

策略周评 20220504

求稳下的审慎乐观

2022 年 05 月 04 日

报告要点

■ ①最差时刻已过，疫情和政策指向短期急跌压力舒缓。4 月底密集党政要会，核心指向底线思维下的求稳，而非刺激。②房地产、资本市场、平台经济均置于管控重点风险项下，边际趋缓，守住不发生系统性风险底线。③A 股目前估值水平处于历次熊市绝对底部所对应区间，已非核心矛盾。④核心矛盾是杀估值是否转为杀业绩，Q1 全 A/全 A（非金融）归母净利润增速 3.6%/8.2%，我们预计中性假设下全年增速分别为 -2.2%/-10.2%，悲观假设下 -8.5%/-20.3%。⑤实际业绩是否会进一步下杀，关键在复工复产后高频数据跟踪，包括物流、生产景气，以及克强指数、PMI 等回暖。⑥基建上升为重要稳增长抓手，短期稳经济、稳就业，中长期补安全短板，三个关键视角：国家安全、中西部、央企。⑦国家安全主题配置：基建联网：电网、油气管网、水运网、交通网、城市防灾减灾设施；农业补短板：种业、农田、农机；数字经济：政务信息化、云计算、信创。

正文摘要

■ 4 月底密集党政要会，核心指向底线思维下的求稳，而非刺激。①5.5% 的经济增长目标不放弃，但“努力实现”的表述背后留有余地。②政策不是强力刺激，目标导向下政策冗余度或为应对更大不确定性做储备。③基建上升为重要稳增长抓手。④房地产、资本市场、平台经济均置于管控重点风险项下，边际趋缓，守住不发生系统性风险底线。

■ 最差时刻已过，疫情和政策指向短期急跌压力舒缓。①此前的市场悲观预期主要来自疫情导致的珠三角、长三角等经济聚集地封控，企业停产、物流受阻，两会制定的全年 5.5% 经济增长目标面临较大压力。②目前市场的主要两个压制因素均有边际改善。

■ 静态估值均处熊市底部区域，已非核心矛盾。①A 股目前估值水平已经处于历次熊市绝对底部所对应区间，05 年至今 7 次熊市大底，全部 A 股 PE（TTM，整体法，下同）中枢在 12~22 倍，目前（4/29，下同）为 16 倍；②PB（LF，整体法，下同）中枢 1.4~2.1 倍，PB 为 1.5 倍，接近历次熊市底部区间下沿。

■ 核心矛盾是杀估值是否转为杀业绩，需高频数据跟踪。①估值已经见底的市场上，普遍的担忧来自杀估值是否会转化为杀业绩。②我们下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润增速预测至中性 -2.2%/-10.2%、悲观 -8.5%/-20.3%。③实际业绩是否会进一步下杀，关键在高频数据跟踪，主要集中在物流、生产景气相关的整车货运物流指数、CCFI 综合指数，月频数据克强指数更助于判断经济走势。

■ 基建稳增长的关键视角：国家安全、中西部、央企。①基建短期稳增长、保就业，更是中长期国家安全考量下的必要布局。②中西部是基建发力核心区域。③基建资金主要来源，包括政府、中央和国有资本，在特殊情况下能够发挥最大的资源调动作用，央企也更符合高股息策略的本质，经济下行压力较大，央企派息更加确定。

■ 国家安全主题配置：基建、农业、数字经济。①基建联网才能安全：电网、油气管网、水运网、交通网、城市防灾减灾设施。②粮食安全下的农业补短板：种业、农田、农机。③数字经济：平台经济相关政策发生趋势性改变，数字经济为经济增长提供新动能、平台经济吸纳高校毕业生就业，政务信息化、云计算、信创。

注：本文涉及今年指 2022 年，去年指 2021 年。

■ 风险提示：全球疫情蔓延风险、疫苗有效性；宏观经济增长不及预期；历史经验不代表未来；本文只在假设基础上做推演，相关公司不作为任何投资建议。

证券分析师 姚佩

执业证书：S0600520090005

yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 邢妍姝

执业证书：S0600521030001

xingys@dwzq.com.cn

证券分析师 陈李

执业证书：S0600518120001

021-60197988

yjs_chenl@dwzq.com.cn

研究助理 马浩然

执业证书：S0600121010015

mahr@dwzq.com.cn

研究助理 丁炎晨

执业证书：S0600121070063

dingyc@dwzq.com.cn

相关研究

《东吴证券月度策略及金股组合：底线思维下，保持谨慎》

2022-05-02

《下修中性及悲观情景下全 A 业绩增长预测——21 年报&22 年一季报业绩点评》

2022-05-02

《【东吴策略】三地基金经理怎么看后市？——行业风火轮》

2022-05-02

内容目录

1. 政策取向：底线思维下的求稳，而非刺激	
2. 核心矛盾：复工复产下的基本面跟踪，而非估值	
3. 国家安全主题配置：基建、农业、数字经济	
4. 风险提示	

图表目录

图 1:	上海和全国新冠新增确诊人数均回落
图 2:	全国整车货运流量指数回升
图 3:	目前 A 股整体估值已处底部区域
图 4:	22Q1 全部 A 股归母净利润、营收增速回落.....
图 5:	CCFI 和沿海主要港口货物吞吐量回落
图 6:	2 月克强指数仍上行
图 7:	4 月 PMI 各分项均大幅回落

未找到图形项目表。

东吴策略连续两周周报均基于审慎视角提示风险，详见《疫情冲击供应链，谁最紧张？》、《审慎视角下，需重视的三类公司》，背景在于4月以来上海等多地 Lockdown，多家优质白马龙头一季报不及预期，投资者对经济增长和企业盈利的预期都趋于悲观。随着4月底密集党政要会召开，政策回应市场关切问题，上海复工复产逐步推进，我们认为最悲观的时刻或已过去。

1. 政策取向：底线思维下的求稳，而非刺激

4月底密集党政要会，核心指向底线思维下的求稳，而非刺激。东吴策略前期报告《如何读懂重要党政会议》（2022/4/11）中梳理出产业发展和资本市场相关性较强的高频要会，4月底密集召开4个会议：4/19中央深改委会议聚焦数字政府等，4/26中央财经委会议加强基础设施建设，4/29政治局会议集中讨论经济问题，下午政治局集体学习规范和引导资本健康发展。4个党政要会，针对市场关切问题均有所回应，总体指向：政策落脚点在风险防范下的底线思维，而非刺激。我们认为：

第一，5.5%的经济增长目标不放弃，但“努力实现”的表述背后留有余地，重视疫情与俄乌风险，不发生系统性风险是底线。

第二，政策不是强力刺激，会议未出现货币政策、消费券、房地产等大规模刺激表述，目标导向下政策冗余度或为应对更大不确定性做储备。

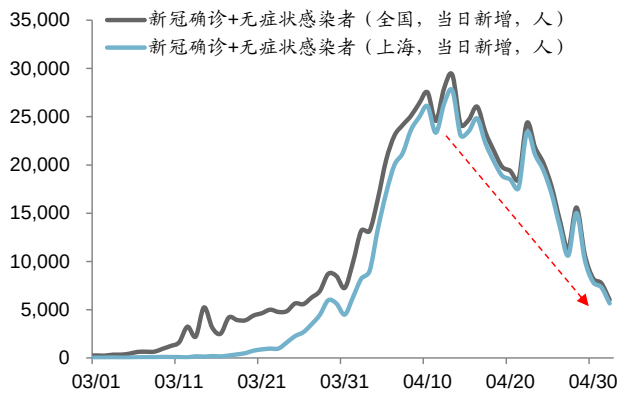
第三，基建上升为重要稳增长抓手，基建从短期看是稳经济、稳农民工就业的主要逆周期调控手段，专项债预计9月底完成发放。在产业发展和国家安全视角下，也可适度超前布局基础设施建设。

第四，房地产、资本市场、平台经济均置于管控重点风险项下，边际趋缓，守住不发生系统性风险底线。房地产坚持“房住不炒”原则，优化预售资金监管，有助于缓解全链条资金压力；平台经济“常态化监管”意味着监管政策进一步加码可能性弱化，设置资本“红绿灯”不意味彻底放开监管；资本市场稳步推进注册制改革，速度较前期或有放缓，以保障市场平稳运行。

最差时刻已过，疫情和政策指向短期急跌压力舒缓。此前的市场悲观预期主要来自疫情导致的珠三角、长三角等经济聚集地封控，企业停产、物流受阻，两会制定的全年5.5%经济增长目标面临较大压力。目前市场的主要两个压制因素均有边际改善。疫情角度来看，上海和全国新冠确诊+无症状感染者每日新增人数自4月中旬见顶后持续回落；广东、吉林以及全国的整车货运物流指数也随着深圳、广州解封，吉林社会面清零逐步恢复，全国物流恢复至2021年11月底70%左右水平；上海货运物流随仍处于正常水平13-17%左右低位，但随着5月复工复产推进，有望带动全国经济景气上行。政策角度，政治局会议看出努力实现5.5%全年增长目标，同时强调谋划增量政策工具，对房地产、平台经济的表述更为积极；疫情防控坚持“动态清零”的方针下，也对部分地区的防控

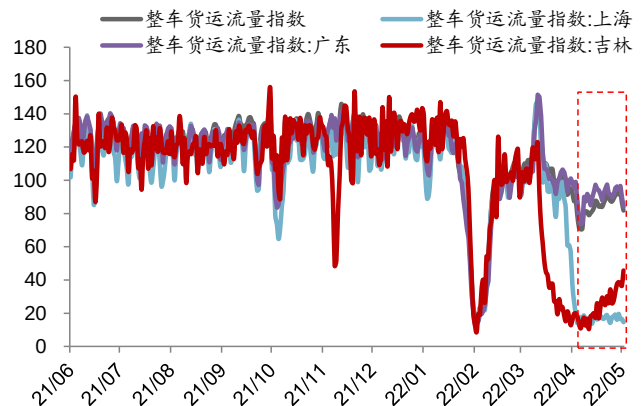
做出边际纠偏，要求“高效统筹疫情防控和经济社会发展”，“最大限度减少疫情对经济社会发展的影响”。

图1: 上海和全国新冠新增确诊人数均回落



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 全国整车货运流量指数回升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2. 核心矛盾：复工复产下的基本面跟踪，而非估值

静态估值均处熊市底部区域，已非核心矛盾。A股目前估值水平已经处于历次熊市绝对底部所对应区间，05年至今7次熊市大底，全部A股PE（TTM，整体法，下同）中枢在12~22倍，目前（4/29，下同）为16倍；PB（LF，整体法，下同）中枢1.4~2.1倍，PB为1.5倍，接近历次熊市底部区间下沿。此前相对偏高的估值中位数，目前也有明显回落：历次熊市底部全部A股PE中位数16~28倍（2016/1除外），目前为23倍；PB中位数1.6~2.5倍，目前为2.2倍，中位数同样回落至历次熊市底部区间，市场大小盘估值基本都调整到位。情绪指标进一步回落，接近历次熊市区间下沿：历次熊市底部风险溢价3-6%，目前5.6%，已高于2005年以来均值+1倍标准差5.2%；破净公司占比9-27%（2016/1除外），目前10.1%；全部A股换手率0.9-2.4%，目前1.9%；两融交易额占比8.2-9.5%，目前6.3%，低于历次熊市底部。大类资产比价来看，股市性价比显现，目前沪深300股息率TOP15均值7.6%，处于历次熊市底部区间（6.1-10.4%），十年期过载收益率2.8%，接近底部区间（2.9-3.7%）；二者比值2.7%，高于2012年后的5次熊市底部。4月底密集党政要会释放求稳信号，回应市场关切，叠加上海疫情逐步趋缓，短期最差的时刻可能已经过去。

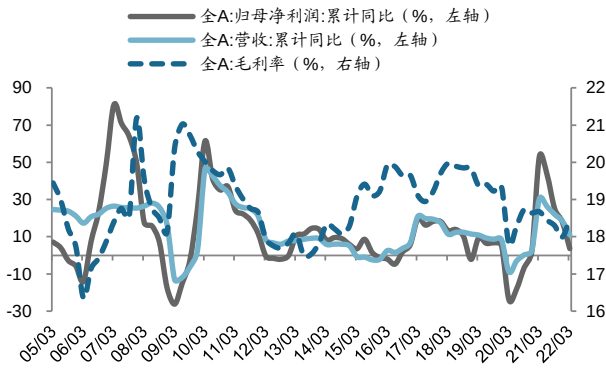
图3：目前 A 股整体估值已处底部区域

		2005/6/6	2008/10/28	2013/6/25	2016/1/27	2019/1/4	2020/3/19	2021/3/9	2022/4/29
上证综指 历史底部	上证综指点位	998	1664	1849	2638	2441	2646	3328	3047
PE (TTM, 倍)	全部A股PE (TTM, 倍)	18.4	13.8	11.5	17.7	13.3	16.0	21.9	16.0
	全部A股剔除银行PE (TTM, 倍)	18.6	16.0	19.0	29.8	18.0	23.9	32.6	22.4
	全部A股PE中位数 (TTM, 倍)	20.6	16.4	27.6	44.5	23.7	27.2	27.8	23.0
PB (LF, 倍)	全部A股PB (LF, 倍)	1.7	2.1	1.4	1.8	1.4	1.5	1.8	1.5
	全部A股剔除银行PB (LF, 倍)	1.6	2.1	1.8	2.4	1.7	2.0	2.4	2.0
	全部A股PB中位数 (LF, 倍)	1.6	1.7	2.1	3.7	2.0	2.3	2.5	2.2
情绪指标	风险溢价 (1/PE-10年期国债收益率, %)	2.2	4.3	6.7	4.9	5.9	5.8	3.2	5.6
	破净公司数量 (家, 占比)	276 (27.7%)	256 (16.7%)	269 (10.9%)	54 (2.0%)	338 (9.6%)	408 (10.8%)	372 (8.8%)	487 (10.1%)
	全部A股换手率 (流通市值加权, %)	0.9	1.8	1.6	2.1	1.4	2.4	2.0	1.9
	两融交易额占A股成交额比例 (%)			8.2	8.2	8.2	9.5	8.2	6.3
大类资产	沪深300股息率top15均值 (%)	10.4	9.5	8.4	6.1	7.4	6.7	7.2	7.6
	十年期国债收益率 (%)	3.7	3.1	3.6	2.9	3.2	2.7	3.2	2.8
	一年期理财产品预期年收益率 (%)	2.5	6.0	5.1		4.5	4.0	3.7	
	一年期权益投资信托预期年收益率 (%)	4.6	10.0	8.6		8.0	6.9	7.0	

数据来源：Wind，东吴证券研究所

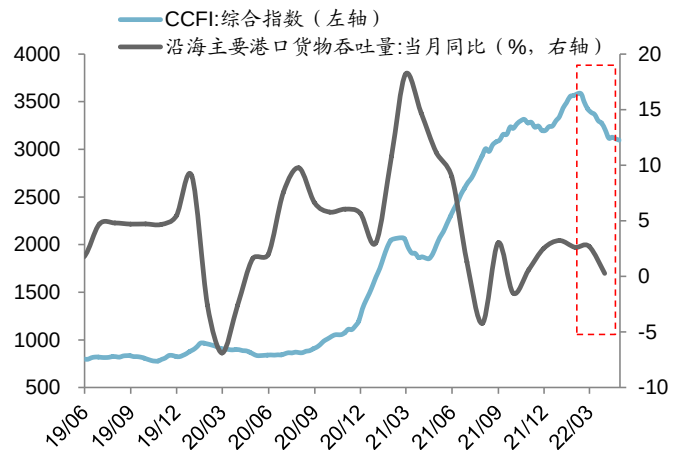
核心矛盾是杀估值是否转为杀业绩，需高频数据跟踪。估值已经见底的市场上，普遍的担忧来自杀估值是否会转化为杀业绩，类似 2018 年底，极悲观的市场情绪下，上市公司计提商誉减值，业绩下杀。我们下调全年业绩预测：去年四季度以来宏观基本面走弱、大宗商品价格高企、国内奥密戎蔓延已对上市公司净利润和营收都造成较大影响，2022Q1/2021Q4/2021Q3 全部 A 股归母净利润累计同比分别为 3.6%/18.1%/25.1%，营业收入累计同比为 11.0%/18.5%/22.0%，自 2021Q3 持续回落。我们下调 2022 年全 A/全 A（非金融）归母净利润增速预测至中性-2.2%/-10.2%、悲观-8.5%/-20.3%。所谓悲观假设是，疫情多点散发持续抑制需求，封控物流不畅，通胀可能继续维持高位，多数行业毛利率继续承压。实际业绩是否会进一步下杀，关键在高频数据跟踪，如果 5 月长三角尽快复工复产，随后 6-7 月高频数据显示经济类似 20、21 年 Q2 环比迅速回暖，对杀业绩的担忧讲明显趋缓。我们关注的高频数据集中在物流、生产景气：整车货运物流指数、CCFI 综合指数分别反应国内经济和出口景气回升程度，目前上海货运物流仍处于极低水平，CCFI 指数 4 月进一步回落，高频指标回升趋势确认，可以对市场更为乐观；另一方面，月频数据克强指数更助于判断经济走势，包括工业用电量、中长期贷款、铁路货运量等指标，PMI 作为领先指标，4 月生产、新订单、出口均大幅下探至 45 以下，若恢复至荣枯线以上，也是相对积极的信号。

图4：22Q1 全部 A 股归母净利润、营收增速回落



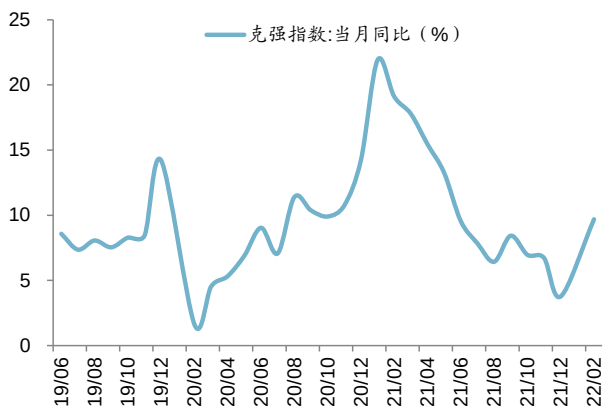
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：CCFI 和沿海主要港口货物吞吐量回落



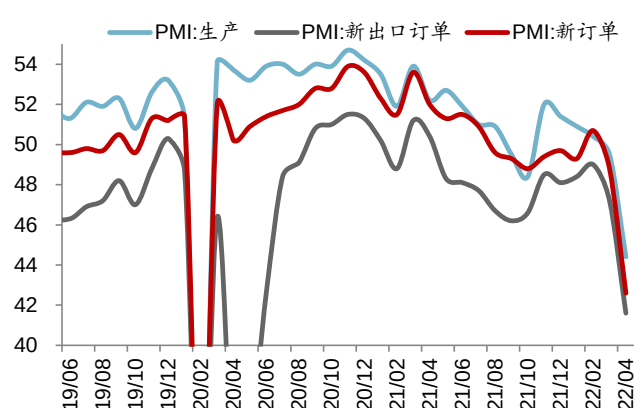
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2 月克强指数仍上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：4 月 PMI 各分项均大幅回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 国家安全主题配置：基建、农业、数字经济

基建稳增长三个关键视角：国家安全、中西部、央企。①基建短期稳增长、保就业，更是中长期国家安全考量下的必要布局：4/26 中央财经委会议指出我国基建水平同国家发展和安全保障需求相比还不适应，要适度超前，布局有利于引领产业发展和维护国家安全的基础设施。②我们认为中西部是基建发力核心区域，基建支撑国土空间开发保护、生产力布局和国家重大安全战略，过去十年东部地区国土空间开发、生产力布局已非常充分，中西部是短板，上世纪 60-70 年代为应对外部地缘政治局势恶化，我们曾布局过战略大后方：西部三线建设。③我们认为基建资金来源，包括政府、中央和国有资本，在特殊情况下能够发挥最大的资源调动作用，央企也更符合高股息策略的本质：派息率是高股息的核心，熊市保护伞的本质是高派息获得交易筹码，为往后的反弹

积攒子弹，经济下行压力较大，央企派息更加确定，如 2018 年派息率较高的央企中国石化（80%）、中信特钢（70%）、长江电力（66%）、国电南自（53%）、中国神华（40%）。

（1）基建联网才能安全：电网、油气管网、水运网、交通网、城市防灾减灾设施。单一、孤立基建并不能抵御极端不确定性，联网、补网、强链才能安全，且助于提升网络效益，具体方向包括分布式智能电网、油气管网、内河港口航道、城际铁路网、城市防洪排涝、污水垃圾收集处理。

（2）粮食安全下的农业补短板：种业、农田、农机。外围复杂局势下农业安全重要性持续凸显，农田水利设施建设是保障粮食安全的重要一环，细分行业农田水利、园林工程；中央经济工作会议强调“要把提高农业综合生产能力放在更加突出的位置”、“深入实施种业振兴行动”，从提升农业生产效率、种业安全角度，重点关注农机装备、种业。

（3）数字经济：政务信息化、云计算、信创。平台经济相关政策发生趋势性改变，背景在于近期经济形势变化超出预期，数字经济为经济增长提供新动能、平台经济吸纳高校毕业生就业。数字基建和数字化转型是培育新动能的关键，也是政策鼓励的平台经济转型方向：数字基建涉及 5G、光纤、数据中心等领域，电信运营商、IDC 产业链是建设主力和受益方向。数字化转型强调增强关键技术创新，政府和国企转型更具示范效应：4/19《关于加强数字政府建设的指导意见》获深改委会议审议通过，重心在提升跨地域、跨系统、跨部门、跨业务的协同管理水平，受益方向：政务信息化、云计算、信创、工业软件、电网智能化、汽车智能化等。详见《数字经济：从严监管向谋发展》（2022/2/19）、《数字经济的三个关键问题》（2022/2/27）。

4. 风险提示

全球疫情蔓延风险、疫苗有效性：海外疫情不断反复，若海外疫情加剧，可能对相关产业链及国内进出口造成影响。

宏观经济增长不及预期：若国内经济复苏进程不及预期，可能影响上市公司基本面表现。

历史经验不代表未来：因市场环境等因素变化，历史数据得出的经验可能在未来失效。

本文只在假设基础上做推演，相关公司不作为任何投资建议。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>