策略周报 股票投资策略简报

财报季感想：当高增长不再稀缺

基本结论

- **尽管基数效应使得对今年一季报业绩增长的解读更为复杂，但业绩普遍高增长是这次财报季的典型特征。**随着越来越多的 A 股上市公司披露年报和一季报，上市公司业绩逐步浮出水面。实际上今年一季度公司业绩受基数效应影响较大，市场对业绩增长的解读显得更加复杂。但整体而言，业绩普遍超预期高增长是这次财报季典型特征。从数据来看，一季度财报信息（包括业绩预告、业绩快报和一季度报）披露后，分析师普遍提高了对上市公司 2021 年财报的业绩预测。

- **当高增长不稀缺，特别是企业近期业绩普遍高增长的时候，市场或更加重视近期的增长。市场估值体系或从聚焦远期切换到重视近期，也就是估值体系从 DCF 切换到 PEG。**此外，在通胀预期推升利率的阶段，贴现率的变化或对 DCF 估值造成明显的波动。从基本面（业绩百花齐放）、宏观流动性（中期由松趋紧）和微观资金面（正反馈转向负反馈风险）角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。

- **剔除基数效应下的业绩普遍高增长是否能持续？今年上市公司业绩超预期高增长的现象或相当普遍，即使剔除基数效应，今年整体上市公司业绩也相对强劲。**正如前文所述，一季度业绩基数效应因素影响较大，对高增长的解读显得更为复杂，但自上而下来看，我们认为今年业绩超预期高增长或是普遍现象。具体来说：1）国内方面：主动补库存推动产能利用率持续提升，当前国内工业产能利用率处在历史新高，叠加需求持续走强，我们正处在新的产能扩张周期当中；2）海外方面：在强刺激政策之下，美国经济复苏对全球经济的外溢效应显著，中国出口或充分受益于全球贸易的景气修复；3）价格方面：供需错配格局或将延续，PPI 中枢上移支撑上市公司业绩高增长。

- **短期市场存在二次探底潜在风险，风险充分释放后反弹，核心驱动因素或来自全球经济共振复苏。中期市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。从业绩来看，今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 29%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。

- **行业配置：“低估值、困境反转、顺周期涨价、中游资本品、地产竣工链”。**1）低估值：银行、保险等：估值修复叠加受益于利率曲线陡峭化；2）困境反转：航空、机场、酒店、旅游等。行业最坏的阶段已经过去；3）顺周期涨价：化工、有色、造纸、玻璃等。在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足；4）中游资本品：机械等。受益于资本开支扩张带来行业景气上行；5）地产竣工链：家具、消费建材等。中美地产竣工高景气延续。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险

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

内容目录

一、财报季感想：当高增长不再稀缺 3
二、剔除基数效应下的业绩普遍高增长是否能持续 4
三、市场观点：短期仍存二次探底风险，风险充分释放后反弹 5
四、行业配置："低估值、困境反转、顺周期涨价、中游资本品、地产竣工链" 5
重要事件前瞻 6

图表目录

图表 1：一季报信息披露后分析师业绩预测调整情况 3
图表 2：工业企业利润增速显示中上游行业业绩加速恢复 4
图表 3：PPI 中枢上移支撑非金融企业业绩增速 5
图表 4：重要事件前瞻 6

一、财报季感想：当高增长不再稀缺

- **尽管基数效应使得对今年一季报业绩增长的解读更为复杂，但业绩普遍高增长是这次财报季的典型特征。**随着越来越多的 A 股上市公司披露年报和一季报，上市公司业绩逐步浮出水面。实际上今年一季度公司业绩受基数效应影响较大，市场对业绩增长的解读显得更加复杂。但整体而言，业绩普遍超预期高增长是这次财报季典型特征。
- **从数据来看，一季度财报信息（包括业绩预告、业绩快报和一季度报）披露后，分析师普遍提高了对上市公司 2021 年财报的业绩预测。**我们统计了 3 月以来披露一季度业绩预告/快报/财报的 305 家 A 股上市公司在财报信息披露前后 10 天分析师对 2021 年年报业绩预测变化的情况，在全部 305 家公司中，116 家公司在财报信息披露后分析师提高了业绩预测，占比达 38%，相应的 60 家公司业绩预测有所下调，占比为 20%。从分析师业绩预测中位数的变化幅度来看，上调业绩预测公司的净利润平均上调幅度为 11.2%，中位数为 3.2%，下调业绩预测公司的净利润平均下调幅度为 4.2%和 2.5%。

图表 1：一季报信息披露后分析师业绩预测调整情况

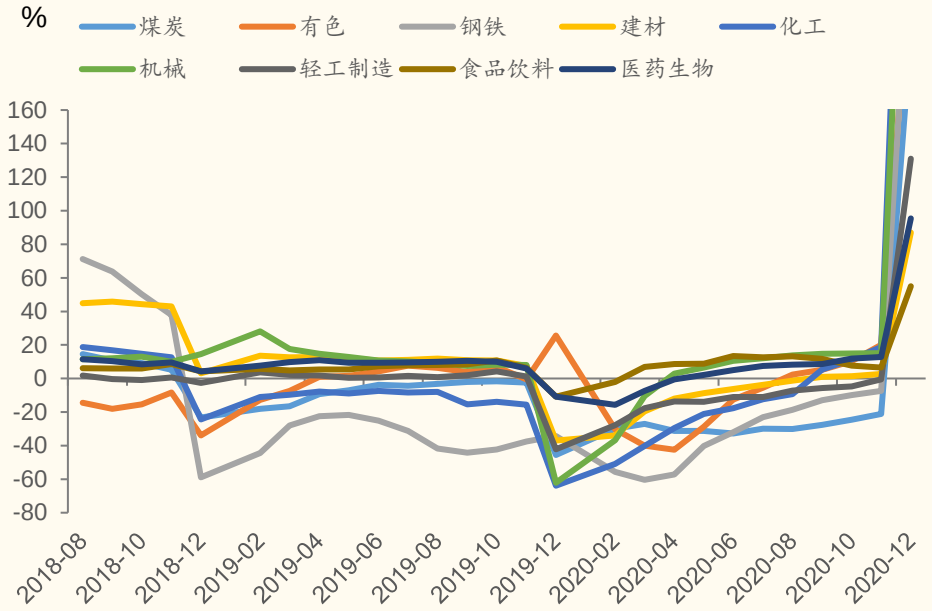
	数量 (占比)	变化幅度：均值	变化幅度：中位数
全部公司	305 (100%)	3.4%	0.0%
上调业绩预测	**116 (38%)**	**11.2%**	**3.2%**
下调业绩预测	60 (20%)	-4.2%	-2.5%
业绩预测不变	129 (42%)	0.0%	0.0%

说明：选取 3 月以来披露一季度业绩预告/快报/财报的 305 家 A 股上市公司，上调或下调业绩变化的标准是选取业绩信息披露前后 10 天分析师对 2021 年年报业绩预测中位数的变化。

来源：Wind、国金证券研究所

- **当高增长不稀缺，特别是企业近期业绩普遍高增长的时候，市场或更加重视近期的增长。市场估值体系或从聚焦远期切换到重视近期，也就是估值体系从 DCF 切换到 PEG。**此外，在通胀预期推升利率的阶段，贴现率的变化或对 DCF 估值造成明显的波动。从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转，但部分高估值板块基本面并未证伪，风格逆转过程会有所波折。
- **1）基本面角度：**业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，特别是上游行业和中小盘公司开始加速恢复，那么过去两年行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。
- **2）宏观流动性角度：**尽管短期货币和信用拐点和政策收缩力度有所分歧，但中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。
- **3）微观资金面角度：**过去两年新发基金为代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。

图表 2：工业企业利润增速显示中上游行业业绩加速恢复



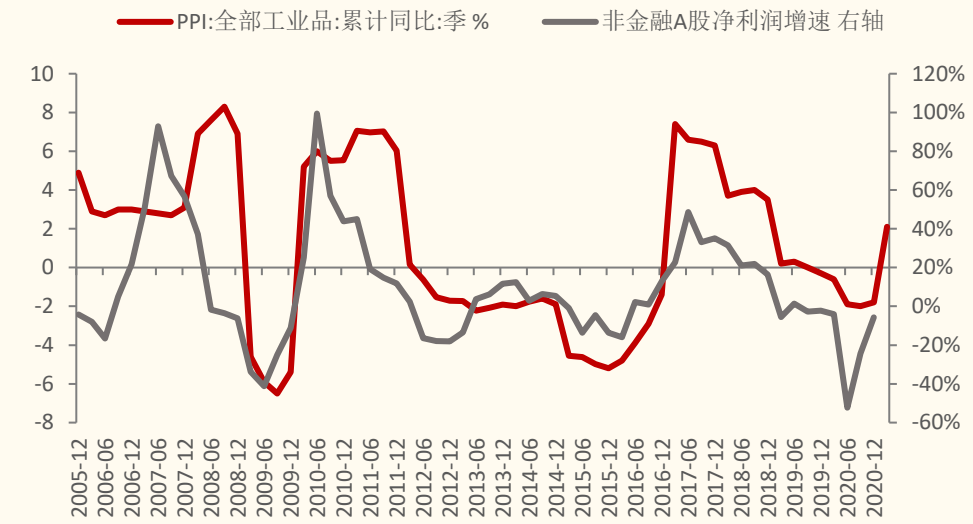
说明：行业利润总额增速按照相关子行业收入加权平均

来源：Wind、国金证券研究所

二、剔除基数效应下的业绩普遍高增长是否能持续

- **今年上市公司业绩超预期高增长的现象或相当普遍，即使剔除基数效应，今年整体上市公司业绩也相对强劲。**正如前文所述，一季度业绩基数效应因素影响较大，对高增长的解读显得更为复杂，但自上而下来看，我们认为今年业绩超预期高增长或是普遍现象。核心的原因来自三个方面：
- **1）国内方面，**随着去年下半年企业开始主动补库存，工业企业产能利用率也开始明显回升，去年年底工业企业产能利用率高达 78%，创历史新高。产能利用率处在高位，叠加需求持续走强，我们认为这或将驱动企业加大资本开支，扩张新的产能。我们正处在新一轮资本开支扩张阶段，类比 2010-2011 年和 2017 年。
- **2）海外方面，**美国在 1.9 万亿纾困计划和后续超过 2 万亿的基建计划刺激下，叠加疫苗接种进度略超市场预期，美国经济或持续修复。美国制造业非国防飞机资本品新订单增速持续走高，对全球经济的外溢效应显著，中国出口或充分受益于全球贸易的景气修复。
- **3）价格方面，**PPI 中枢上移对上市公司利润形成明显的支撑。大宗商品涨价是驱动国内 PPI 上行的重要因素，对于大宗商品涨价的持续性，我们一直维持二三季度价格中枢持续上移的判断。核心的逻辑是今年供给端产能利用率回升明显，产能利用率进一步抬升空间有限。更为重要的是，经历了过去 2-3 年资本开支持续放缓的阶段，许多品种新增产能扩张短时间内难以跟上需求扩张速度。叠加碳中和等政策对供给端的扰动，供需错配格局或将延续。

图表 3：PPI 中枢上移支撑非金融企业业绩增速



来源：Wind、国金证券研究所

三、市场观点：短期仍存二次探底风险，风险充分释放后反弹

- **短期市场存在二次探底风险：基本面、海外因素和微观资金层面的视角。**1）基本面角度：1-2 月金融数据大幅超市场预期，近期深圳、上海等地都开始对违规信贷进行排查，3 月金融数据或出现“刹车”情形，这对市场风险偏好或造成一定影响。2）海外因素：美债长端利率上行或仍未结束，短期对全球资产的影响仍在，美股或波动加大。3）微观资金层面：今年 1 月新发公募基金创单月历史新高，随着 3 个月的封闭期的结束，新基金打开申购赎回后，在市场赚钱效应较差的背景下或面临一定的赎回压力
- **风险充分释放后或迎来反弹，核心驱动因素或来自全球经济共振复苏。**一方面国内进入传统旺季，另一方面美国 2 万亿基建刺激计划加快全球复苏进程。极致的估值分化趋势或迎来逆转。低估值的板块，特别是金融和部分顺周期行业，在全球经济持续复苏的带动下，相对基本面有望迎来拐点。此外，在后续流动性由松趋紧的背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。
- **中长期视角来看，市场仍呈现结构型行情，向上空间有限，向下调整幅度同样有限，指数将呈现区间波动趋势。**“经济企稳回升，流动性由松趋紧”的宏观组合预期之下，一方面市场估值在流动性趋紧背景下存在一定压力，另一方面上市公司业绩仍有经济回升的支撑。央行政策的核心因素仍是经济增长和防风险的微妙平衡。总体而言，我们货币政策由松趋紧的方向确定性较高，而收紧的力度多大仍有待持续观察。从业绩来看，今年 A 股企业业绩增速明显回升，我们预计今年非金融上市公司业绩增速或达 29%左右。从历史来看，在高业绩增长的背景下 A 股市场基本不会呈现单边熊市的情形。

四、行业配置：“低估值、困境反转、顺周期涨价、中游资本品、地产竣工链”

- **低估值：银行、保险等**

  一方面低估值属性，进可攻退可守，安全边际高；另一方面经济复苏和流动性趋紧预期，受益于利率曲线陡峭化。

- **困境反转：航空、机场、酒店、旅游等**

行业最坏的阶段已经过去，行业基本面拐点取决于疫情的控制，随着疫苗的普及以及全球疫情的逐步好转，未来国际航班和跨境游大面积恢复后，相关消费需求或迎来爆发式增长。对酒店、旅游这些高度市场化竞争的行业来说，受益于行业格局改善的龙头企业困境反转的速度更快、幅度更大。而对于航空、机场这些类寡头垄断的行业来说，更多的是以行业整体性的反转为主。

- **顺周期涨价：有色、化工、造纸、玻璃等**

继续看好供需结构向好品种的涨价趋势。2021 年将是供给和需求同时扩张的阶段，虽然全球流动性的边际变化并没有去年那么显著，但今年周期品涨价的核心驱动是供需错配进一步放大。在需求扩张的背景下，当前各国产能利用率维持高位，叠加过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，部分品种供给无法满足需求变化。

- **中游资本品：机械等**

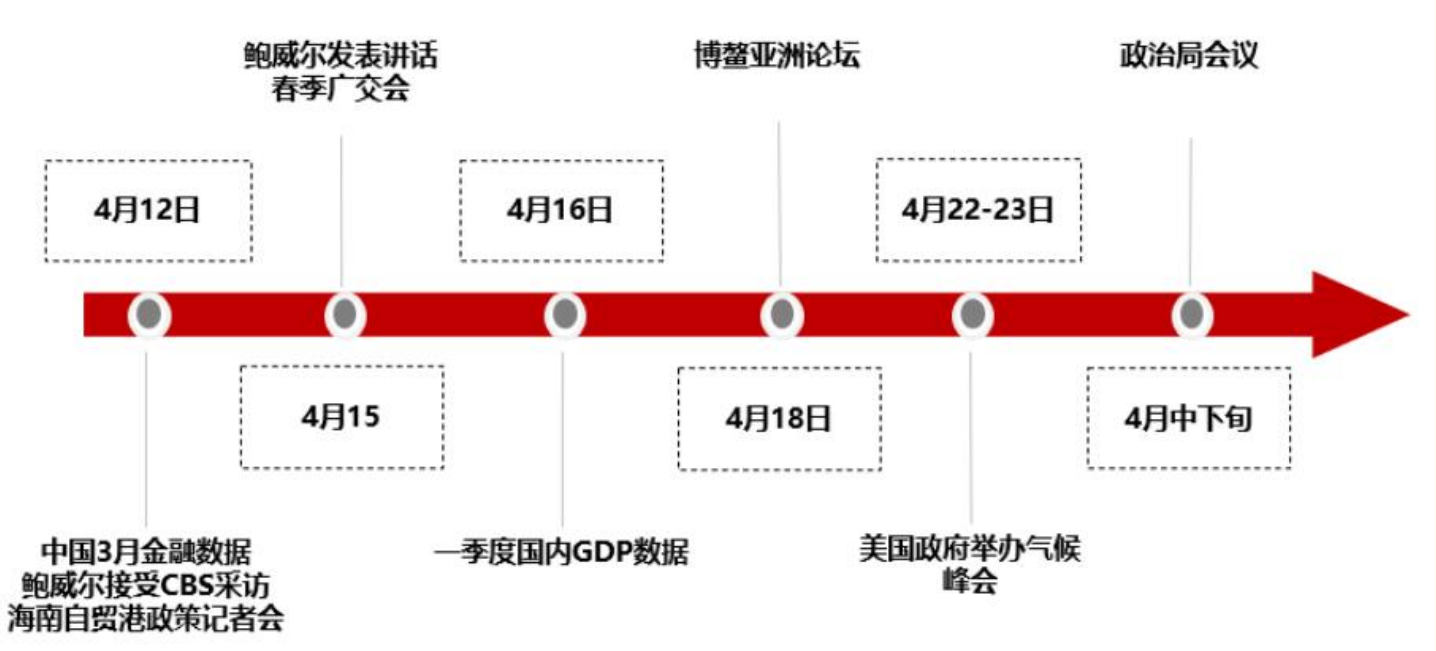
受益于资本开支扩张带来行业景气上行。特别是制造业固定资产投资的回升，对机械设备等行业需求或持续形成支撑。

- **地产竣工链：家具、消费建材等**

中国房地产韧性十足，疫情冲击后地产将加速竣工。美国房地产市场在后疫情时代表现火热，新屋和成屋销售均持续恢复。中美地产竣工链条的高景气将对家具和消费建材等行业业绩形成较强支撑。

重要事件前瞻

图表 4：重要事件前瞻



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：***经济复苏不及预期、宏观流动性收缩风险、拜登加税等政策超市场预期*

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：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402