“财报剖析”专题报告

策略专题研究报告

对业绩持续性定价

——2021 年中报业绩前瞻

基本结论

- **受基数效应影响全年 A 股净利润增速读数将逐季回落，但剔除基数效应，后续整体业绩增速或持续提升。**我们预计 2021 年上半年 A 股和非金融 A 股业绩增速分别为 47%、64%，剔除基数效应后，相对 2019 年的两年平均增速分别为 10%、11%。全年来看，预计 A 股和非金融 A 股业绩增速分别为 23%、30%，相对 2019 年两年平均增速分别为 12%、16%。总体而言，两年平均增速仍保持两位数增长，相比 2019 年同期水平有明显的改善。全年业绩高增长确定性较高，特别是在基数效应扰动之下，业绩超预期或是普遍现象。但是，市场对业绩超预期的反应或有所区别，其中决定性因素是业绩高增长的持续性。

- **PPI 持续上行支撑整体利润率和 ROE，2020 年二季度以来利润率驱动 ROE 提升的趋势将延续。**非金融企业 ROE 和 PPI 增速有明显的正相关性，自去年二季度以来，A 股非金融企业 ROE 结束了长达两年的下行趋势，开始拐头向上。其中 PPI 的持续上行是驱动 ROE 拐头向上的核心因素。一方面，PPI 上行直接提升企业盈利水平；另一方面，PPI 上行将明显带动整体企业利润率改善。

- **对于上市公司中报的结构分析，中游行业存在较大的预期差。**当前市场对中报业绩一致预期较强的是，资源品类的周期股和半导体、新能源等科技股业绩增速大概率超预期。中游制造板块方面，特别是那些下游需求有支撑的行业，比如受益于资本开支扩张的专用设备板块，中报业绩存在较大的预期差。核心原因是在制造业投资相对较弱的背景下市场忽视了企业资本开支扩张。A 股非金融企业资本开支增速已经连续三个季度回升，且资本开支增速往往领先在建工程 3 个季度左右，预计中报资本开支或延续上行，并逐步带动在建工程拐头向上。需要指出的是，制造业投资趋弱的主要拖累是厂房投资，由于设备投资往往领先于厂房投资，下半年制造业投资或持续修复。

- **不同风格股票业绩增长分化明显，沪深 300 业绩增速预期相对平稳（20%左右），而中证 500 和创业板指业绩增速弹性较大（40%以上），且有明显上修。**自下而上来看，以沪深 300 为代表的大盘股今年业绩增速相对平稳，当前市场一致预期的全年业绩增速在 20%左右，相对今年年初的业绩预期变动不大。以中证 500 和创业板指为代表的中小成长股业绩增速弹性更大，当前市场一致预期的全年增速在 40%以上，相比年初 20-30%的一致预期增速有明显的上修。

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
(8621)61038291
aixiongfeng@gjzq.com.cn

- **预计在超预期的中报业绩（预告）披露后市场或迅速定价，也就是说中报行情的持续时间可能并不会太长。**从业绩持续性的角度来看，中报或三季报大概率是全年的高点，因此在中报信息披露后，市场对业绩的乐观情绪或逐步降温。特别是对资源品行业来说，我们认为涨价品种业绩超预期的持续性相对较差。因此对于此前受益于资源品涨价逻辑的板块和公司来说，市场对中报业绩的反映或偏负面。

- **行业比较来看：**1）当前资源品类的周期股呈现典型的高增长和低估值的特征，但业绩的持续性是市场对周期最为担忧的方面，因此市场对周期股中报业绩预告的反应大概率不会太积极；2）食品饮料、医药等行业估值相对来说并不具备性价比，PEG 明显相对其他板块更高，其中隐含了市场对其业绩持续性的溢价；3）无论是从业绩高增长的持续性来看，还是从估值水平来看，当前电子、机械、电力设备新能源和基础化工等具备较高的性价比。

- **风险提示：**经济恢复不及预期、宏观流动性超预期收紧，海外黑天鹅事件

内容目录

一、超预期或是中报业绩的主基调 4
1.1 剔除基数效应，A 股整体业绩增速持续提升 4
1.2 PPI 上行带动利润率和 ROE 持续改善 5
二、中游制造存在较大的预期差 5
三、中小成长板块业绩弹性更大 7
四、市场将对业绩持续性定价 8
五、结语与业绩展望 9

图表目录

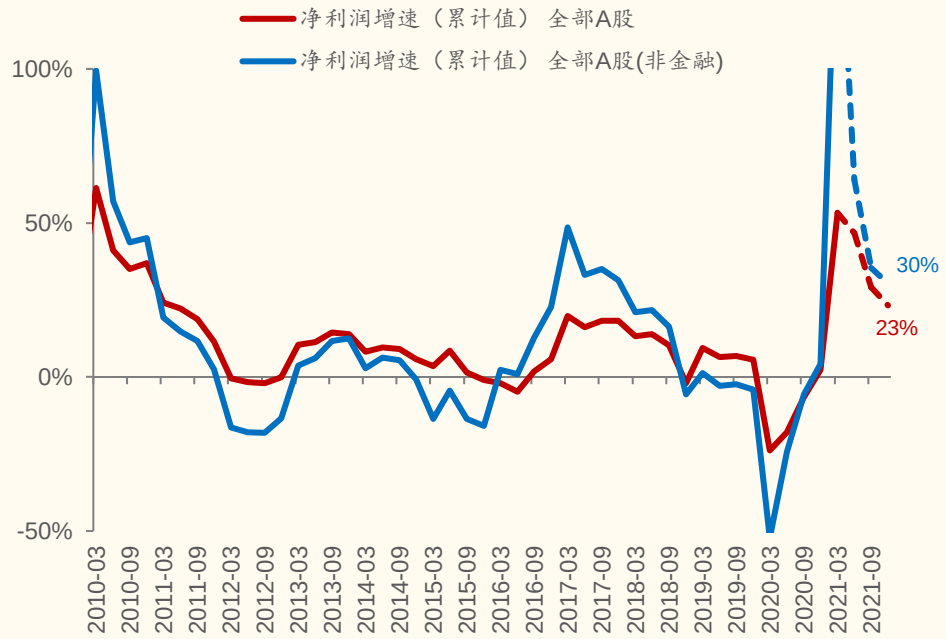
图表 1：A 股净利润增速 4
图表 2：业绩预告披露后大部分公司业绩预测有所上修 5
图表 3：PPI 上行带动利润率和 ROE 持续回升 5
图表 4：资本开支增速领先在建工程 3 个季度 6
图表 5：工业企业利润总额增速：上游资源 7
图表 6：工业企业利润总额增速：中游制造 7
图表 7：工业企业利润总额增速：耐用消费 7
图表 8：工业企业利润总额增速：日常消费 7
图表 9：主要指数自下而上业绩增速预期 8
图表 10：行业利润增速及估值 9
图表 11：A 股非金融企业盈利预测 10

一、超预期或是中报业绩的主基调

1.1 剔除基数效应，A 股整体业绩增速持续提升

- **受基数效应影响全年 A 股净利润增速读数将逐季回落，但剔除基数效应，后续整体业绩增速或持续提升。**我们预计 2021 年上半年 A 股和非金融 A 股业绩增速分别为 47%、64%，剔除基数效应后，相对 2019 年的两年平均增速分别为 10%、11%。总体而言，两年平均增速仍保持两位数增长，相比 2019 年同期水平有明显的改善。
- **全年来看，预计 A 股和非金融 A 股业绩增速分别为 23%、30%，相对 2019 年两年平均增速分别为 12%、16%。**剔除基数效应，下半年 A 股整体业绩增速或持续提升。全年业绩高增长确定性较高，特别是在基数效应扰动之下，业绩超预期或是普遍现象。但是，市场对业绩超预期的反应或有所区别，其中决定性因素是业绩高增长的持续性。

图表 1：A 股净利润增速



来源：Wind、国金证券研究所

- 我们统计了 5 月以来有分析师覆盖的上市公司披露了中报预告后分析师盈利预测的变化情况。在 57 家样本公司中，有 23 家公司业绩在披露中报预告后有所上修，而业绩下修的有 13 家公司，业绩预测维持不变的有 21 家公司。**也就是说，中报预告披露后业绩上修的情况更为普遍，平均净利润率上调幅度达 5.1%，中位数为 2.3%。**

图表 2：业绩预告披露后大部分公司业绩预测有所上修

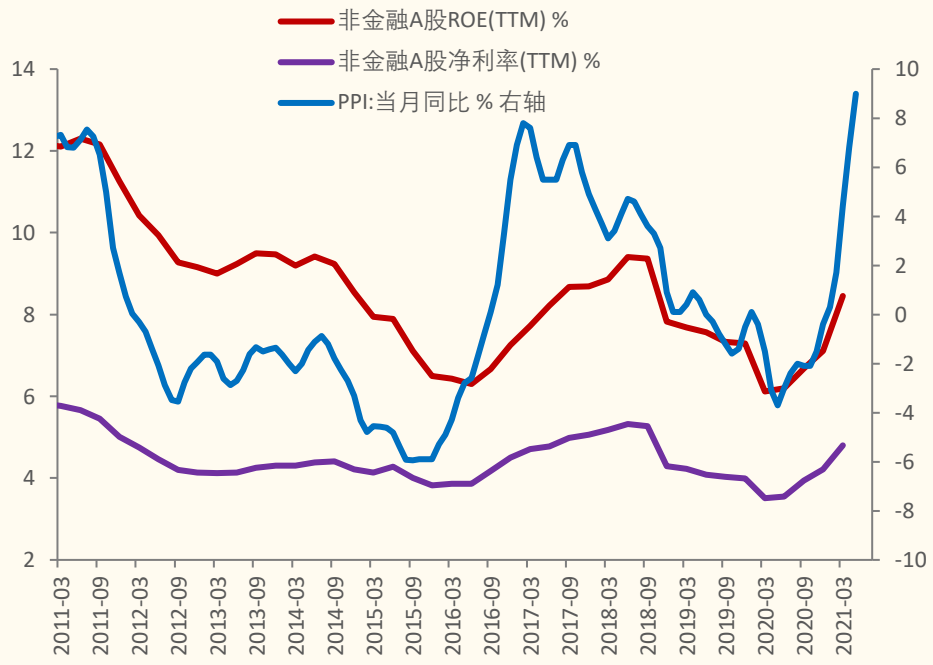
类别	数量	数量占比	变化幅度：均值	变化幅度：中位数
全部样本	57	100%	1.6%	0.0%
上调业绩预测	23	40%	5.1%	2.3%
下调业绩预测	13	23%	-1.8%	-0.9%
业绩预测不变	21	37%	0.0%	0.0%

来源：Wind、国金证券研究所

1.2 PPI 上行带动利润率和 ROE 持续改善

- **PPI 持续上行支撑整体利润率和 ROE，2020 年二季度以来利润率驱动 ROE 提升的趋势将延续。**非金融企业 ROE 和 PPI 增速有明显的正相关性，自去年二季度以来，A 股非金融企业 ROE 结束了长达两年的下行趋势，开始拐头向上。其中 PPI 的持续上行是驱动 ROE 拐头向上的核心因素。一方面，PPI 上行直接提升企业盈利水平；另一方面，PPI 上行将明显带动整体企业利润率改善。

图表 3：PPI 上行带动利润率和 ROE 持续回升



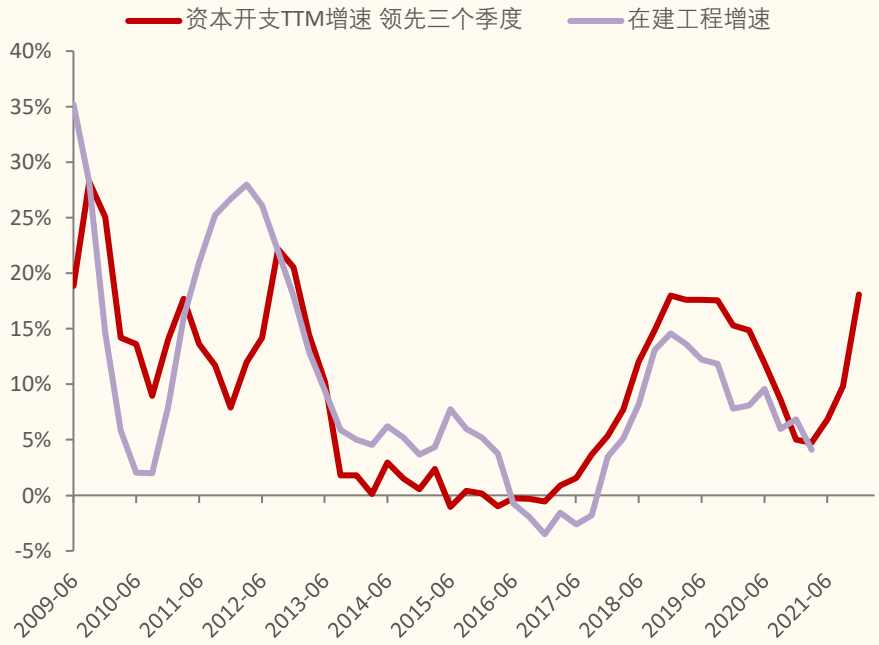
来源：Wind、国金证券研究所

二、中游制造存在较大的预期差

- **对于上市公司中报的结构分析，中游行业存在较大的预期差。**当前市场对中报业绩一致预期较强的是，资源品类的周期股和半导体、新能源等科技股业绩增速大概率超预期。中游制造板块方面，特别是那些下游需求有支撑的行业，比如受益于资本开支扩张的专用设备板块，中报业绩存在较大

的预期差。核心原因是在制造业投资相对较弱的背景下市场忽视了企业资本开支扩张。我们一直强调，当前全球正处在资本开支扩张的小周期当中，并且中国领先海外大概一个季度左右。A 股非金融企业资本开支增速已经连续三个季度回升，且资本开支增速往往领先在建工程 3 个季度左右，预计中报资本开支或延续上行，并逐步带动在建工程拐头向上。需要指出的是，制造业投资趋弱的主要拖累是厂房投资，由于设备投资往往领先于厂房投资，下半年制造业投资或持续修复。

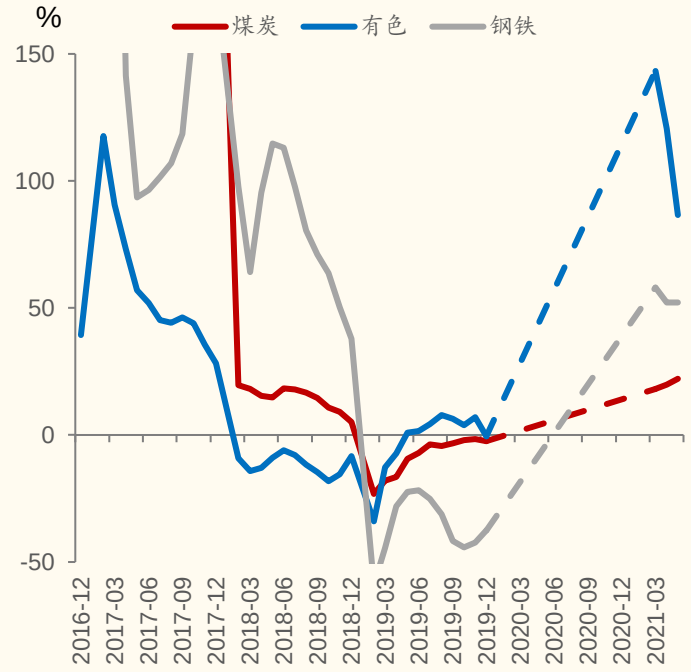
图表 4：资本开支增速领先在建工程 3 个季度



来源：Wind、国金证券研究所

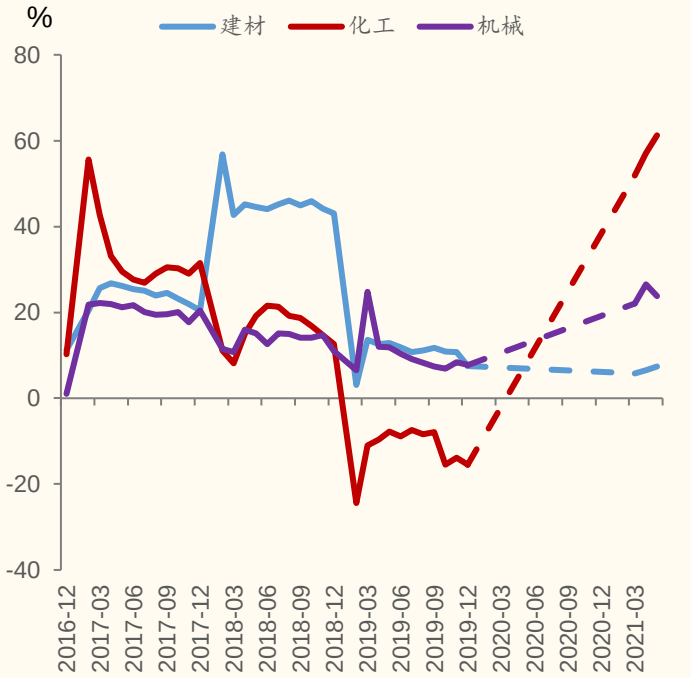
- 从工业企业月度利润数据来看：**1）上游资源方面**，今年以来大宗商品持续涨价对部分资源品行业盈利形成有利支撑，钢铁、煤炭和有色利润总额两年平均增速均有明显改善；**2）中游制造方面**，化工和机械利润总额两年平均增速显著提升，而建材业绩表现相对较弱，两年平均增速仍未恢复到疫情前水平；**3）消费方面**，耐用消费品行业有所分化，汽车经历了一季度的高增长后利润增速开始回落，而轻工行业利润在持续修复。日常消费中医药利润增速持续走高，而食品饮料行业业绩增速二季度有所回落，纺织服装行业景气度仍相对较低。

图表 5：工业企业利润总额增速：上游资源



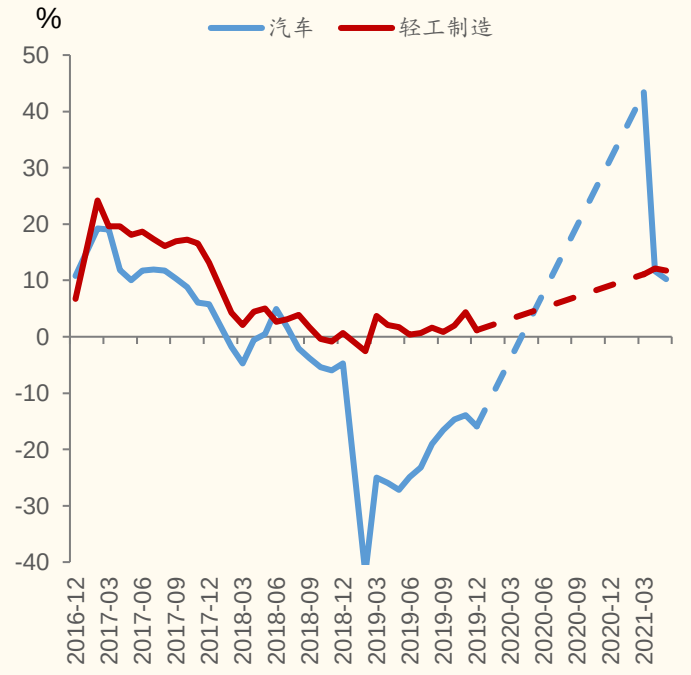
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：工业企业利润总额增速：中游制造



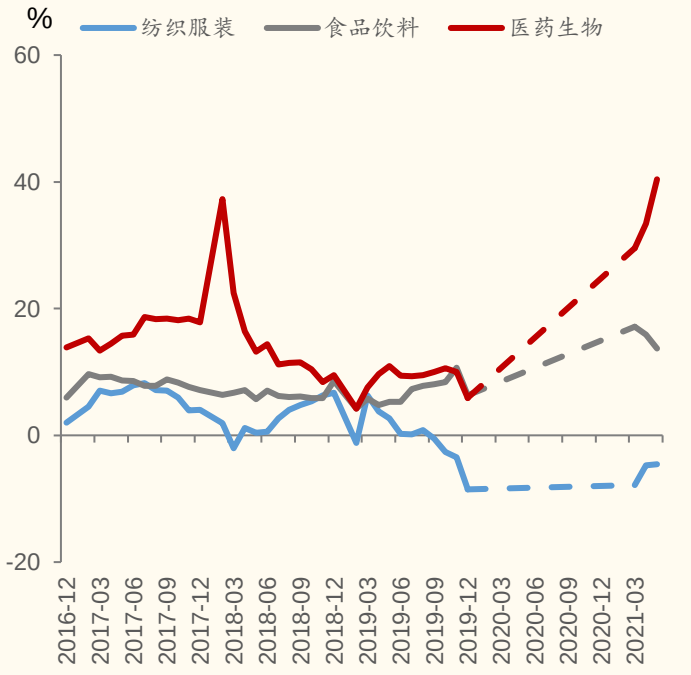
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7：工业企业利润总额增速：耐用消费



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：工业企业利润总额增速：日常消费



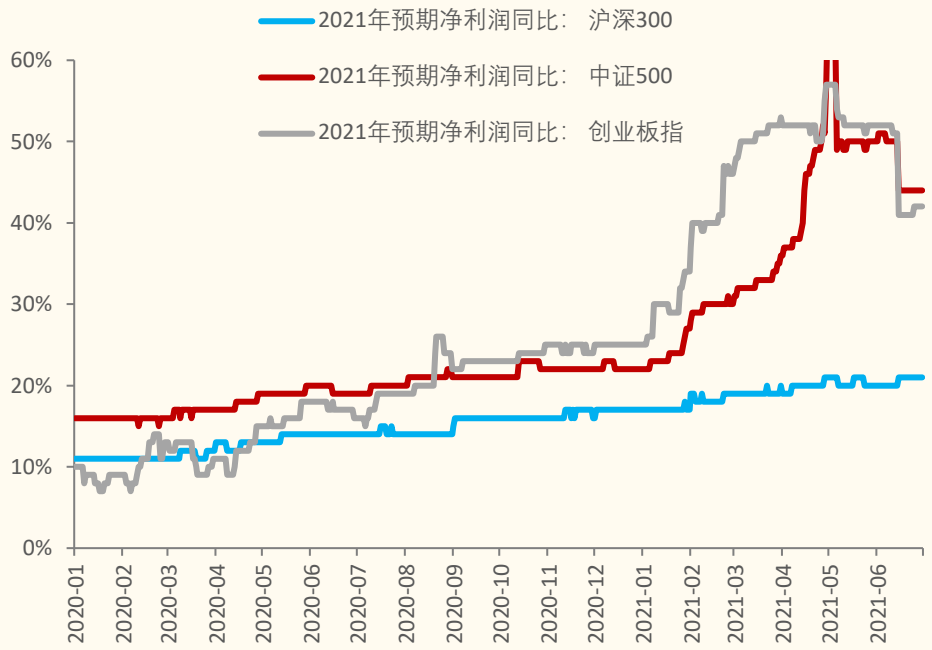
来源：Wind、国金证券研究所

三、中小成长板块业绩弹性更大

- **不同风格股票业绩增长分化明显，沪深 300 业绩增速预期相对平稳（20%左右），而中证 500 和创业板指业绩增速弹性较大（40%以上），且有明显上修。**自下而上来看，以沪深 300 为代表的大盘股今年业绩增速相对平稳，

当前市场一致预期的全年业绩增速在 20%左右，相对今年年初的业绩预期变动不大。以中证 500 和创业板指为代表的中小成长股业绩增速弹性更大，当前市场一致预期的全年增速在 40%以上，相比年初 20-30%的一致预期增速有明显的上修。

图表 9：主要指数自下而上业绩增速预期

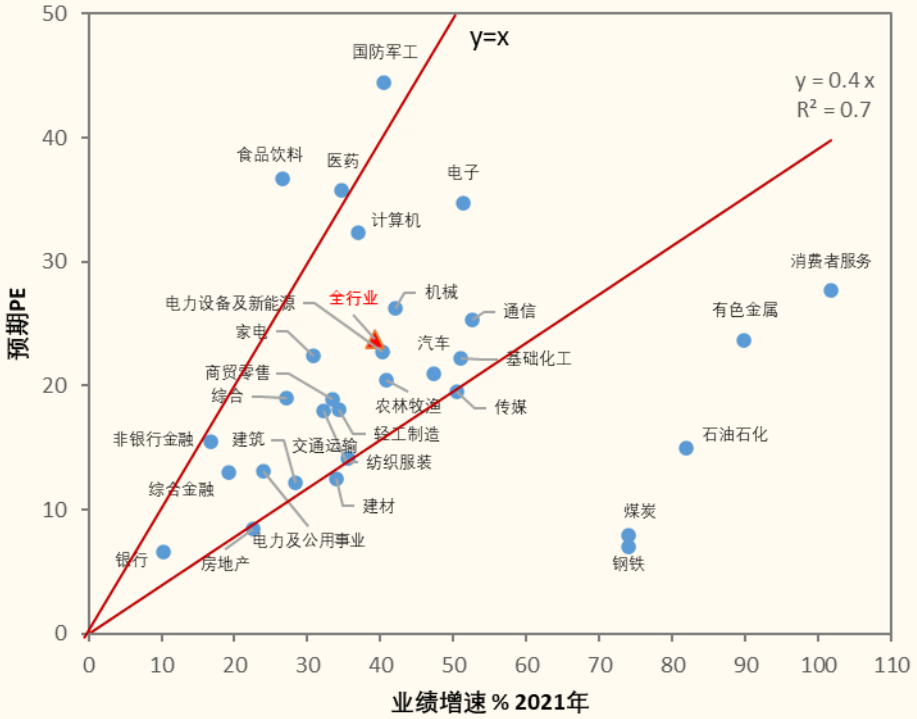


来源：朝阳永续、国金证券研究所

四、市场将对业绩持续性定价

- **预计在超预期的中报业绩（预告）披露后市场或迅速定价，也就是说中报行情的持续时间可能并不会太长。**从业绩持续性的角度来看，中报或三季报大概率是全年的高点，因此在中报信息披露后，市场对业绩的乐观情绪或逐步降温。特别是对资源品行业来说，我们认为涨价品种业绩超预期的持续性相对较差。因此对于此前受益于资源品涨价逻辑的板块和公司来说，市场对中报业绩的反映或偏负面。
- 从估值和业绩的角度来看，当前全行业预期 2021 年业绩增速为 40%左右，预期估值中位数为 24 倍（TTM 估值中位数为 28 倍左右）。行业比较来看，1）**当前资源品类的周期股呈现典型的高增长和低估值的特征**，但这往往意味着周期股的顶部。业绩的持续性是市场对周期最为担忧的方面，因此市场对周期股中报业绩预告的反应大概率不会太积极；2）**食品饮料、医药等行业估值相对来说并不具备性价比**，PEG 明显相对其他板块更高，其中隐含了市场对其业绩持续性的溢价；3）无论是从业绩高增长的持续性来看，还是从估值水平来看，**当前电子、机械、电力设备新能源和基础化工等行业具备较高的性价比。**

图表 10：行业利润增速及估值



来源：Wind、国金证券研究所

五、结语与业绩展望

- **超预期或是中报业绩的主基调。**从当前数据来看，中报预告披露后分析师对 40%的公司业绩预测进行上修，平均净利润率上调幅度达 5.1%，中位数为 2.3%，而只对 23%的公司业绩预测进行下调。此外，PPI 持续上行支撑整体利润率和 ROE，2020 年二季度以来利润率驱动 ROE 提升的趋势将延续。
- 资源品类的周期股和半导体、新能源等科技股业绩增速超预期基本属于一致预期，而中游制造板块存在较大的预期差的机会。特别是那些下游需求有支撑的行业，比如受益于资本开支扩张的专用设备板块。此外，不同风格股票业绩增长分化明显，沪深 300 为代表的大盘股业绩增速市场预期相对平稳，而中证 500 和创业板指为代表的中小成长股业绩增速弹性较大。
- 业绩持续性是决定市场对中报业绩反应的核心因素，整体来看中报或三季报大概率是全年的高点，因此在中报信息披露后，市场对业绩的乐观情绪或逐步降温，也就是说中报行情的持续时间可能并不会太长。特别是对资源品行业来说，我们认为涨价品种业绩超预期的持续性相对较差。
- **全年来看，预计 A 股和非金融 A 股业绩增速分别为 23%、30%，相对 2019 年两年平均增速分别为 12%、16%。**

图表 11：A 股非金融企业盈利预测

自上而下 A 股(非金融)盈利预测					
	2018 年(A)	2019 年(A)	2020 年(A)	2021Q1(A)	2021 年(E)
营收增速(%)	12.66	7.79	1.59	38.46	23.00
净利润率(%)	4.65	4.15	4.26	5.65	4.50
净利润增速(%)	**-5.4**	**-4.1**	**4.3**	**166.1**	**30.0**
说明：(A)表示实际值、(E)表示预测值					

来源：Wind、国金证券研究所

■ **风险提示：**经济恢复不及预期、宏观流动性超预期收紧，海外黑天鹅事件

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号时代金融中心 7GH