%，其中第三季度收入和归母净利润分别增长 10%和 33%。

具体来看，利润增速较快的主要是光电子和半导体板块，原因是这两个板块具备较强的缺货涨价逻辑和国产替代逻辑，能够在疫情后复苏期迅速反弹。而处于中下游的电子元件和电子制造板块则受到了较大冲击，下游需求不畅叠加上游产品原材料涨价，让电子制造板块在第三季度出现了利润下滑。。

图 6：申万电子行业 1-3 季度利润增速 (%)



资料来源: wind, semi

三家知名市场咨询机构 IDC、Canalys 和 Strategy Analytics 均于近日发布了三季度全球手机销量数据，三家机构给出了全球智能手机三季度出货量同比下滑 6-10%的数据。排名前五的厂商当中，仅苹果、OPPO 和 vivo 保持了增长，同时苹果也超过小米重回了全球第二。同时根据 Counterpoint 的数据，华为三季度在中国市场销量也下降了 77%，排名下滑到第六位。手机终端的短期销量依旧不容乐观。

(2) 后期观点:

当前时点来看，芯片短缺和原材料上涨的趋势虽有所放缓，但拐点依旧不明确，加之终端需求依旧尚未恢复，我们认为电子制造企业短期仍将承压。

我们依旧长期看好具备半导体国产化逻辑的子行业和企业，如半导体设备、半导体材料及部分功率半导体龙头企业。这些企业在三季度呈现了快速增长的势头，表明其技术实力和供应能力已经获得初步的认可，未来的替代速度必然加快。

中短期来看，相对看好下游需求确定性强的电子元器件公司，如为光伏、新能源车供应电子元器件、为军工企业提供武器装备芯片的公司。基于新能源及军工行业订单与需求的确 定性，这些企业也有望在中短期取得良好的业绩表现。。

三、基金经理研判

（一）李瑞：业绩确定性强、可见度高的行业和个股成为估值切换的主要方向

分母端的压力导致指数比较难有较大的扩张性机会，核心仍然是结构，需要寻找分子端的结构性增长来消化这种压力。

年底估值切换的窗口期，只有业绩确定性强、可见度高的行业和个股才能成为估值切换的主要方向。因此一方面可以关注明年景气度可以持续甚至加速的方向，另一方面是明年存在困境反转可能的方向，比如今年受到原材料涨价影响的中下游。

高端制造行业将逐步从上游材料涨价压力的困境中走出。从产业升级角度来讲，传统制造领域将迎来高端化、自动化的投资机会，新兴制造领域成长空间巨大，国内已率先形成具备全球竞争力的产业集群，一批优秀、勤奋的企业家带领下的隐形冠军正在脱颖而出。

四、产品策略

（一）东方新能源汽车：

该基金 2021 年三季报报告对报告期内基金投资策略和运作分析如下：新能源汽车板块年初以来的上涨基于非常扎实的基本面，景气度不断超预期，业绩不断上调，符合我们一直以来的“行业处在持续和加速为特征的发展新阶段”的判断。

东方新能源汽车努力通过个股的选择获取超额收益，不仅限于对行业整体景气度的跟踪，更致力于精细化研究寻找超越行业的 alpha。

决定股票的因素很多，新能源车行业属于典型的新兴技术行业，变化之快，革新之多，纷繁复杂之中，需要化繁为简，在把握框架性及完整性后寻找主要矛盾。所以新能源汽车行业的行情需要一方面坚守最珍贵的不变的东西，另一方面在不变中寻找变化：

1) 产业趋势来看，不变的是行业趋势已经不可逆，变化的是驱动力从政策变成了产品。

2) 产业链来看，不变的是下游需求的不断超预期和优质供给的多样化，变化的是上游供给不足带来的供需缺口。

3) 竞争要素来看，不变的是整车的差异化竞争，变化的是行业竞争要素的变化，汽车的竞争要素已经变成了智能化电动化。

4) 整车格局来看，不变的是各家车企的高歌猛进，变化的是部分自主车企开始脱颖而出，取得了领先优势。

5) 产业发展核心要素来看，不变的是降本增效的主旋律，变化的是降本增效的路径逐步多元化。

6) 增长极来看，不变的是全球渗透率的上升，变化的是增长级的多元化和增长斜率的不同。

总之，在行业成长和变革的拐点和加速期，我们将深耕这一行业，把握每个阶段的主要矛盾和核心变量，在坚守不变，寻找变化中为投资者挖掘优质资产共同成长。

五、其他

（一）公司新产品动向

无。

（二）投研工作成果

2021年10月，权益研究部对重点上市公司三季报进行了跟踪，并对市场热点进行了点评。10月权益研究部共完成了各类报告217篇，其中公司调研及访谈报告24篇、点评报告166篇、公司深度报告5篇、行业周报月报22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。