东兴证券 DONGXING SECURITIES

决胜中报：调结构重于降仓位

2021 年 7 月 4 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	林莎	电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480521050001
研究助理	高天然	电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

风格向中小市值转向，业绩是主要驱动。4 月中旬以来以中证 500、中证 1000 为代表的中小市值公司涨幅明显，分别上涨 7.01%、10.69%，而以上证 50 为代表的大市值公司仅上涨 3.02%。上周五市场出现较大调整，结构特征也一致：上证 50 跌幅高于中证 500、中证 1000。统计发现：4 月中旬以来涨幅在所有 A 股前 20%的个股业绩明显优于 A 股整体，前者的 2021 年 Q1、H1 业绩增速分别为 35.57%、56.82%，高于全部 A 股的 16.26%、35.26%[1]。涨幅前 20%个股市值中位数仅为 30.12 亿元，市值 100 亿以上个股占比仅约 15%。当下是半年报业绩窗口期，我们从业绩预告出发寻找高景气度能得以持续的细分行业。

中报前瞻：亮点在两极—上游资源和下游军工电子及医药等。截止 2021 年 7 月 2 日 A 股已有 334 家公司公布业绩预告利润，披露率约 7.65%。A 股整体业绩增速为 35.26%，增速处于前 1/3 的行业包括：有色、建材、电子、化工、医药、汽车、钢铁、传媒、军工，这些行业业绩增速超过 40%。**关注否极泰来的中小市值公司。**去年疫情对中小市值公司盈利冲击更大，龙头公司尚能维持正增长，市值区间处于 30%以后的个股则普遍陷入亏损，增速中位数为-9.8%。2021H1 中小市值公司恢复弹性更快，即便剔除基数效应测算过去两年的复合增速，中小市值企业的增速依然不逊色于大市值公司。

从行业高频数据及上市公司公告两层面验证，下游行业并不如此前市场预期的那么差。334 家已经披露公告的上市公司来看，资源品的业绩增长主要来自于价格提升，而下游的军工、机械、家电、电子则由于订单增加而业绩高增。上游的高景气此前因涨价效应下已被市场预期，而下游行业此前市场认为价格传导效应并不顺畅或受到较大冲击。从实际情况来看，成本端压力对下游利润的侵蚀相对有限。**更多行业相关数据也在印证行业景气度在 H2 能维持：**家电行业 618 线上数据显示涨价趋势明显、半导体设备出货持续上行但产能扩张存在时滞，新订产能释放或需要延至 2022 年。“碳中和”驱动新能源汽车、光伏，光伏成本即将大范围低于火电成本。2020 年 Q3 开始制造业资本支出上行，历史上制造业资本支出上行往往伴随专用机械、通用设备盈利。军工领域中的全军装备采购中标量持续高增，多家公司开启产能扩张。

行情行至中盘，震荡带来调结构的时间窗口，三季度积极布局成长，四季度退守低估值防御。三季度处于“内外需共振、基本面良好+流动性稳定“的较优环境组合，成长板块配置价值更高。四季度“经济复苏放缓+海外流动性压力较大”，行业组合偏向防御。**积极利用中报窗口期进行切换，中小市值和下游行业此前市场预期极度悲观，中报业绩验证其高景气度。综合考虑这些行业的 PEG 水平（处于所有细分行业后 50%）+当下业绩高景气，推荐重点关注电子、新能源（新能源汽车、光伏）、机械（专用机械、通用设备）、化工和军工。**四季度行业偏向防御，建议关注低估值、业绩增速虽不高但胜在稳定性强的行业，包括金融、地产、建筑和公用事业。

风险提示：公司业绩不及预期，数据统计存在偏差，宏观经济不及预期，市场波动超出预期

[1] 统计 2021 年相对 2019 年的年化增速，若无特别说明，其他处同

目 录

1. 2021 年中报哪些行业业绩亮眼：资源品、军工、电子、医药等 3
2. 下游行业受益于提价或需求拉动，成本端压力对利润侵蚀可能有限 5
3. 电子、电新、机械、军工等高景气下半年仍有望延续 7
4. 三季度积极布局成长，四季度退守低估值防御 9
5. 风险提示 10

插图目录

图 1：4 月中旬以来中小市值个股涨幅超过大市值 3
图 2：2021 年上半年，有色、钢铁、化工等上游资源品业绩表现优异 4
图 3：提及“价格提升”关键词个股占行业总披露个股数之比 5
图 4：提及“订单增加”关键词个股占行业总披露个股数之比 5
图 5：2020 年以来全军装备采购招标明显提速 7
图 6：2020 年末以来半导体设备出货额持续提升 7
图 7：2021 年上半年光伏装机保持高增长 8
图 8：光伏发电成本已接近化石燃料发电成本 8
图 9：2020 年 Q3 以来，制造业重回上行区间 8
图 10：制造业资本支出上行专用机械、通用设备往往业绩爆发 8

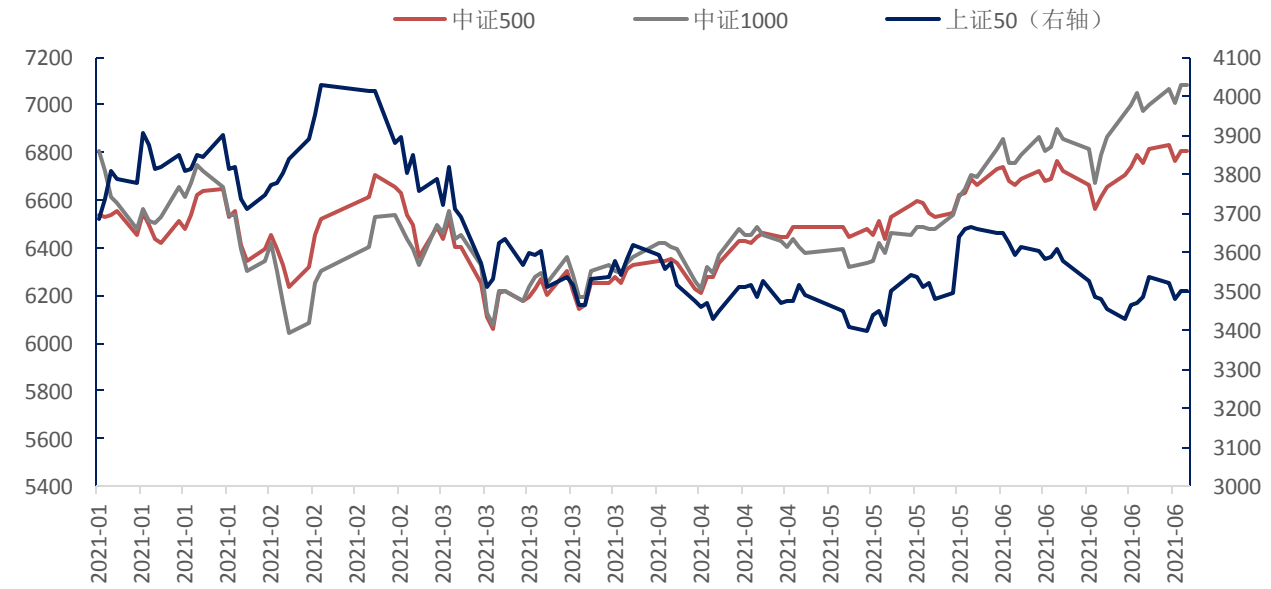
表格目录

表 1：市值区间在 30%-50%和 70%-90%中小市值公司 2021 年复苏加速 4
表 2：家电、电子行业公司普遍需求旺盛、订单充足 6
表 3：通用设备、专用机械等估值仍相对较低 9

1. 2021 年中报哪些行业业绩亮眼：资源品、军工、电子、医药等

绩优中小市值个股领涨，市场交易热点或转向中报业绩。4 月中旬以来股票市场分化显著，以中证 500、中证 1000 为代表的中小市值企业涨幅明显，分别上涨 7.01%、10.69%，而以上证 50 为代表的大市值企业则表现相对弱势，仅上涨 3.02%。4 月中旬以来涨幅居于 A 股前 20%的个股业绩显著优于 A 股整体，前 20%个股 2021 年 Q1、H1 业绩增速中位数分别为 35.57%、56.82%，远高于全部 A 股的 16.26%、35.26%。涨幅前 20%个股市值中位数仅为 30.12 亿元，市值 100 亿以上个股占比仅约 15%。当下是半年报业绩窗口期，我们从业绩预告出发寻找高景气度能得以持续的细分行业。

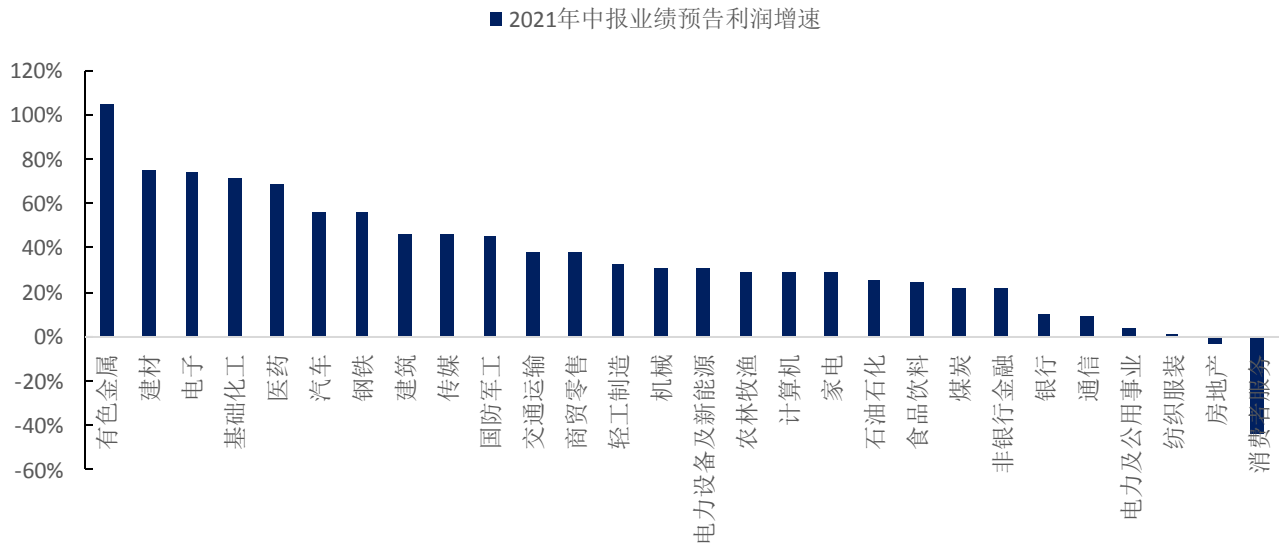
图 1：4 月中旬以来中小市值个股涨幅超过大市值



数据来源：wind、东兴证券研究所

资源品、军工、电子、医药等 2021 年中报业绩表现亮眼。截止 2021 年 7 月 2 日 A 股已有 334 家公司公布业绩预告利润，披露率约 7.65%。A 股整体业绩增速为 35.26%，增速处于前 1/3 的行业包括：有色、建材、电子、化工、医药、汽车、钢铁、传媒、军工，这些行业业绩增速超过 40%。

图 2：2021 年上半年，有色、钢铁、化工等上游资源品业绩表现优异



数据来源：wind、东兴证券研究所

注释：1. 以已披露业绩预告公司可比样本计算，取 2019-2021 年两年几何平均值；

2.建筑、交通运输、商贸零售、农林牧渔行业披露个股不足 5 只，样本偏差可能性太大，筛选绩优行业时暂不考虑

2021 年上半年以来中小市值公司复苏加速。2020 年疫情中，中小市值公司盈利受到冲击更大，市值居于前 30%的个股 2020 年上半年业绩增速中位数仍为正，但市值区间处于 30%以后的个股则普遍陷入亏损，业绩中位数仅为-9.8%。2021 年以来，中小市值公司业绩复苏普遍加速，即便剔除基数效应测算过去两年的复合增速，中小市值企业的增速依然不逊色于大市值公司。

表 1：市值区间在 30%-50%和 70%-90%中小市值公司 2021 年复苏加速

	2020-2021 年中报业绩增速	2019-2021 中报年化业绩增速	2019-2020 中报业绩增速
市值前 10%业绩增速	98.5%	47.1%	6.9%
市值 10%-30%业绩增速	98.1%	33.0%	2.5%
市值 30%-50%业绩增速	114.9%	27.0%	-4.2%
市值 50%-70%业绩增速	75.0%	29.1%	-10.4%
市值 70%-90%业绩增速	101.0%	38.8%	-9.2%
市值后 10%增速	27.4%	-0.4%	-15.8%

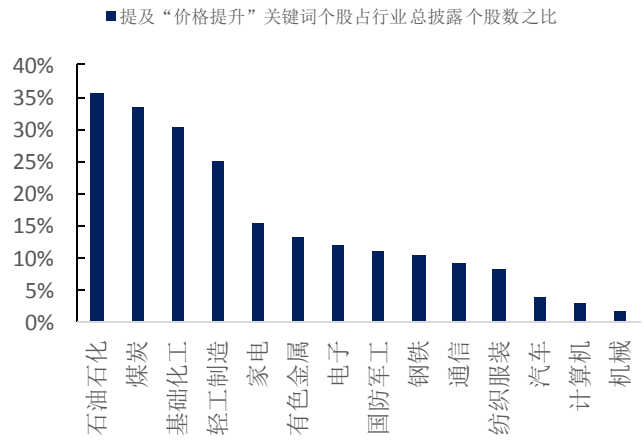
数据来源：wind、东兴证券研究所

注释：涉及 2021 年数据的中报业绩增速均以披露样本中位数计算

2. 下游行业受益于提价或需求拉动，成本端压力对利润侵蚀可能有限

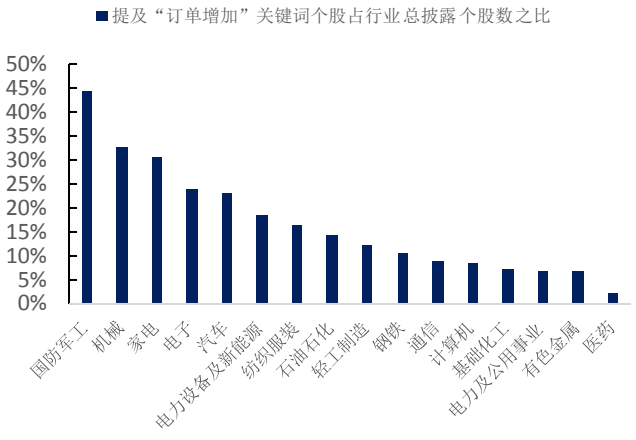
业绩增长的主要原因是订单增长、价格提升。对 334 家已经披露公告的上市公司业绩预告变动原因进行统计，两个最主要的原因可能是订单增长、价格提升，其中提及订单增长这一关键词的个股在所有披露业绩预告个股中占比达 19%，价格提升则为 15%，其他例如有销量提升、成本费用管控、新业务与新产品等则相对较低，约为 12、7%、7%。**价格提升集中在资源品。**石油石化、煤炭、基础化工等行业提及“价格提升”关键词个股占行业总披露个股之比较高。**订单增加集中在下游。**军工、机械、家电、电子提及“订单增加”关键词个股占行业总披露个股数之比较高。上游的高景气此前在涨价效应下已被市场预期，而下游行业此前市场认为价格传导效应并不顺畅或受到较大冲击。但从实际情况来看，成本端压力对下游利润的侵蚀相对有限。

图 3： 提及“价格提升”关键词个股占行业总披露个股数之比



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 4：提及“订单增加”关键词个股占行业总披露个股数之比



数据来源：wind、东兴证券研究所

根据奥维云网 6.18 销售数据，虽然冰箱、洗衣机、空调三大白电线上销售量均有不同程度下滑，但线上市场零售额同比增幅分别达到 23.6%、17.8%和 13.7%，彩电销售额涨幅达 26.7%，均价则大涨 56.2%。[2]侧面显示行业在成本压力下提价较为顺畅。业绩预告变动原因来看行业海外需求旺盛。电子行业投资也处于高速扩张区间，上半年计算机、通信和其他电子设备制造业投资始终保持在 15%以上，已超过疫情前水平。业绩预告来看，电子行业内大量公司已纷纷开启产能扩张。

[2] 资料来源：https://www.avc-mr.com/index.php?m=content&c=index&a=lists&catid=17

表 2：家电、电子行业公司普遍需求旺盛、订单充足

证券名称	二级行业	业绩预告类型	业绩预告变动原因
毅昌股份	黑色家电	预增	较去年同期大幅增长的原因为：1、开拓市场，营业收入增长；2、持续推动成本费用管控，成本费用下降，毛利提升。
惠而浦	白色家电	扭亏	外销持续增长，国内市场趋于好转，通过品牌运营及渠道拓展促进内销改善，以及产品结构调整，实现盈利水平提升。
极米科技	黑色家电	预增	销量保持增长;公司产品自研光机率提高和产品定价策略带动毛利率高.
星帅尔	照明电工及其他		报告期内公司增收节支,订单充足,故净利润比受疫情影响的上年同期有较大的增长。
兆驰股份	黑色家电	预增	订单数量同比上升，总体经营情况良好。同时，公司积极应对原材料变化，通过内部挖潜工艺降低成本，并根据市场情况调整了部分产品价格。
哈尔斯	小家电	扭亏	主要原因系国内生产基本完全恢复，海外消费需求持续旺盛，订单充裕。
利亚德	光学光电	略增	（1）国内显示市场需求持续旺盛，上半年新签订单较上年同期大幅增长，并超过 2019 年同期订单规模；境外自 4 月下旬开始订单步入稳定区间，境外新签订单超过上年同期。
紫光国微	半导体	预增	公司集成电路业务下游需求旺盛，经营规模保持快速增长。
万润科技	光学光电	预增	2021 年 1-6 月，公司经营业绩预计较上年同期实现增长，主要原因系：（1）2021 年 1-6 月，公司生产经营情况和销售订单情况良好。
奥士康	元器件	预增	公司生产规模扩大，产能增加，转型升级，优化产品结构。
苏州固锝	半导体	预增	1、公司产销两旺，产能利用率提升；
木林森	光学光电	预增	1,报告期内,全球 LED 照明市场持续景气,2,由于下游的 LED 照明和 LED 显示屏的需求向好,公司订单能见度较以往明显提升,产能利用率也提升至基本满产状态。
三利谱	光学光电	预增	1、市场景气度提升及供需关系致公司部分产品销售价格略有提高。
气派科技	半导体	预增	公司所处集成电路行业持续保持高景气度；公司大部分产品销售价格有所提高
立昂微	半导体	预增	公司所处的半导体行业市场景气度不断提升，市场需求旺盛，公司半导体硅片和半导体功率器件芯片销售订单饱满，产品供不应求，销售价格上涨
长电科技	半导体	预增	来自于国际和国内客户的订单需求强劲，公司营收同比大幅提升。
惠伦晶体	半导体	预增	电子元器件业务订单充足稳定，公司部分电子元器件产品销售呈现量价齐升的态势
龙腾光电	光学光电	预增	第二季度市场需求持续旺盛。
通富微电	半导体	预增	终端市场需求增加，2021 年上半年，半导体封测产能继续维持供不应求的局面
大族激光	消费电子	略增	消费类电子业务需求向好,产品订单较上年度保持稳定增长
北方华创	半导体	预增	受下游多领域市场需求拉动,公司电子工艺装备及电子元器件业务进展良好
胜宏科技	元器件	预增	汽车,面板等下游高景气发展,下游订单快速增长;
广东骏亚	元器件	预增	产品订单较上年度保持稳定增长，主要产品产销量同比增长、价格同比上升。
芯源微	半导体	预增	报告期内，半导体行业景气度持续向好，销售订单较上年同期有大幅增加。
明微电子	半导体	预增	公司下游需求逐步回升并持续旺盛，公司产品销量大幅上升；

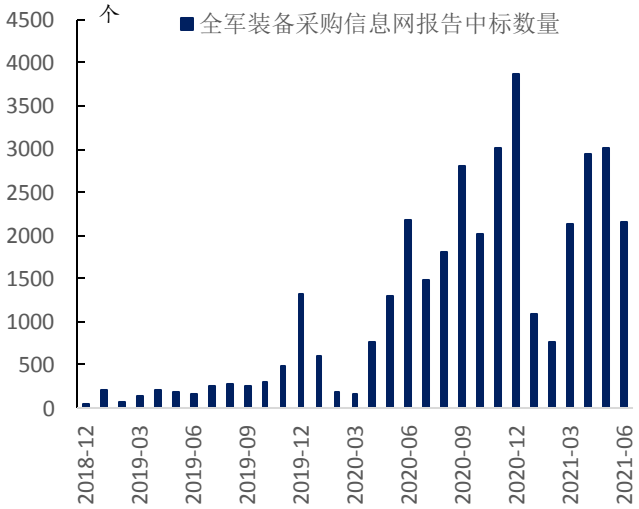
数据来源：wind、东兴证券研究所

注释：由于篇幅限制，表中所列个股仅为部分，其中家电行业所列个股占总披露个股的约 70%，电子行业所列个股占总披露个股个数的约 50%

3. 电子、电新、机械、军工等高景气下半年仍有望延续

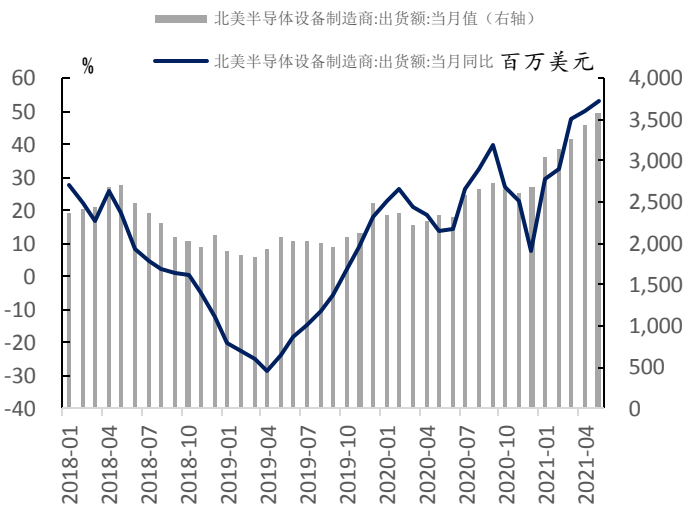
军工、电子行业需求回暖、产能扩张。百年强军目标下，国防预算提升与“实弹化”训练拉动军工需求旺盛，全军装备采购招标、中标量自去年以来持续高增，同时行业内公司纷纷开启产能扩张，自 2020 年年中以来，已有高德红外、三角防务、火炬电子、中航重机等 10 余家公司披露扩产再融资计划（此处个股列示仅为论证观点，不构成投资推荐，全文同）。电子行业来看，全球“缺芯”仍在延续，北美半导体设备出货至 2020 年底以来持续处于回升区间，但产能扩张存在一定时滞，新订产能释放或延至 2022 年。

图 5：2020 年以来全军装备采购招标明显提速



数据来源：全军装备采购信息网、东兴证券研究所

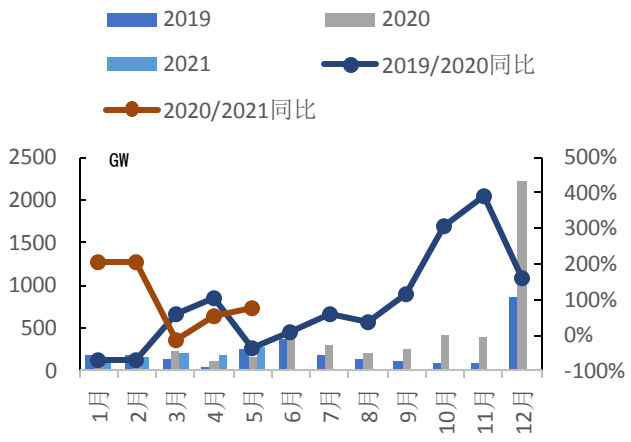
图 6：2020 年末以来半导体设备出货额持续提升



数据来源：wind、东兴证券研究所

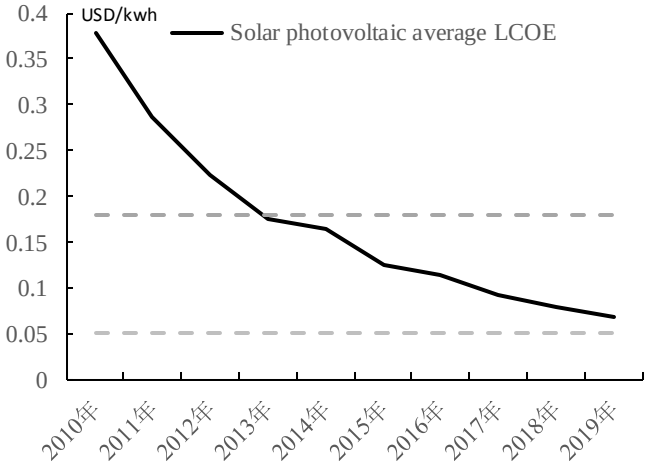
“碳中和”驱动新能源汽车、光伏，光伏成本即将大范围低于火电成本。2021 年 1-5 月，光伏装机持续维持高增速，根据中国光伏行业协会预测 2021-2025 年年均新增光伏装机量将达到 70-90GW，预计年均有 20%-25%左右的增速。全球各主要国家均面临“碳中和、碳达峰”目标，海外光伏装机需求持续旺盛，光伏年内预计仍能维持高景气。新能源汽车产业链同样具备强力驱动，国务院办公厅下发的《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》指出到 2025 年新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右。

图 7：2021 年上半年光伏装机保持高增长



数据来源：中电联、东兴证券研究所

图 8：光伏发电成本已接近化石燃料发电成本



数据来源：国际可再生能源署、东兴证券研究所

制造业整体仍处于产能扩张周期，专用机械、通用设备有望持续受到拉动。2020 年 Q3 开始制造业资本支出与 ROE 均重回上行区间，2021 年 Q1 我国工业产能利用率已达 77.2%的历史高位，企业具备扩产动力，制造业周期上行或仍将延续。历史来看，历次制造业周期上行都伴随着专用机械、通用设备等行业盈利周期的上行。

图 9：2020 年 Q3 以来，制造业重回上行区间



数据来源：wind、东兴证券研究所

图 10：制造业资本支出上行专用机械、通用设备往往业绩爆发



数据来源：wind、东兴证券研究所

注释：2021 年 Q1 制造业资本支出同比已 2019 年 Q1 为基数计算

注释：1. 本文中制造业以中信行业分类为基础，包括有色金属、钢铁、基础化工、建材、轻工制造、机械、电力设备及新能源、国防军工、汽车、家电、医药、电子、通信等 13 个行业；2. 制造业资本支出以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金同比衡量。

4. 三季度积极布局成长，四季度退守低估值防御

电子、军工、专用机械、通用设备等估值处于相对合理位置。以截止至 2021 年 7 月 2 日的 PE（TTM）和未来两年万得一致预测净利润增速年化值计算 PEG，对各行业当前 PEG 进行统计，新能源汽车、电子、军工、光伏、专用机械、通用设备 PEG 分别为 2.51、2.15、1.98、1.94、1.45、1.41，估值相对合理。通常来说，PEG 低于 1 具备较高的安全边际，航空、银行、保险、建筑等行业 PEG 较低，均不足 0.8。

行情行至中盘，震荡带来调结构的时间窗口，三季度积极布局成长，四季度退守低估值防御。三季度处于“内外需共振、基本面良好+流动性稳定“的较优环境组合，成长板块配置价值更高。四季度“经济复苏放缓+海外流动性压力较大”，行业组合偏向防御。积极利用中报窗口期进行切换，中小市值和下游行业此前市场预期极度悲观，中报业绩验证其高景气度。**综合考虑这些行业的 PEG 水平（处于所有细分行业后 50%）+当下业绩高景气，推荐重点关注电子、新能源（新能源汽车、光伏）、机械（专用机械、通用设备）、化工和军工。四季度行业偏向防御，建议关注低估值、业绩增速虽不高但胜在稳定性强的行业，包括金融、地产、建筑和公用事业。**

表 3：通用设备、专用机械等估值仍相对较低

行业	PEG	行业	PEG	行业	PEG	行业	PEG
中药生产	14.09	发电及电网	2.06	油服工程	1.49	家居	1.15
农产品加工	6.68	文娱轻工	1.98	专用机械	1.45	煤炭化工	1.14
文化娱乐	6.05	化学制药	1.97	电气设备	1.42	酒店及餐饮	1.10
普钢	3.59	稀有金属	1.95	汽车零部件	1.42	汽车销售及服务	1.04
半导体	3.47	光伏	1.94	通用设备	1.41	广告营销	1.04
其他医药医疗	3.38	兵器兵装	1.94	通信设备制造	1.40	专用材料	1.01
运输设备	3.15	媒体	1.86	化学纤维	1.38	品牌服饰	0.94
照明电工及其他	3.00	旅游及休闲	1.80	专营连锁	1.38	工程机械	0.93
煤炭开采洗选	2.93	专业市场经营	1.74	通讯工程服务	1.36	风电	0.93
酒类	2.90	综合	1.73	其他轻工	1.34	商用车	0.92
一般零售	2.83	饮料	1.73	建筑装修	1.33	摩托车及其他	0.90
云服务	2.72	教育	1.66	消费电子	1.33	房地产开发和运营	0.82
建筑设计及服务	2.60	其他电子零组件	1.64	橡胶及制品	1.32	塑料及制品	0.80
新能源动力系统	2.51	生物医药	1.63	证券	1.30	石油化工	0.77
种植业	2.49	元器件	1.62	环保及公用事业	1.26	全国性股份制银行	0.76
仪器仪表	2.37	工业金属	1.58	厨房电器	1.24	电商及服务	0.71
计算机软件	2.34	造纸	1.57	特材	1.22	建筑施工	0.66
航空航天	2.29	乘用车	1.54	农用化工	1.20	保险	0.59

小家电	2.19	电源设备	1.53	纺织制造	1.20	区域性银行	0.58
贵金属	2.15	计算机设备	1.52	装饰材料	1.20	航空机场	0.04
食品	2.12	公路铁路	1.52	白色家电	1.19	航运港口	-0.95
光学光电	2.11	石油开采	1.52	房地产服务	1.18	贸易	-1.25
国有大型银行	2.08	金属制品	1.51	储能	1.18	畜牧业	-2.12
互联网媒体	2.06	化学原料	1.51	结构材料	1.16	黑色家电	-2.23

数据来源：wind、东兴证券研究所

注释：以截止至 2021 年 7 月 2 日的 PE（TTM）和未来两年万得一致预测净利润增速年化值计算 PEG

5. 风险提示

公司业绩不及预期，数据统计存在偏差，宏观经济不及预期，市场波动超出预期

分析师简介

分析师：林莎

就职于中信证券研究部策略组、兴业研究策略组，持续跟踪A股市场，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。2020年7月加入东兴证券研究所，组建策略研究团队。目前担任总量组组长，研究领域为A股策略研究，擅长大势研判和行业比较。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020年7月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526