2021-08-17

策略研究报告

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

把握周期与成长“交融”的时代机遇

——2021下半年策略

证券分析师：张弛
电话：13918023419
执业证号：S1190521070001

风险提示：政策效果不及预期，国内经济复苏被“打断”。

目录

CONTENT

一、换个角度看经济，基本面或呈现底部反转态势

二、牛市必要条件：市场流动性该如何演绎？

三、供需错配2.0：遇见周期与科技

核心结论：A股牛市趋势未改，把握周期与成长“交融”的时代机遇

- **基本面向好：**当前国内经济面临产业链传导不畅、效供给放慢等问题，然而政策早已“先行”：无论是全面降准、财政积极、保量控价还是先立后破等均有利于下半年“有效供给”扩张，从根本上促成国内经济复苏的可持续性。我们预计2021年国内经济两年CAGR将由5%底部呈现趋势向上的态势。微观层面，ROE亦将受益于净利率、资产周转率“两条腿”走路趋于改善，进而对A股基本面形成支撑。

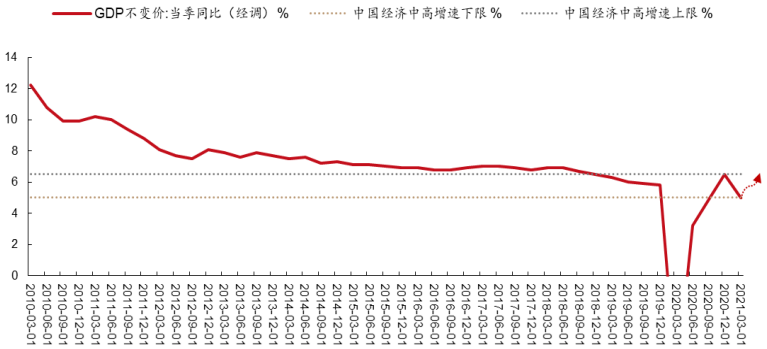
- **流动性剩余：**国内宏观流动性偏松，一是专项债加速，社融增速大概率企稳反弹；二是为了降低中下游企业综合成本，促进产业链传导，全面降准之后甚至可能降息；三是倘若政策有效，M1有望掉头回升，叠加QE溢出效应，市场流动性剩余或趋于明显。**估值整体来看，**周期、消费、成长及金融估值分位数分别为：42%、53%、30%和0%，虽有分化，但未见极致。**情绪面，**干扰因素减少，但疫情仍存在不确定性。

- **市场研判：**我们判断当前市场具备反转动力，下半年一旦政策有效性得到验证，有效供给扩张将加速经济复苏，叠加M1掉头向上及Delta疫情担忧缓和，市场甚至有望迎来一轮普涨行情。

- **配置建议：**维持“周期+科技”主线配置逻辑不变：一方面，本轮“超级周期”将经历四个阶段，当下我们尚处于“供给弹性不足”的第二阶段，后续仍具备持续配置空间；另一方面，低碳、半导体、新能源等成长无论从政策扶持、需求增长还是盈利弹性均具备较高确定性和可持续性，考虑到流动性剩余显现，未来仍具备“戴维斯双击”的动力——综上，把握周期与成长“交融”的时代机遇，既享受周期属性带来的盈利弹性，又得益于成长属性所提供的长期需求赛道！下半年仍需关注四个方面变化：一是短期供应链传导不畅，叠加政府控价或一定程度压制周期表现；然而一旦M1拐头向上，周期中长期配置价值将更为凸显；二是谨慎10年期国债收益率重拾上行通道，或将压制“高估值成长股”表现，我们目标是筛选出能“穿越”利率上行周期的成长行业；三是留意M1与10年期国债“双升”对银行、券商带来的盈利弹性及趋势配置机会；四是留意伴随CPI、消费能力及M1回暖，可选消费的配置价值也将逐步显现。

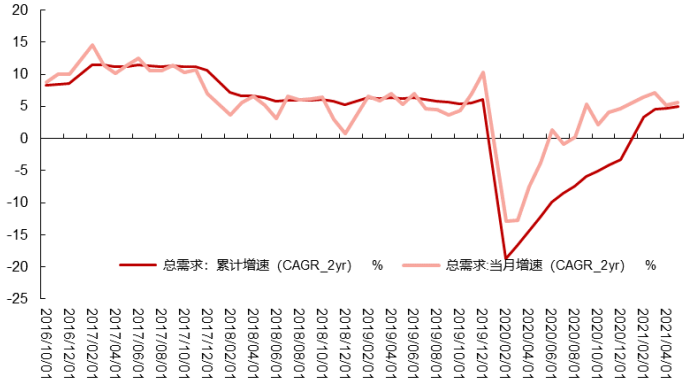
国内经济增速受疫情影响，已提前触及5%中高增速下限

- 社会用电需求已超疫情前水平，且工业用电7.3%远高于去年/前年的2.5%/2.9%水平；
- 总需求累计增速呈现趋势回升，但尚不及2019年疫情前水平；
- **当前国内GDP已率先触及“中高增速下限”5%水平，“十四五期间”大概率落在5%~6.5%中枢震荡，意味着未来国内经济增速将趋于向上。**



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

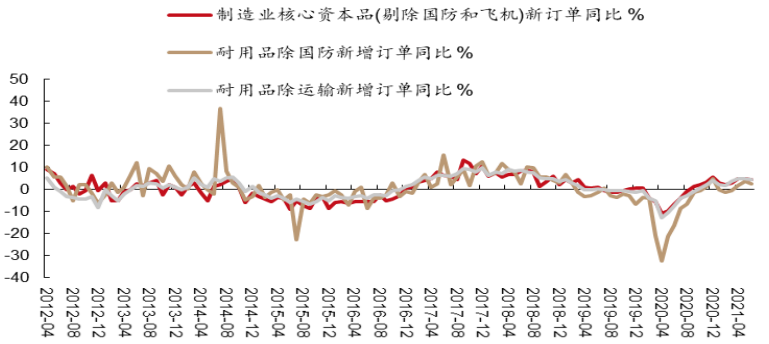


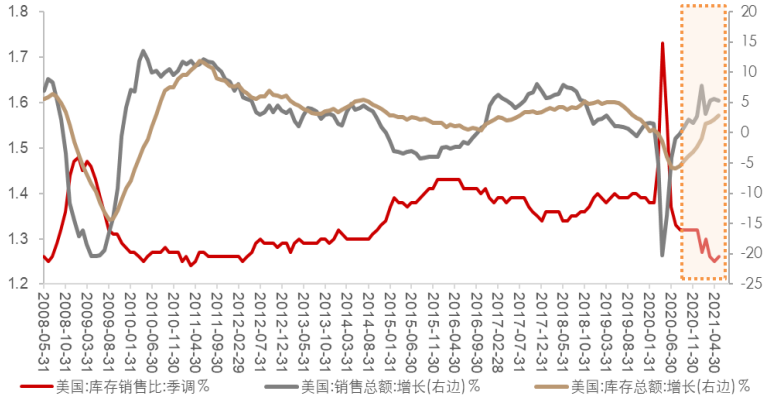


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

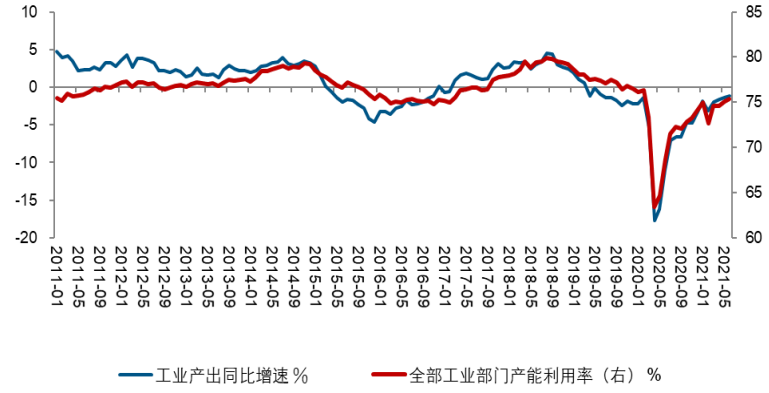
美国制造业：类比去年中国“复工复产”，处于确定性复苏

- 美国核心制造业与核心耐用品新增订单均显著趋势上升；
- 工业生产与产能利用率仍在趋势性修复中，尚未达到疫情前水平；
- 美国同样也进入了“主动补库”周期，产能利用率仍有较多提升空间。





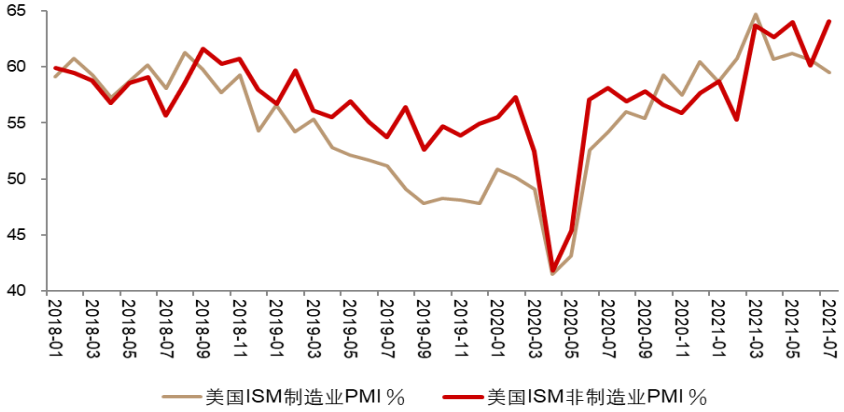
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理



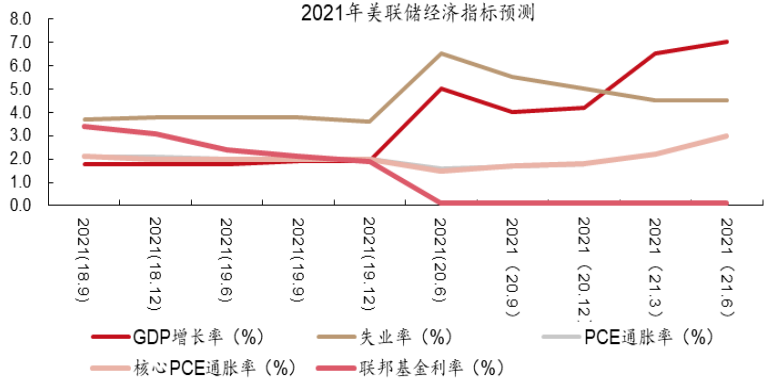
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

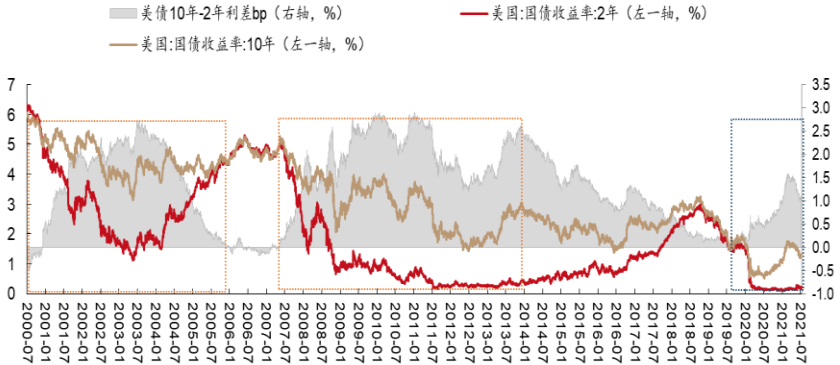
美国经济目标与现实“缺口”仍较大——“药”不一定会停

- 美国制造业与服务业PMI总体维持在较高水平；
- 且美联储连续上调美国GDP增速目标至7%，失业率目标4.5%；
- 但美国“10年减去2年国债收益率利差”再次回落至100bp，距离历史上经济复苏常态下的200~250bp仍有较大距离。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

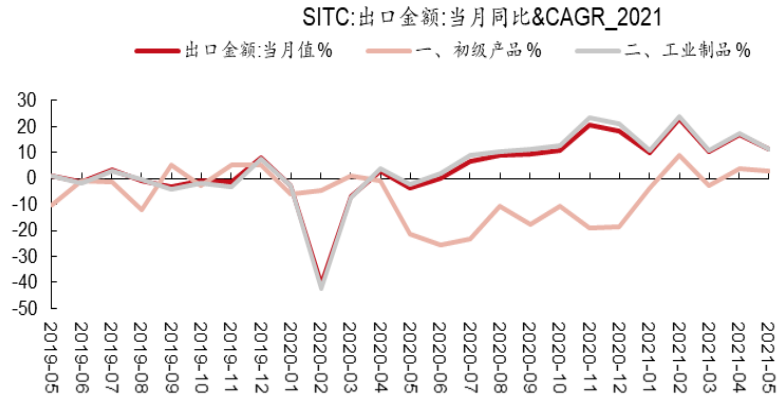


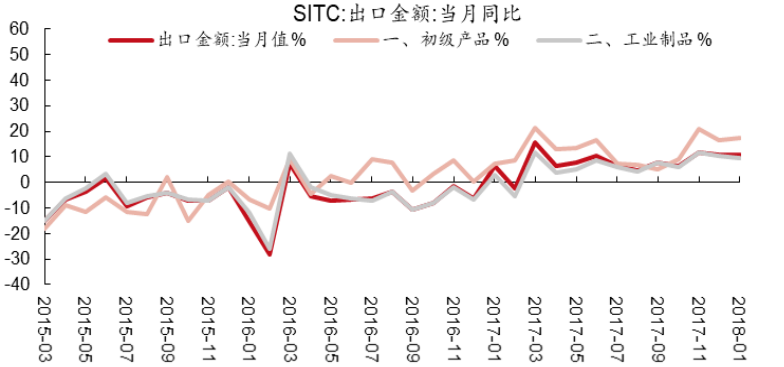


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

初级产品出口复苏将成为中国出口未来保持较快增长的新动力

- 我国出口1~5月相比2019年CAGR均在10%以上，远高于疫情前0.5%水平，接近2016~2017年全球复苏期间水平；
- 2020年我国率先实现“复工复产”，成为主要的工业制品出口国，其中**初级产品与工业制品需求呈现“冰火两重天”**。
- **当前我国初级产品出口增速已由去年约-20%回升至3%，参考2016~2017年全球经济复苏，未来仍有较大复苏空间，成为支撑我国出口增长的新动力。**



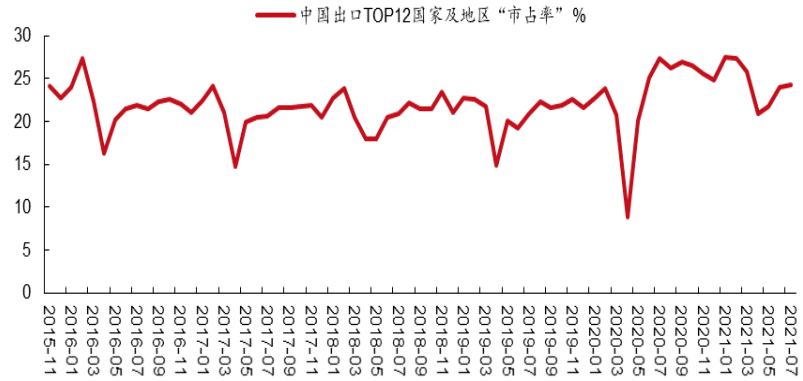


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

注释：
1）TOP12出口国家及地区，包括：美国、欧盟、东盟、日本、中国香港、韩国、印度、英国、俄罗斯、墨西哥、加拿大和澳大利亚
2）初级品，包括：1）食品活动物、2）饮料烟类、3）非食品原料、4）矿物燃料、润滑油及有关原料；5）动植物油、脂和蜡。工业制品，包括：1）化工成品；2）按原料分类的成品；3）机械及运输设备；4）杂项制品；5）未分类的商品及交易品

中长期我国出口的全球“市占率”或呈现趋势上升

- 疫情后工业制品出口市占率明显上升，伴随国内制造业水平持续提高，预计中长期全球市场份额或仍远高于疫情前水平；
- RCEP货物贸易中原产地累积规则，将有利于我国进一步扩大出口；
- 伴随RCEP服务贸易中建筑、工程、旅游、金融、房地产、运输等部门开放程度进一步加大，将为我国出口带来更多增量动力；
- 伴随RCEP投资协议执行，我国制造业、农业、林业、渔业、采矿业5个领域企业走出去，将有利于原材料、煤炭、钢铁等初级品、过剩产能等出口输向更多发展中国家。

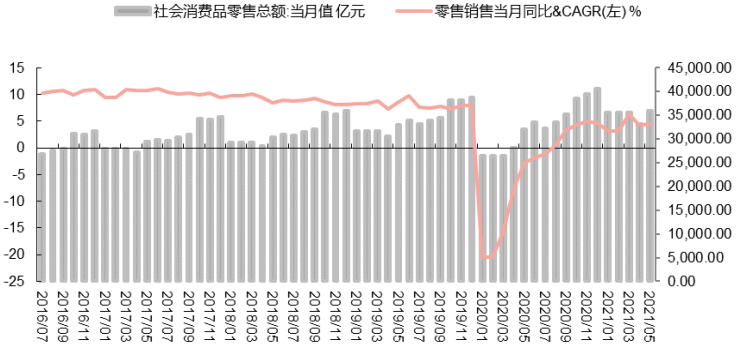


注释：TOP12出口国家及地区，包括：美国、欧盟、东盟、日本、中国香港、韩国、印度、英国、俄罗斯、墨西哥、加拿大和澳大利亚

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

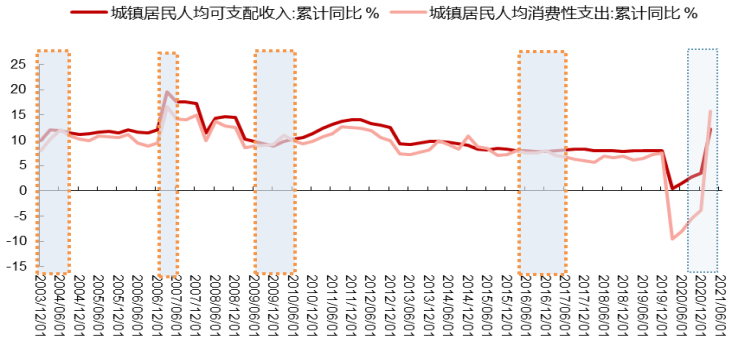
政府财政收入+薪资回升+就业等潜在增长动力回升，支撑内需持续向好

- 5月社零CAGR复合增速4.5%，年初至今中枢趋于回升，但仍不及去年年底4.6%，更远低于2019年疫情前8%水平。
- **2020Q3消费行情，对应**消费性支出增速“追赶”可支配收入增速，2021Q1“追上”之后意味着消费抑制释放的动力已进入尾声；
- 政府财政收入增速>支出增速（过去10年概率不足30%），后续财政支出“追赶”收入将向市场释放政府消费动力；预期FY2021财政支出增速7%以上，远高于1~5月约3%水平。





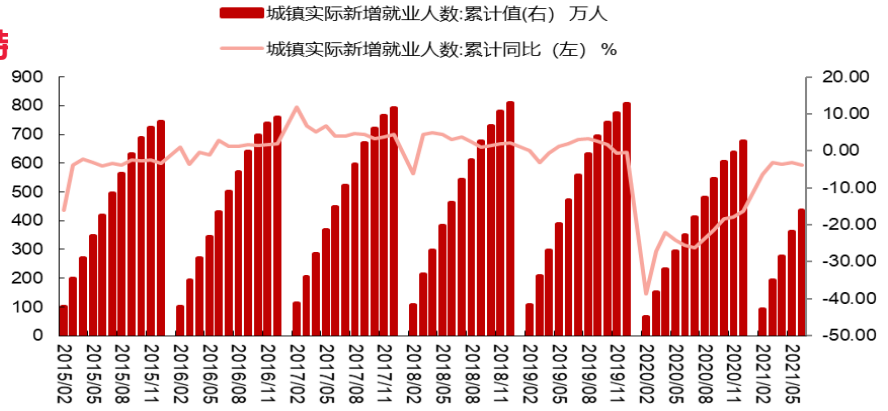
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

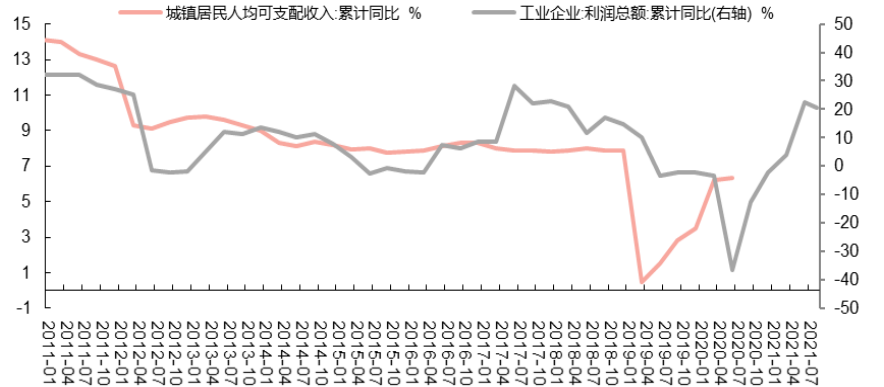


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

政府财政收入+薪资回升+就业等潜在增长动力回升，支撑内需持续向好

- 6月居民就业已经同步增长24%，经调2年CAGR为-3.8%，尚未修复至2019年疫情前“单位数增长”水平；预计企业产能利用率回升叠加扩张意愿增强，就业有望保持趋势性明显上升。
- Q2居民薪资经调CAGR-2Y为6.3%（实际11.4%），工业利润增速经调CAGR-2Y为21%（实际67%）；考虑到居民薪资滞后于工业利润增长约1年左右，意味着2021H2仍将呈现明显趋势性提升。





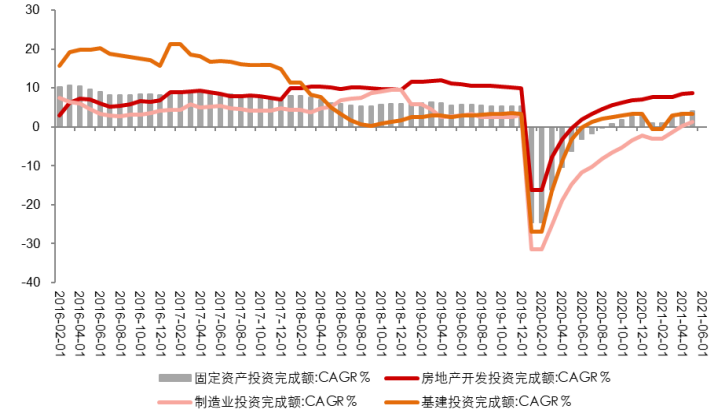
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

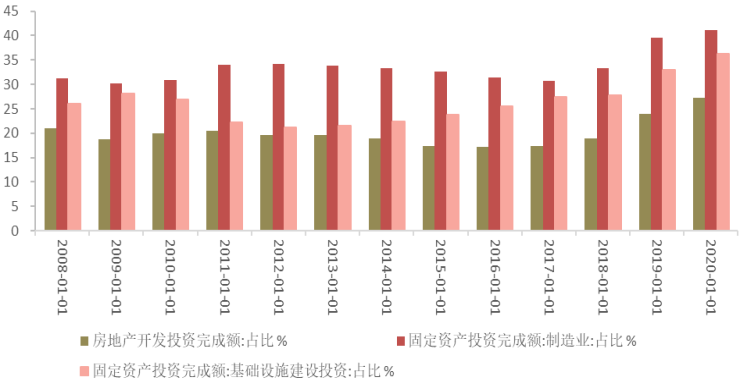
实际固定资产投资CAGR趋于改善，但尚未达到疫情前水平

- 1~5月固定资产投资完成额CAGR为4%，较去年年底2.9%明显改善，但仍不及2019年疫情前5.4%水平；
- 1~5月房地产投资完成额CAGR 8.6%，年初至今呈现趋势改善，并超过去年年底7%增速水平，但仍不及疫情前9.9%水平；
- 1~5月制造业投资完成额年初至今由负转正， CAGR达1.3%，较去年年底-2.2%明显改善，但仍不及疫情前3.1%水平。

中长期地产投资增速中枢趋于下降，而制造业将成为投资核心动力

- 1~5月房地产销售面积CAGR为9.3%，虽远高于去年年底2.6%和2019年-0.1%水平。基于销售领先于投资6~18个月，预计将对今明两年房地产投资形成支撑；但中长期每年17亿平方米销售面积进一步扩张空间不大，甚至趋于下降，意味着房地产投资亦将放缓；
- 2020年制造业投资占比已经显著上升41%，较5年前提升约10pct，未来占比或仍将提升，成为固定资产投资增长的核心驱动力。



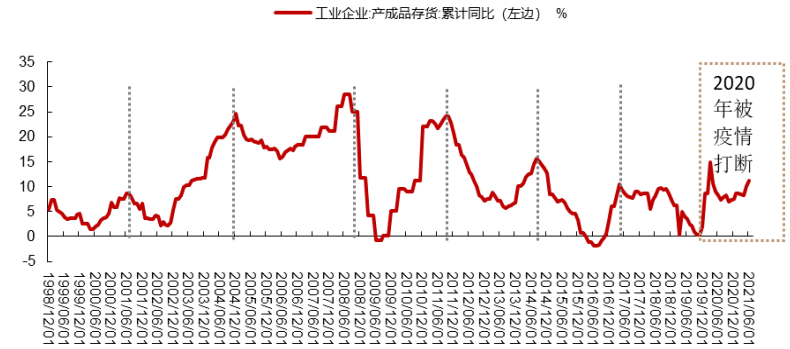


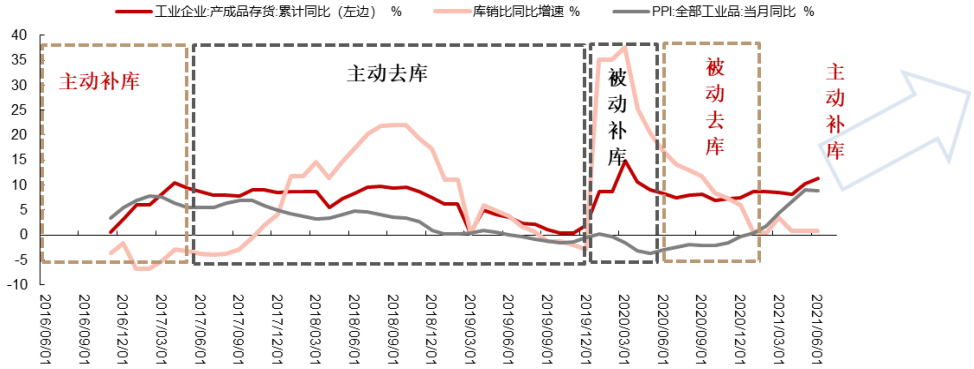
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

企业既扩张生产，又扩大投资，制造业“火力全开”

本轮“主动补库周期”仅开启7个月，一般周期在1~2年—— **—意味着企业仍将积极【扩张生产】**，主动补库条件包括：

- M1领先于PPI约9个月，价格中枢趋势抬升；
- 库存趋势性回升；
- 库销比仍趋势下降；





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

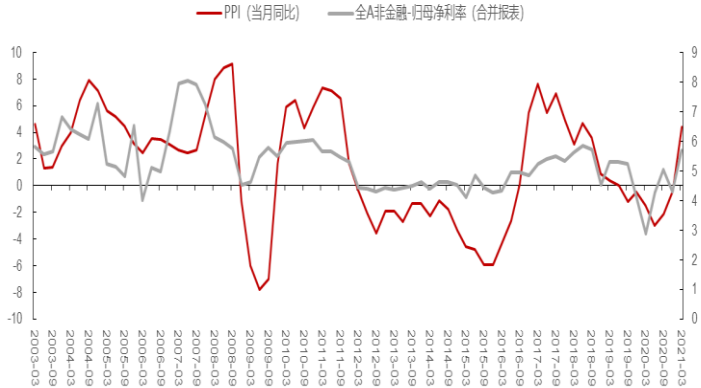


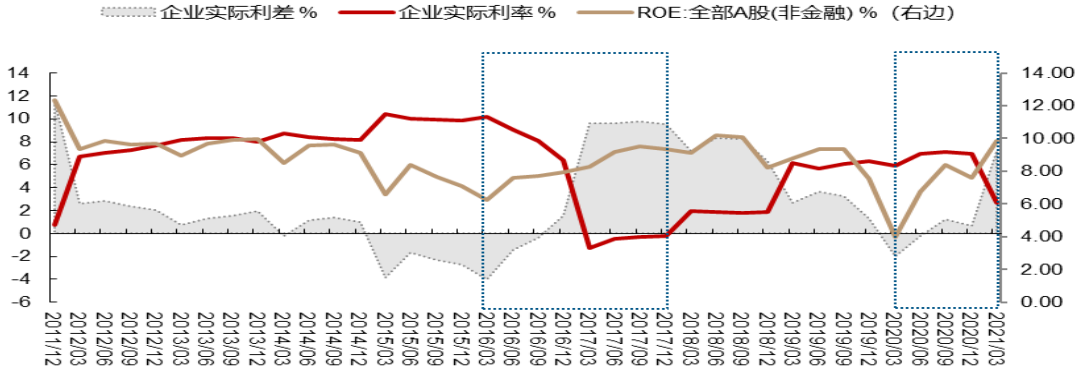
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

企业既扩张生产，又扩大投资，制造业“火力全开”

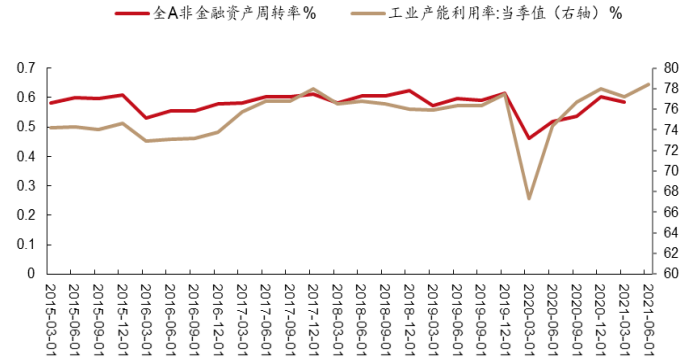
净利率、资产周转率“双升”，回顾过去20有望开启ROE上行通道— —**即企业“赚钱效应”提**升：

- 企业净利率趋于上升，经济上行期PPI与企业净利率正相关性高达0.83；
- 企业扩张生产，产能利用率持续攀升，亦将影响企业资产周转率上行；
- “ROE-实际融资成本”趋于扩张，即企业赚钱效应上升。





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

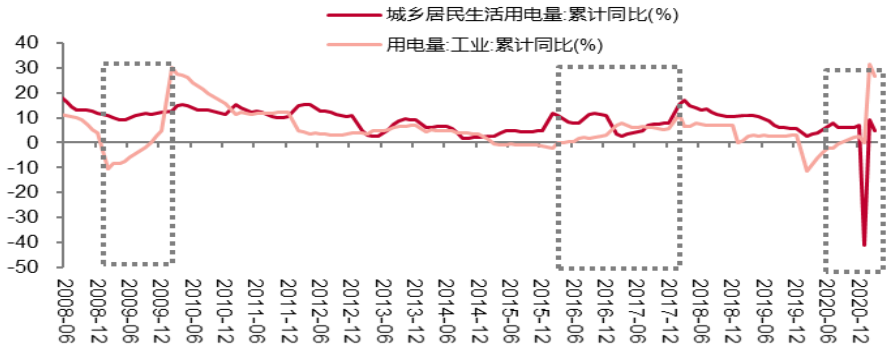


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

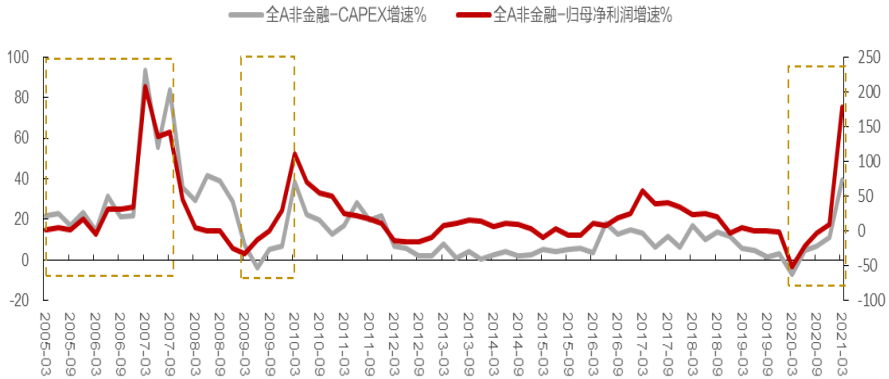
制造业“火力全开”，企业盈利有望持续上修

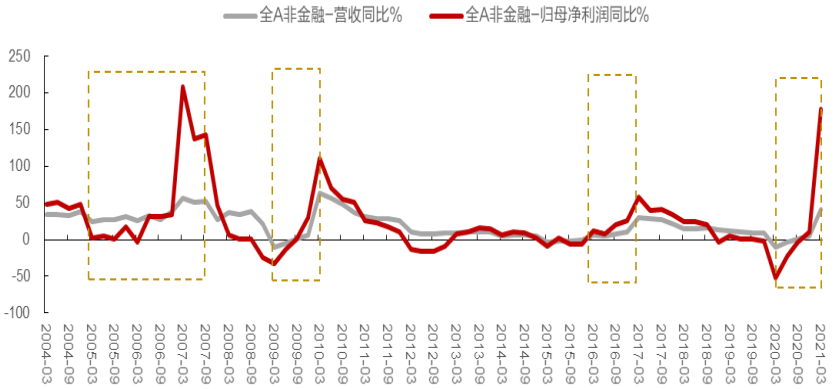
企业“赚钱效应”提升—— ——意味着**企业将积极【扩张投资】**：

- 企业资产周转率、赚钱效应上升，势必扩大CAPEX；
- CAPEX扩张+工业用电需求上升，企业营收势必趋于上行；
- 企业净利率+营收上行，企业将进入“盈利上行周期”。**市场一致预期2021财年全A盈利增长24%/港股盈利增长21%，预计随着制造业全面扩张，企业盈利预期有望持续上调。**



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

附：市场看空经济观点总汇

- 以*社融为逻辑“锚”*，辅助PMI指标，推导经济放慢，观察*社零数据疲弱*：2020Q2社融高点，对应经济滞后月半年时间，即2020Q4国内经济放慢。观察终端消费持续疲弱，*中等收入人群受疫情损害较大*，拖累消费修复进度与弹性。（3家）。
- 以PPI为逻辑“锚”，推导经济类滞胀，观察*地产销售*、*基建*和*出口放慢*：PPI或在三季度见顶，经济领先于PPI放缓。本轮经济并非全面放缓，主要表现在地产销售放慢（中长期居民贷款放慢）、基建下降（债务兑付压力）和出口市占率下降（2家）
- *以回归中枢为逻辑“锚”*，推导经济将回归中长期中枢，观察经济数据线性外推式，几乎全面放缓：典型基数效应逻辑回归。1）*外需对华溢出效应减弱*；2）*内需有缺口，但消费意愿不足*；3）*财政支出下降，基建疲弱；地产压制*。（4家）
- 以有效供给为逻辑“锚”，推导经济增长将受限制，观察基建疲弱、消费难以修复至疫情前水平：劳工摩擦、供应链受阻等因素令供给弹性下降，*有效供给不足*难以提振经济增长；同时，成本高企令*企业偿债能力下降*，需求也受到抑制（1家）。
- 以转型及预防式储蓄为逻辑“锚”，推导经济复苏动力趋弱。新经济占比低，旧经济占比高，*新补不了旧*；*预防式储蓄*抑制消费（1家）。

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

目录

CONTENT

一、换个角度看经济，基本面或呈现底部反转态势

二、牛市必要条件：市场流动性该如何演绎？

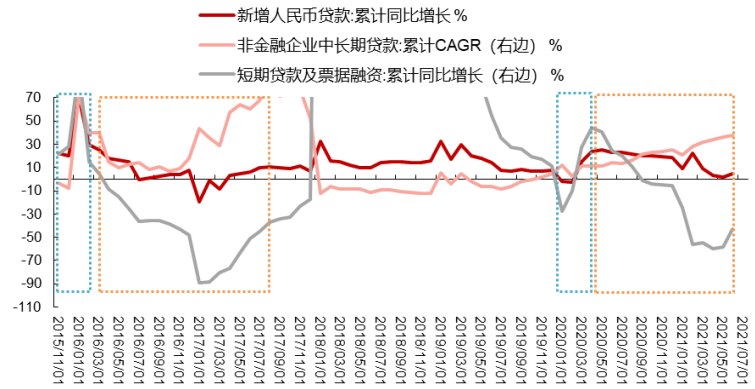
三、供需错配2.0：遇见周期与科技

市场流动性剩余拐点或越发明显：

- “M1-短融”市场流动性框架下，类比“2007年”其中枢或趋于扩张：
- ✓ 1~6月**中长期企业贷款**CAGR38%将成为潜在市场流动性来源，留意其向M1的传导；
- ✓ **全面降准，甚至可能降息— —只为“打通”产业链传导，促进有效供给扩张！**
- ✓ **一旦产业链传导通畅，有效供给回升— —M1有望掉头回升！**
- ✓ 宏观流动性边际收紧空间已十分有限，货币总供给下半年增速有望企稳甚至回升。



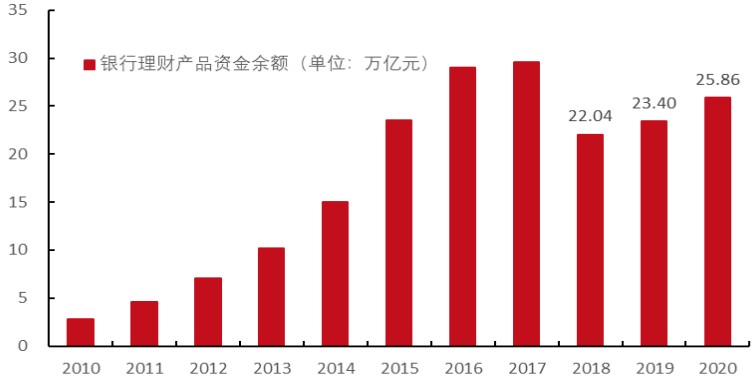
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

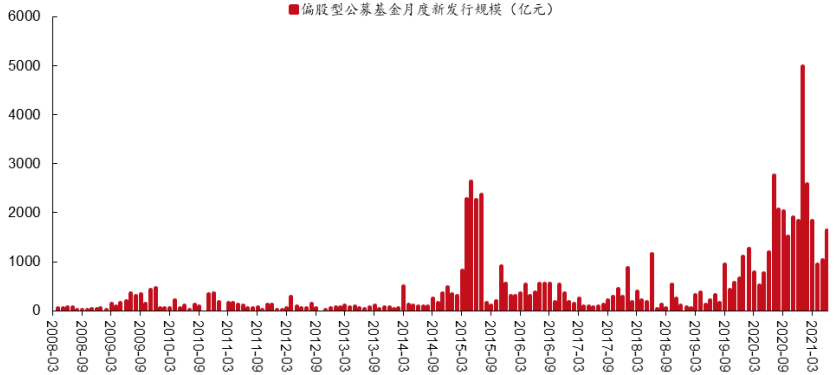


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

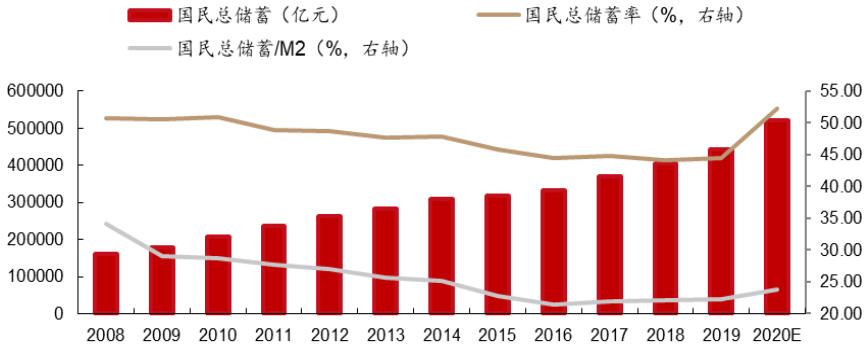
市场流动性储备充裕，后续动力依然强劲：

- 2021Q1偏股型新发基金规模月均约3,792亿，远高于去年月度1,500亿均值水平；目前场内ETF交易已经创年内新高，市场情绪回暖，后续新发基金规模仍有望趋势上升；
- 银行理财产品余额充裕，“理财转基金”储备依然充裕；
- 储蓄率意外提升至52%，或成为今明两年的资金红利，居民储蓄转基金提供较大的“腾落空间”。





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理



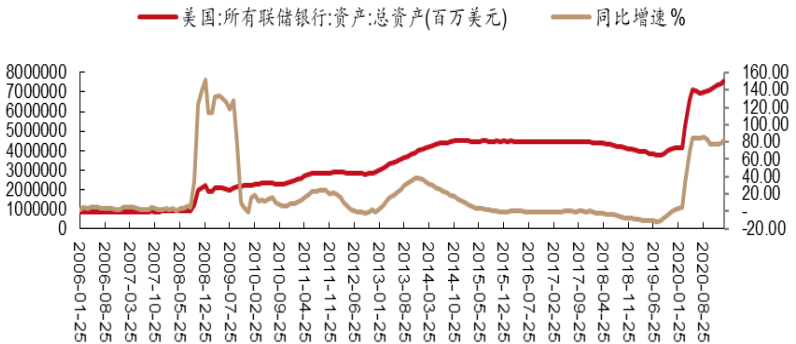
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

海外资金溢出新兴市场的三个条件：

- **超发的货币：**美国新增货币规模5.5万亿，占其GDP比重高达6%以上。美国M1同比增长70%，创历史新高，其远高于M2增速月20%；
- **过剩的需求：一方面**，伴随美国经济持续复苏至疫情前水平，其将面临有效供给的扩张瓶颈；另一方面，伴随补贴企业、居民的资金减少，剔除与有效供给相匹配的需求外，超发货币带来的过剩需求将逐步显现— —**美国通胀压力下，QE溢出新兴市场将是大概率事件**。
- **全球风险偏好回升：**全球主权债CDS显著回落，VIX趋势回落等，或将开启资本逐利的旅程。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理





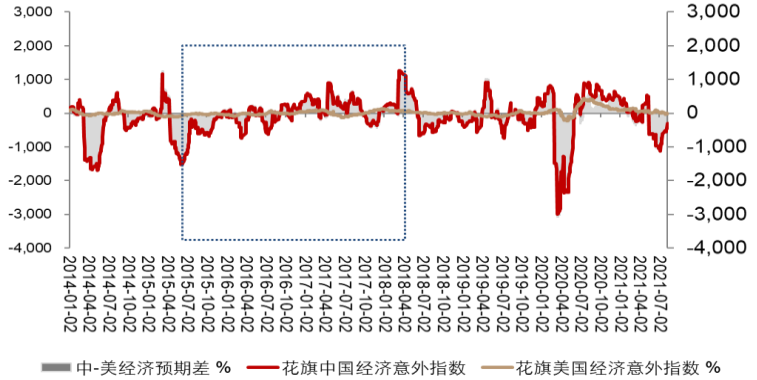
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

人民币中长期或仍将走强，吸引海外溢出资金主动布局中国权益资产：

- 中-美经济预期差：参考2016~2017或中枢抬升；
- 当前中-美10年期国债收益率“不降反升”：后续美债驱动来自加息引导；而中债驱动则是长端自发扩张；
- 购买力平价：美国通胀严峻，不利于美元走强。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

目录

CONTENT

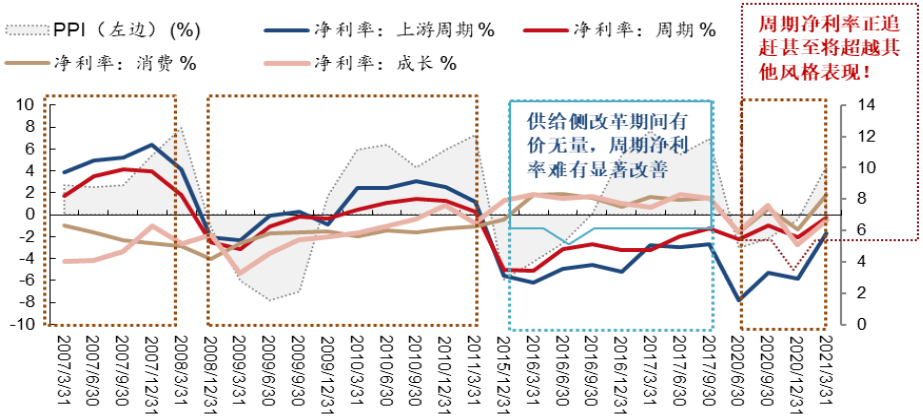
一、换个角度看经济，基本面或呈现底部反转态势

二、牛市必要条件：市场流动性该如何演绎？

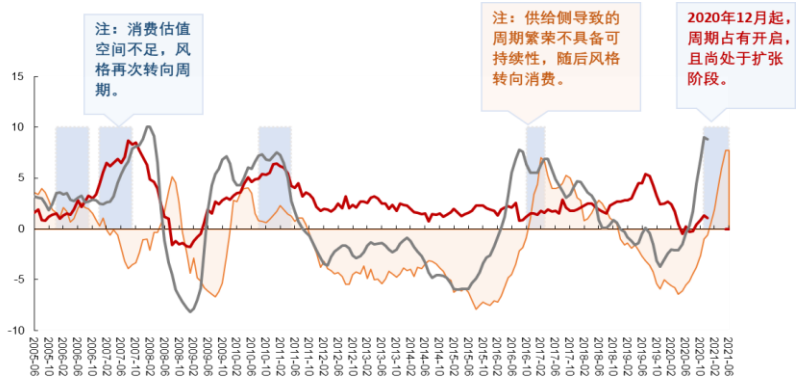
三、供需错配2.0：遇见周期与科技

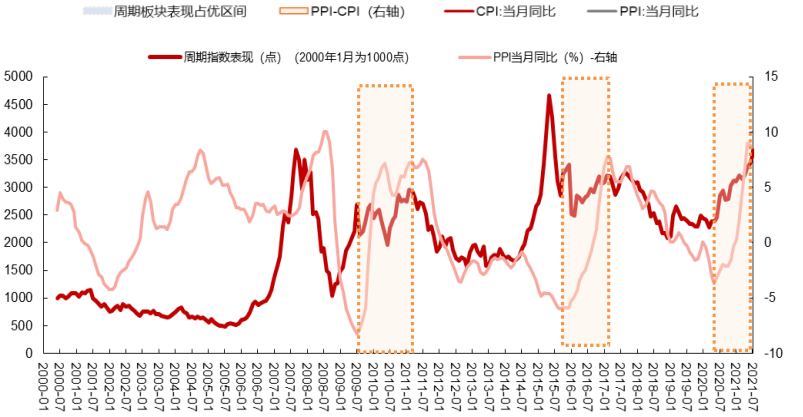
一、为什么仍然可以买周期？赚自上而下景气传导的钱

- 核心逻辑：买周期是赚经济“筑底”反转的钱；
- 过去20年“PPI-CPI”决定市场以周期为主线风格；
- 经济复苏区间，周期盈利具备更高的Beta弹性，主要受益于：1）周期、消费、成长净利率与PPI相关性分别为0.83/0.31/0.07；上游周期高达0.88；2）周期、消费、成长净利率提升弹性分别为2.6/1.1/0.7pct；上游周期高达3.4pct。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

二、为什么仍然可以买周期，是否需要担忧“保供稳价”？

- 我们正处在本轮“超级周期”的第二阶段：**起量才是关键！**

阶段1：2020年货币超发+疫情制约，导致供需严重错配；

阶段2：2021年初至今，受Delta疫情反复、供应链受阻、摩擦失业及“碳中和”等影响，令**供给弹性下降，供需错配的逻辑被延续甚至强化；**

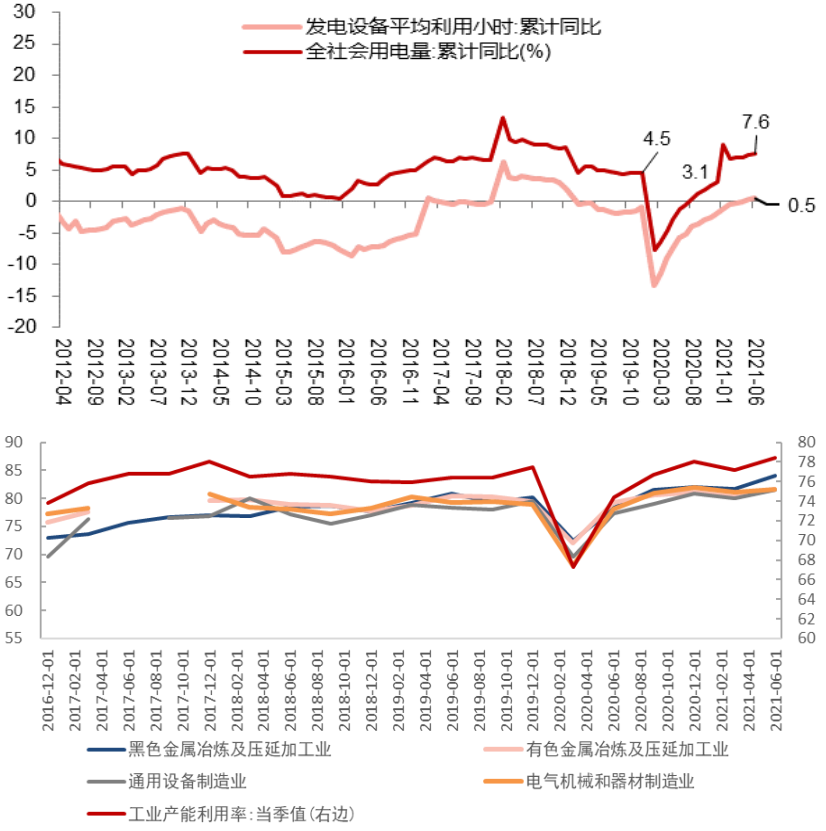
阶段3：2021年底甚至2022年初，伴随全面降准、财政积极、保供稳价及先立后破等政策推行，自上而下产业链传导或逐步通畅，有效供给有望回升，并与需求相匹配，加速经济复苏；

阶段4：2022下半年甚至更远，全球货币超发带来的虚假需求，或导致供给持续扩张最终过剩，经济走向过热。

- 社会用电需求增速远超疫情前水平，且发电设备利用小时数亦首次转正：**制造业需求不差！**

- 产能利用率已升至78.4%，甚至超过2017年最高水平。其中，钢铁、有色、机械、电力设备等制造业产能利用率均创出新高：**供需缺口依然较大！**

—这意味着即便供给端放量，供需紧平衡下价格依然有支撑，甚至拉长时间维度来看，只要需求可持续性，价格中枢将依然向上。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

三、周期哪些行业值得配置？

❖ **基本面：当以净利率为“锚”**

过去10年三轮经济复苏叠加PPI上行，行业净利率弹性与其涨幅呈现较强正相关性，系数高达0.7；

筛选2020年~至今周期中具备【正净利率弹性】的行业。

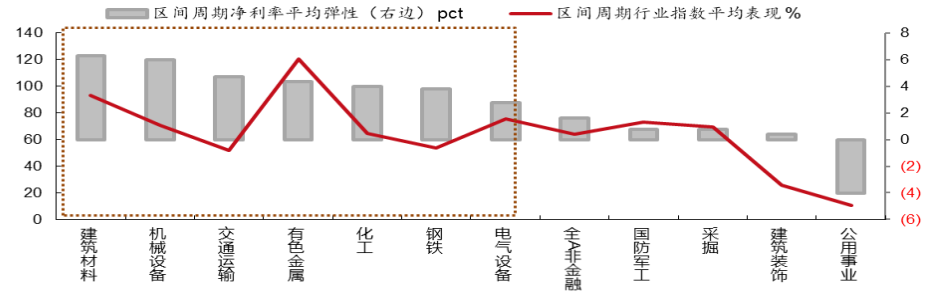
❖ **估值：重视合理ROE水平下较高的性价比**

筛除ROE<周期整体水平的公用事业和建筑装饰，进一步选出性价比较高行。

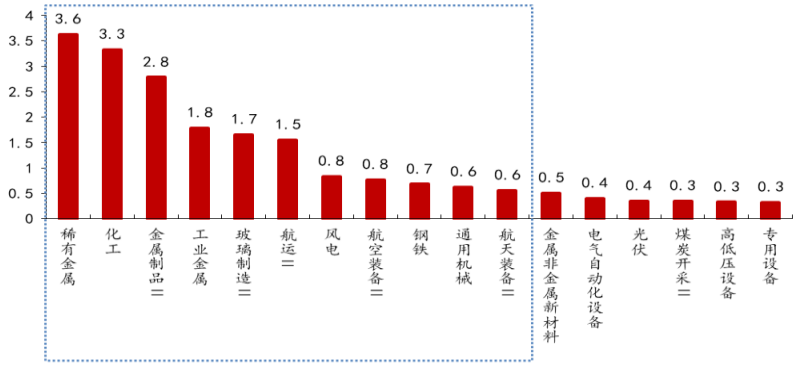
❖ **配置建议_细化至申万II级行业**

重点配置及排序：1、有色（稀有金属>工业金属>新材料）；2、航运；3、玻璃、4、钢铁；5、机械（金属制品>通用设备>专用设备）；6、电气设备（风电>光伏/电气自动化>高低压设备）；7、军工（航空装备>航天装备）>煤炭/化工。

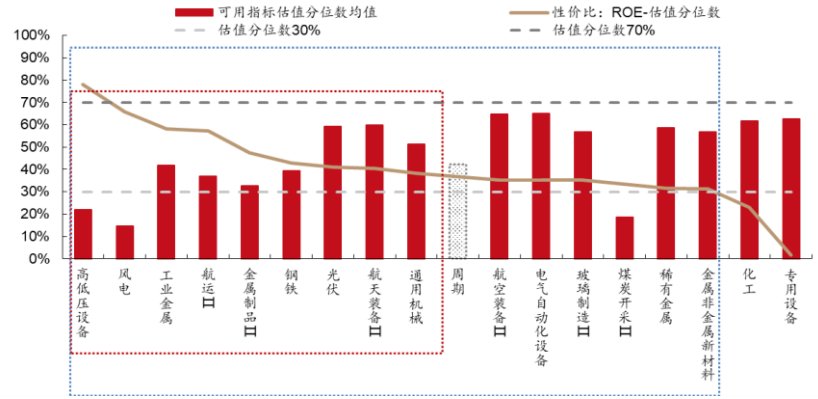
过去10年经济扩张+PPI由负转正且趋于扩张期间



2020Q2-2021Q1净利率变动幅度(%)-公式法



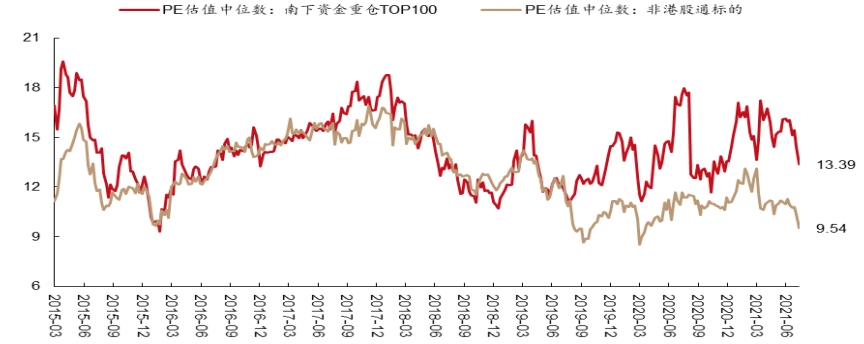
筛选2021预测ROE接近周期风格整体水平：周期各行业估值性价比&估值分位数一览



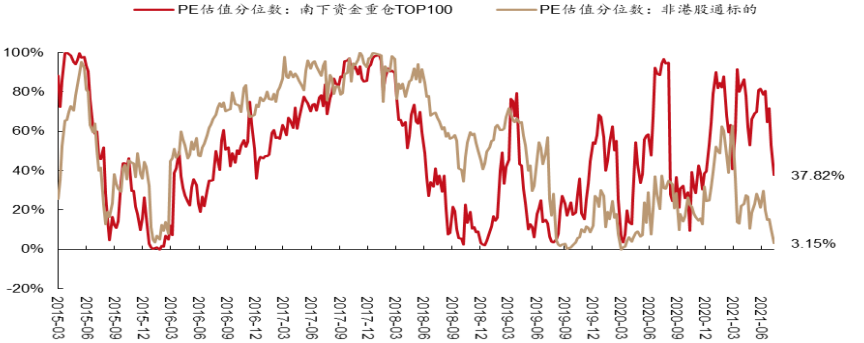
资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

A、H市场非抱团股估值已进入“超卖”区间









资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

寻找增量逻辑背后隐含的新驱动：性价比+盈利超预期+高净利率弹性组合（I）

（一）高低估值切换进行时

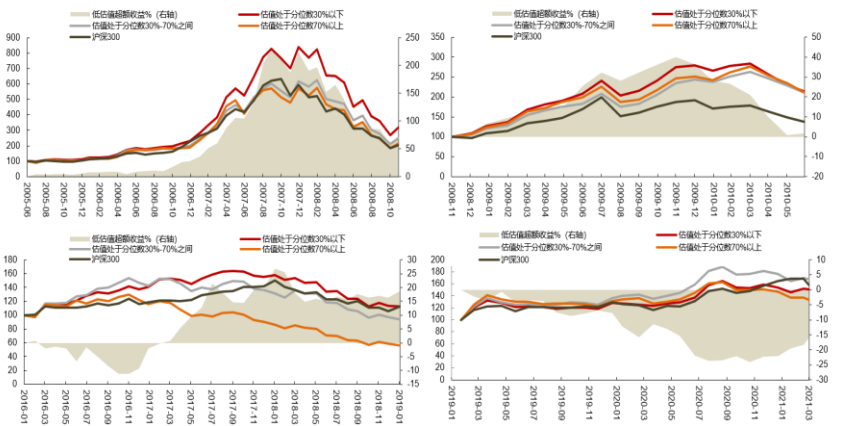
- 07年、09年、17年经济扩张拉动的“增量逻辑”下，“低估值”往往逐步收敛并最终跑赢“高估值”。
- 2020年“存量逻辑”下高估值“抱团”占优；2021年伴随国内经济进入扩张阶段，低估值累计表现已逐步向高估值收敛。**我们预计伴随着经济持续扩张，风格切换或将加快节奏，低估值有望最终跑赢高估值表现。**

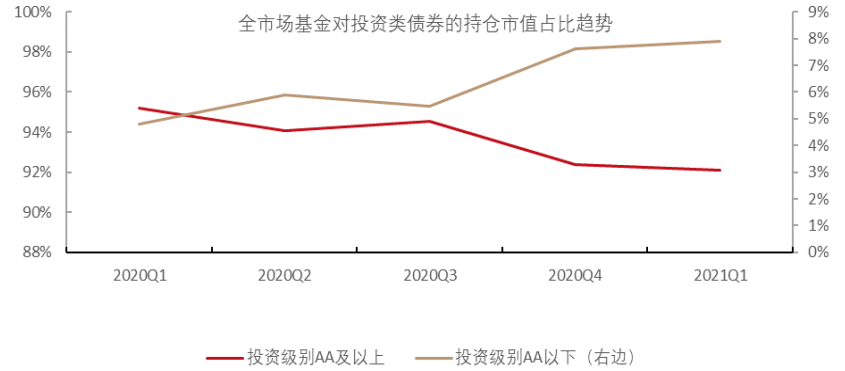
（二）高低估值切换对横向风格判断的启示

- Bottom30%：低估值公司主要分布在哪些风格：周期>成长>消费>金融
- Bottom30%：低估值公司哪些风格上涨势头明显：周期>消费>成长>金融

（三）信用下沉或是大势所趋

- **中证500年初至今涨幅10.8%“远跑赢”沪深300约-5.2%表现水平；**
- **全市场基金持有“2A以下”低评级债券比重呈现趋势上升。**





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

寻找中小盘“戴维斯双击”机会：盈利预期差及提速趋势+性价比+高净利率弹性组合（II）

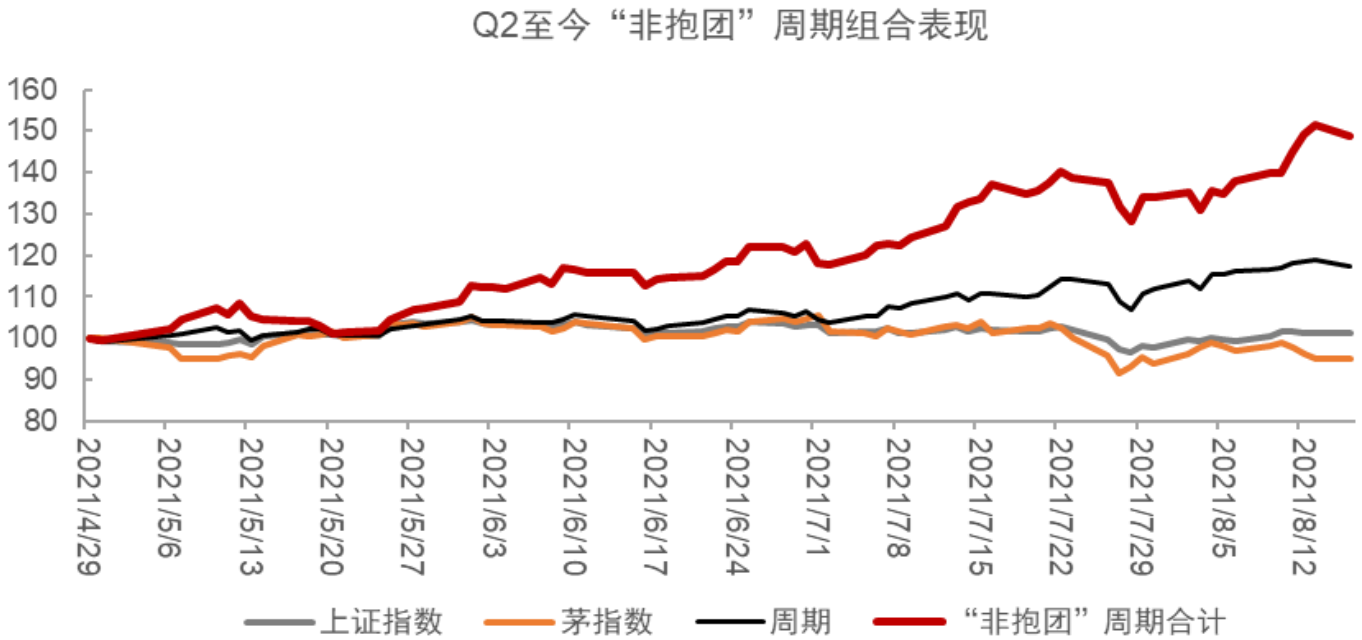
- **采用样本：**中证800&1000、次新及双创中的周期成分，目的：筛选“1000亿市值以下”的中小盘机会。
- **构建逻辑：一）预期差：**1）市场预期差；2）企业预期差；3）具备提速趋势；**二）性价比：**1）ROE横向TOP30%；2）适用估值横向<70%分位数；3）适用估值纵向历史<60%分位数；**三）PPI上行区间保持净利率弹性的概率。**
- **投资逻辑：预期差决定：估值修正的驱动力；性价比决定：高质量的估值扩张空间；持续的净利率弹性决定：基本面改善的可持续性。**
- **适用性：挖掘那些基本面弹性较高，但估值总体偏贵的周期行业的中小盘机会，比如：化工。**

公司名称	所属一级行业	所属二级行业	代码	市值_亿元	日均成交额_亿元	第1阶段净利率弹性(pct)	第1阶段净利率变动情况	第2阶段净利率弹性(pct)	第2阶段净利率变动情况	第3阶段净利率弹性(pct)	第3阶段净利率变动情况	第4阶段净利率弹性(pct)	第4阶段净利率变动情况	净利率保持弹性次数	具备盈利预期差及提速趋势	高性价比：TOP30%ROE&低估值
齐翔腾达	化工	化学制品	002408.SZ	248.10	3.40	-		9.57		5.26		5.99		4.00	2.00	0.96
滨化股份	化工	化学原料	601678.SH	164.02	2.46	-		9.92		10.61		16.05		4.00	2.00	0.89
氯碱化工	化工	化学原料	600618.SH	114.60	0.64	1.85		6.51		10.76		15.95		4.00	2.00	0.84
中材科技	化工	化学制品	002080.SZ	469.20	5.55	(6.90)		10.67		5.14		14.99		3.00	2.00	0.75
神马股份	化工	化学纤维	600810.SH	107.30	1.79	(0.99)		1.86		1.66		9.24		3.00	2.00	0.61
广信股份	化工	化学制品	603599.SH	145.62	2.25	-		6.46		5.88		20.73		4.00	4.00	0.67
海特高新	国防军工	航空装备II	002023.SZ	112.23	3.26	5.85		13.35		(14.26)		13.47		3.00	4.00	0.95
泰和新材	化工	化学纤维	002254.SZ	141.19	1.67	(1.67)		17.67		3.82		17.49		3.00	4.00	0.71
鲁西化工	化工	化学制品	000830.SZ	377.63	7.58	2.95		(2.30)		9.02		16.37		3.00	4.00	0.69
兴发集团	化工	化学制品	600141.SH	299.42	4.97	5.12		(8.72)		3.02		9.14		3.00	4.00	0.58

注释：1、净利率保持弹性次数，过去20年PPI上行期共计四轮，选择公司的保持净利率弹性次数至少3次；
2、盈利预期差，包括超市场一致预期和超企业预测；“2”表示“超预期”，即超市场预期或企业预测；“4”表示“远超预期”，即超企业预测上限或同时满足超市场预期及企业预测均值。

寻找中小盘“戴维斯双击”机会：盈利预期差及提速趋势+性价比+高净利率弹性组合（III）

- **“非抱团”周期组合共计21支，获得超额回报：**2021.4.30~至今，涨幅高达约50%，远胜于周期18%、上证指数1.2%及茅指数-4.8%表现水平。



何时是周期卖点?

（一）周期或全A非金融基本面趋于走弱的步骤如下：

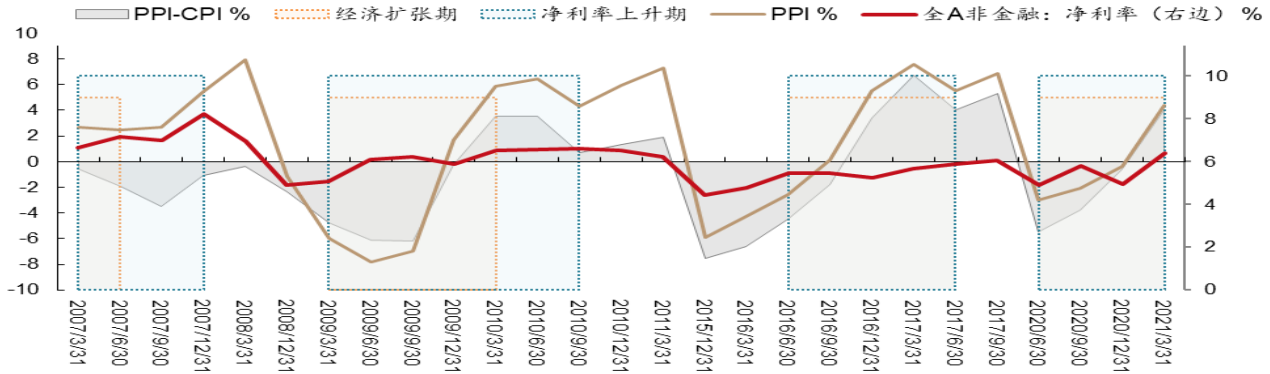
- Step1（减仓信号）：经济扩张终止，需求乏力，即增量驱动结束；但企业净利率或仍在提升；
- Step2（轻仓信号）：此后1~2个季度，PPI加速度放慢或企业净利率提升速度放缓，企业净利率“见顶”信号；
- Step3（清仓信号）：PPI拐点显现，意味着对于周期行业基本面贡献的“量”与“价”驱动均已结束，企业净利率将大概率回落。

（二）周期或全A非金融估值趋于走弱的关键指标：

- Step1（减仓信号）：上述条件不变情况，只要CPI呈现加速上涨态势，意味着有效供给下降，成本型驱动通胀或已开启；
- Step2（清仓信号）：上述条件不变情况，只要CPI绝对增速在4%以上，意味着货币政策目标将由“经济转向通胀”，流动性或全面收紧。

——**反之，只要国内经济扩张动力犹在、PPI上涨动力依然较强、企业净利率提升尚未见顶，且CPI仍处于温和通道，周期仍是市场主线风格！**

注释：周期净利润占全A非金融比重约55%，且净利率对于PPI的敏感度更高，因此，能较大程度影响全A非金融的总体盈利表现。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

抱团科技的逻辑与潜在风险

（一）拥抱戴维斯双击

- **需求端的长赛道：**低碳、半导体、新能源等科技产业具备政策引导下的长期增长逻辑；
- **供需错配2.0下，凸显盈利弹性：**稀有金属、半导体、电气设备等本身具备周期属性，享受PPI上行区间盈利弹性；
- **流动性剩余拐点显现：**意味着估值扩张逻辑更加顺畅；

（二）抱团科技高估值背后的逻辑：“永续增长(g)”与“透支久期（D）”

- 经济“修复”期，存量逻辑寻找“确定性”龙头品种，抱团推升估值；
- 龙头高出行业估值水平的部分，往往对应若干年后盈利透支增量的折现。

（三）“抱团拥挤”背后的潜在风险：

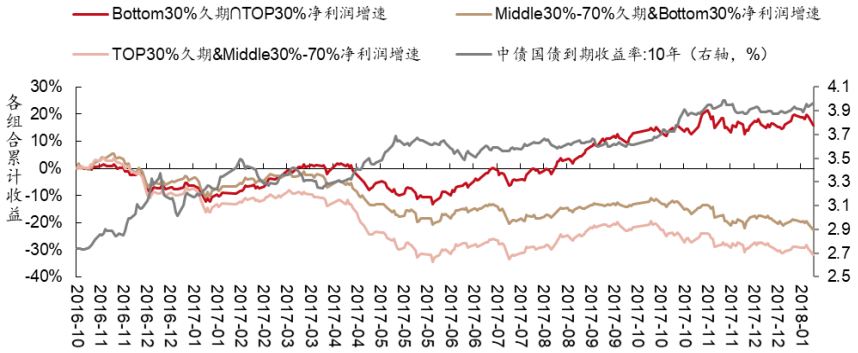
- 利率（r）中枢抬升趋势对低“增长预期”及“透支久期”较长的公司产生冲击。

寻找科技抱团中的确定性与可持续性机会

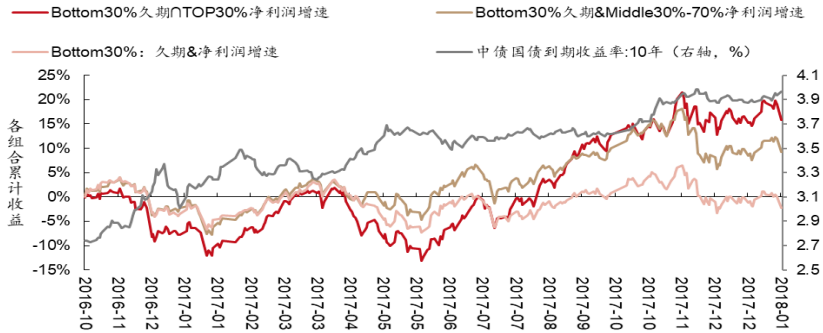
（一）回测：2016~2017年利率上行期科技股的表现出现明显分化

- 久期决定涨跌；
- 盈利复合增长率决定涨幅。

图：2016~2017十年期国债收益率抬升，各久期组合表现明显分化

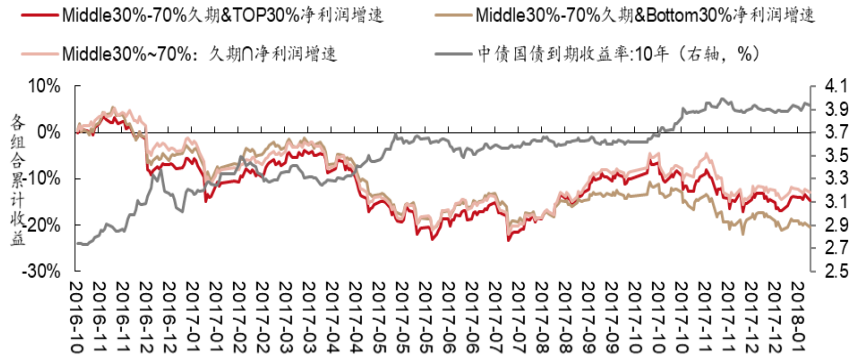


图：Bottom30%久期下各CAGR_3yr组合表现16%/9%/-2%

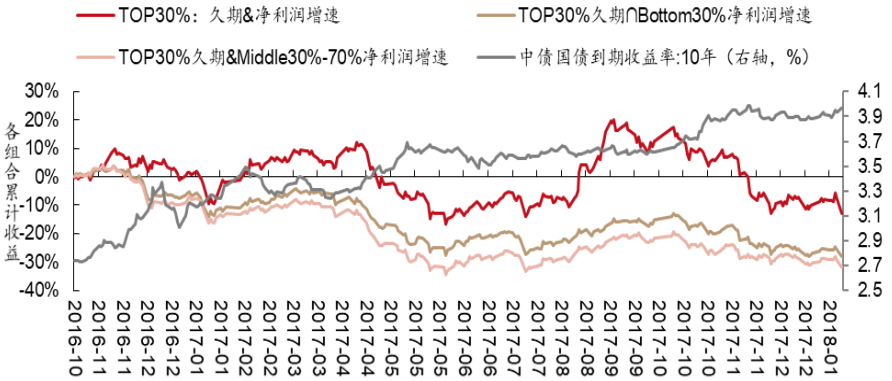


资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

图： Middle30%久期组合受利率上行影响普遍下跌，最多调整-20%



图：Top30%久期组合受利率上行影响普遍下跌，最多调整-30%



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

配置建议	所属组合	简称	代码	行业	久期（年）	净利润3年复合增速
首选	Bottom30%久期∩TOP30%净利润增速	凯撒文化	002425.SZ	传媒	0.00	101.95%
		盛天网络	300494.SZ	传媒	0.00	76.91%
		浙文互联	600986.SH	传媒	0.55	74.28%
		学大教育	000526.SZ	传媒	0.00	65.37%
		国联股份	603613.SH	传媒	0.64	64.27%
		紫天科技	300280.SZ	传媒	0.00	60.19%
		恺英网络	002517.SZ	传媒	0.00	57.32%
		天下秀	600556.SH	传媒	0.55	53.50%
		焦点科技	002315.SZ	传媒	0.00	51.93%
		顺网科技	300113.SZ	传媒	0.00	51.01%
		引力传媒	603598.SH	传媒	0.00	47.61%
		天神娱乐	002354.SZ	传媒	0.00	45.98%
		木林森	002745.SZ	电子	0.89	91.22%
		洲明科技	300232.SZ	电子	0.92	86.24%
		京东方A	000725.SZ	电子	0.00	75.58%
		鸿合科技	002955.SZ	电子	0.14	70.74%
		智动力	300686.SZ	电子	0.00	67.32%
		康强电子	002119.SZ	电子	0.20	65.14%
		宇瞳光学	300790.SZ	电子	0.87	60.02%
		通富微电	002156.SZ	电子	0.47	55.26%
		帝科股份	300842.SZ	电子	0.42	53.90%
		广东骏亚	603386.SH	电子	0.00	53.23%
		联得装备	300545.SZ	电子	0.82	52.99%
		TCL科技	000100.SZ	电子	0.00	51.03%
		华正新材	603186.SH	电子	0.51	49.65%
		凯盛科技	600552.SH	电子	0.78	49.32%
		蓝特光学	688127.SH	电子	0.44	48.77%
		同兴达	002845.SZ	电子	0.00	48.66%
		中京电子	002579.SZ	电子	0.11	48.54%
		长盈精密	300115.SZ	电子	0.00	47.09%
		激智科技	300566.SZ	电子	0.22	47.06%
		福立旺	688678.SH	电子	0.00	46.95%
		联创光电	600363.SH	电子	0.80	46.88%
		运达股份	300772.SZ	风电设备	0.81	48.43%
		京运通	601908.SH	光伏设备	0.58	79.59%
		赛伍技术	603212.SH	光伏设备	0.83	53.54%
		三角防务	300775.SZ	国防军工	0.87	59.00%
		爱乐达	300696.SZ	国防军工	0.29	49.70%
		宝兰德	688058.SH	计算机	0.28	63.53%
		东方通	300379.SZ	计算机	0.63	57.09%
		格尔软件	603232.SH	计算机	0.39	55.42%
		华宇软件	300271.SZ	计算机	0.00	54.45%
		天阳科技	300872.SZ	计算机	0.19	49.59%
		龙软科技	688078.SH	计算机	0.51	49.13%
		天融信	002212.SZ	计算机	0.14	48.87%
		网达软件	603189.SH	计算机	0.26	47.59%
		德生科技	002908.SZ	通信	0.06	60.92%
		中矿资源	002738.SZ	稀有金属	0.20	65.50%
		西部矿业	601168.SH	新能源汽车	0.39	55.47%
		国光电器	002045.SZ	新能源汽车	0.00	54.71%
		乐心医疗	300562.SZ	医药生物	0.00	76.77%
		金迪克	688670.SH	医药生物	0.06	69.02%
		福瑞股份	300049.SZ	医药生物	0.59	60.09%
		司太立	603520.SH	医药生物	0.42	50.64%
		同和药业	300636.SZ	医药生物	0.04	50.12%
		浩欧博	688656.SH	医药生物	0.89	49.08%
		天臣医疗	688013.SH	医药生物	0.77	48.38%
		透景生命	300642.SZ	医药生物	0.00	47.33%
		南新制药	688189.SH	医药生物	0.13	47.07%
		康华生物	300841.SZ	医药生物	0.00	45.66%

筛选有望穿越“利率上行周期”科技细分赛道

❖ 主要分布在：除了电子、军工和稀有金属，我们还可以关注传媒和计算机—— ——价值凸显，重点关注！

成长行业	平均净利润CAGR	平均透支久期（年）	低久期∩中高3yr_CAGR的公司占比	Bottom30%久期∩TOP30%净利润增速	Bottom30%久期&Middle30%-70%净利润增速	Bottom30%：久期&净利润增速	Middle30%-70%久期&TOP30%净利润增速	Middle30%~70%：久期∩净利润增速	Middle30%-70%久期&Bottom30%净利润增速	TOP30%：久期&净利润增速	TOP30%久期&Middle30%-70%净利润增速	TOP30%久期∩Bottom30%净利润增速
传媒	34.17%	0.24	47%	12	15	26	3	0	0	1	1	0
计算机	35.08%	0.80	43%	8	42	33	8	9	1	4	8	3
电子	52.46%	0.99	43%	21	49	25	33	12	3	12	5	3
国防军工	36.71%	0.92	40%	2	18	10	4	5	3	3	1	4
稀有金属	76.45%	1.79	36%	1	3	0	4	0	0	2	1	0
通信	43.61%	0.92	34%	1	10	7	6	5	0	1	2	0
风电设备	38.58%	0.55	25%	1	1	4	1	1	0	0	0	0
医药生物	35.86%	1.15	24%	10	30	62	14	13	5	12	21	3
新能源汽车	54.70%	2.12	16%	2	6	7	9	2	2	15	5	3
光伏设备	48.45%	2.15	14%	2	1	0	5	5	0	5	2	1
储能设备	61.13%	1.96	0%	0	0	1	3	1	1	2	0	0

资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

哪些消费行业值得关注？

（一）成本总体或依然偏高，当寻找具备高议价权，通过转嫁成本提升净利率的消费行业

1、基本面，盈利具备较高弹性：

- PPI上行背景下，除周期外，净利率依然保持环比改善的公司**主要集中在“消费风格”**；
- 2021年消费细分行业净利率弹性排名，优选5类：景点/旅游综合/专业零售/饮料制造/酒店 > 种植业/一般零售/食品加工/造纸/汽车整车。

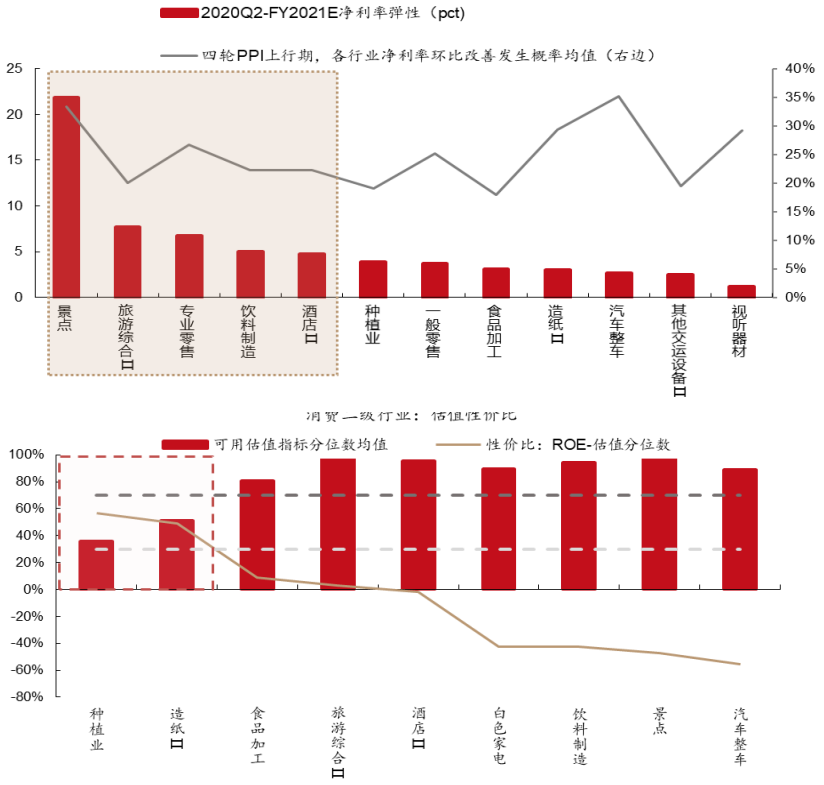
2、估值合理，性价比较高：

- Step1：筛除2021年预期ROE远低于消费风格整体水平的，商业贸易；
- Step2：筛选估值较为合理且性价比较高排序为：种植业/造纸>食品加工/旅游综合/酒店>白电/饮料制造/景点/汽车整车；
- **Step3:结合盈利弹性核心驱动筛选结论，首选，种植业/造纸；次选，旅游综合/酒店。**
- **另外，**饮料制造/景点静待估值调整及性价比回升。

（二）成本压力下，“内卷”导致集中度提升的消费龙头受益

过去四轮PPI上行期间，CR3集中度上升敏感度较高、空间较大，且下半年行业景气有望回升的消费行业：**整车，尤其是新能源汽车。**

——静待消费能力恢复至疫情前水平、CPI温和回暖及M1掉头回升，方对消费形成可持续性驱动力。



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

金融与周期关系几何，又如何传导?

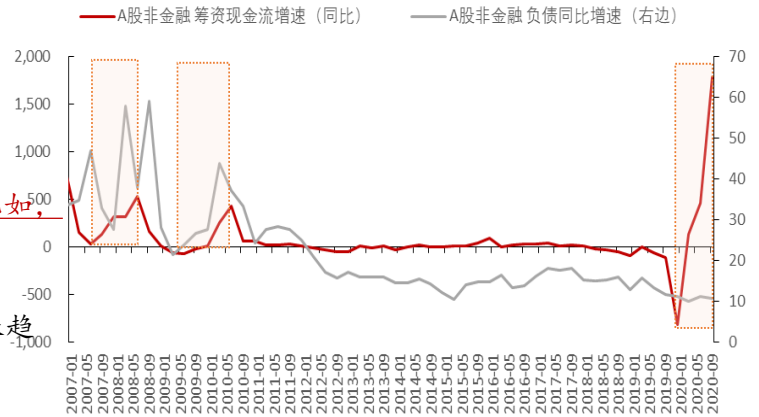
（一）07年&09年牛市风格何以偏向“金融”？

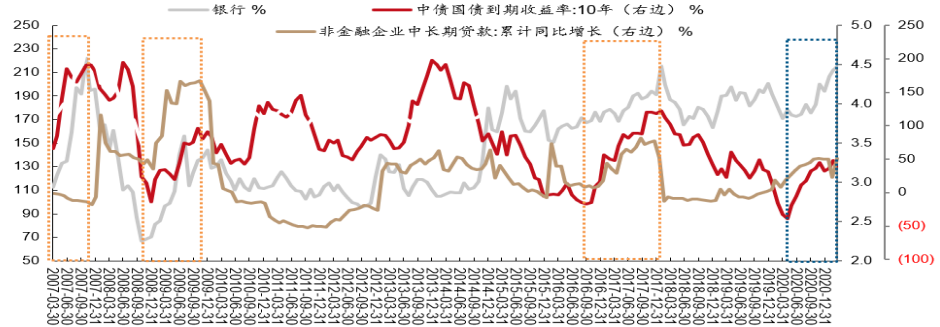
- 国内经济受需求拉动，顺周期企业扩张意愿强，甚至主动提升杠杆水平；
- 期间，金融与周期板块净利润增速同步上行，弹性均较为明显。
- 券商或受益于交易量及代销业务等回升，有望率先承接普涨行情，迎来升浪，比如，重点看好东方财富。

（二）以史为鉴，中长期贷款与长端利率上行或将提升银行盈利弹性

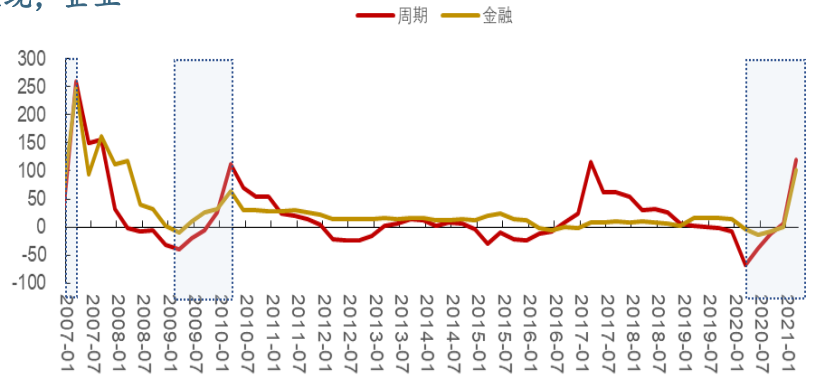
- 企业中长期贷款增速中枢趋势上行，意味企业扩张意愿较强；倘若经济维持扩张趋势，待企业净利润增速修复之后将有望再次主动提升杠杆水平；
- 国债利率中枢趋势上移，反映顺周期企业资金需求旺盛。

——银行让利还是比较明显，目前尚处于“播种孕育期”，静待降息效应显现，企业扩张需求加快带来长端利率自发向上。





资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理



资料来源：WIND，太平洋证券研究院整理

THANKS

感谢聆听

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总监	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。