DONGXING SECURITIES

策略深度报告

流动性渐紧，景气为先

分析师：杨若木
分析师
执业证书编号：S1480510120014
联系方式：010-66554032
yangrm@dxzq.net.cn

联系人：林莎
A股策略
执业证书编号：S1480121030021
联系方式：010-66554151
linsha@dxzq.net.cn

研究助理：高天然
执业证书编号：S1480120070029
联系方式：010-66554044
gaotr@dxzq.net.cn

摘 要

市场回顾：核心资产共振下跌。随着美国疫苗接种进程推进，投资者对于经济复苏、通胀抬升预期不断升温，资产端体现为美债收益率加速上行，科技股为主的纳指显著杀估值，大宗商品也有所回调。美债收益率加速上行带动全球货币政策收紧预期抬升。A股市场从春节之后整体下行，前期高涨的“核心资产”震荡向下，估值相对较低的中小市值开始补涨。

经济形势：全球经济错位共振复苏。美国经济整体显著回暖，地产及耐用品消费为主要亮点，疫苗加速普及下服务业具备强劲修复潜力，3月末最新发布非农就业、制造业PMI指数维持高增。中国1~2月经济复苏良好，生产强于需求。生产端主要亮点来自于出口和制造业，需求端出口拉动力从替代效应转向欧美供需缺口放大；制造业伴随着产能出清、盈利开始企稳回升，进入新一轮的扩张期。生产端下阶段受库存周期拉动，需求端弱势或是因为年初疫情扰动，疫苗接种及二季度多个节假日可能催化1、2月偏弱的线下消费复苏。

流动性：加息阴影愈浓。当前全球经济复苏大背景下，美联储、国内央行政策表态均出现微妙转变，宏观流动性拐点基本确认，下阶段市场对于流动性收紧预期易升难降。流动性收紧预期加剧的当下估值已难以支撑，下阶段股票市场估值将继续受到流动性收紧担忧加剧的影响，增量资金入场-预期回报上升的正循环出现逆转，连锁效应还将持续影响市场。

摘 要

行业配置：估值下、盈利上，结构性的机会来自于盈利弹性大于估值弹性的板块。股票市场流动性冲击压制估值，当前时点更需关注盈利弹性。三条主线布局：其一、开启新一轮资本开支周期的制造业及PPI涨价逻辑下受益的行业，包括中游制造（工程机械、汽车零部件）、上游资源（铜、铝、钢铁）等；其二、业绩较优但估值还处于低位且有明显催化的绩优股：包括酒店、景区、银行；其三、美国地产周期上行及国内竣工大年拉动的地产后周期行业，包括家电、家具、建筑装饰等。

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期

目 录

一、市场回顾：核心资产波动加大

二、经济环境：全球复苏加速

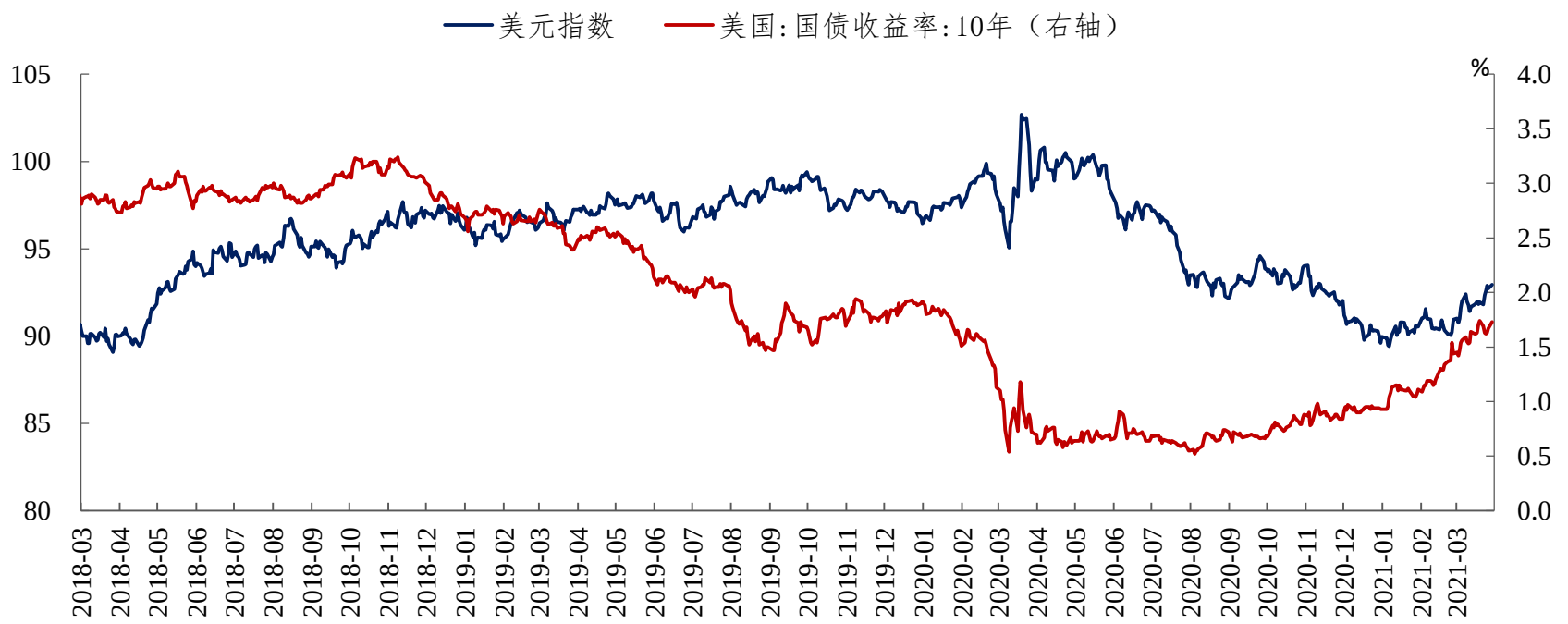
三、政策环境：流动性收紧时点临近

四、行业配置：寻找盈利弹性>估值弹性行业

海外：美债利率大幅上行，美元指数走强

■3月以来，美债利率加速上升（+29bp）到1.74%，美元指数走强（涨2.19%）。

图表：3月以来美债利率加速上行，美元走强



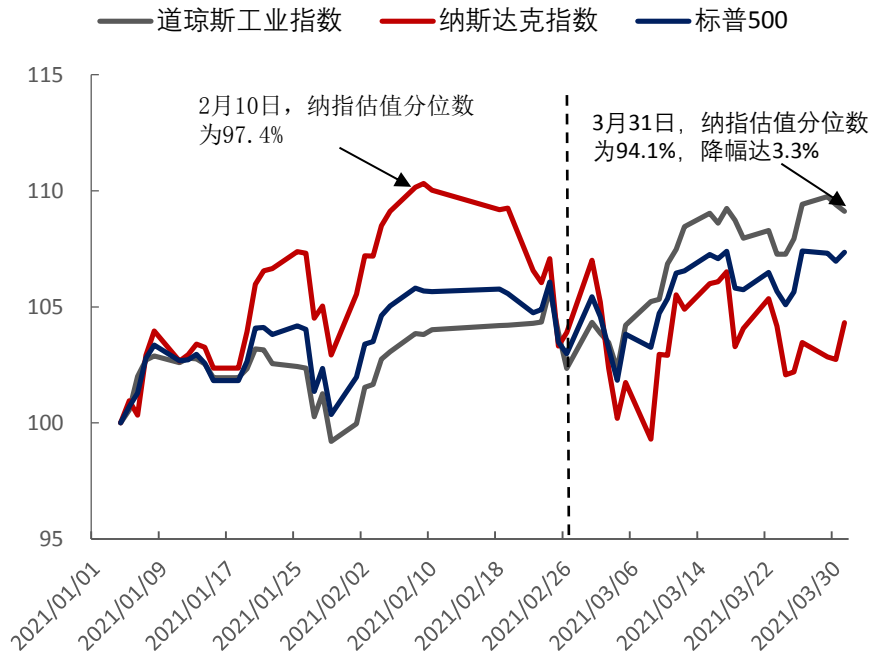
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至2021年3月31日

海外：美股表现分化

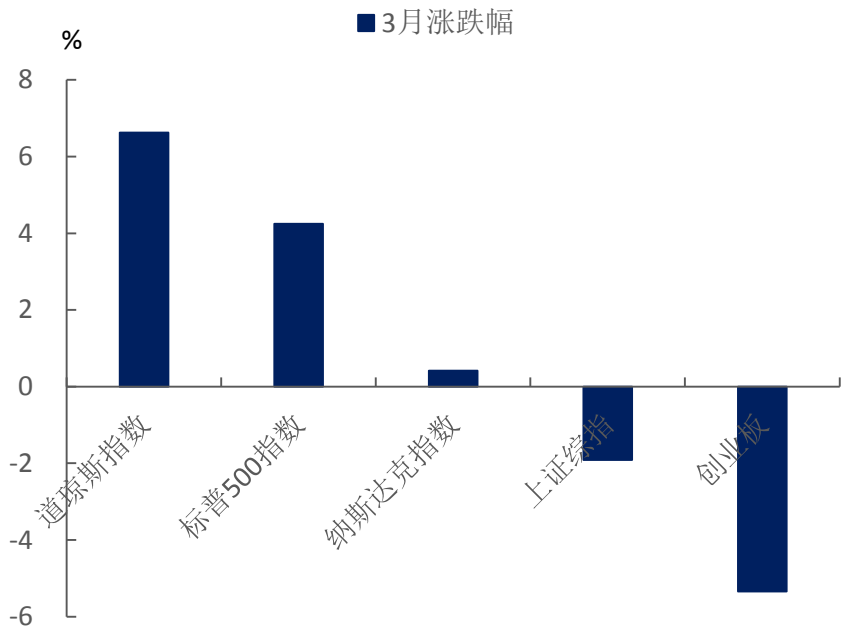
■美股来看，2月9日开始美股整体下跌，春节后美股表现出现分化，道指、标普500相对占优，纳指跌幅最大，累计最大跌幅-9.98%。3月以来市场出现反弹，但纳指反弹幅度最小。整体来看3月道指、标普500、纳指分别涨6.62%、4.24%、0.41%。

图表：道指、标普500相对纳指表现占优



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新截止2021年3月31日

图表：3月道指/标普500/纳斯达克均有所上涨

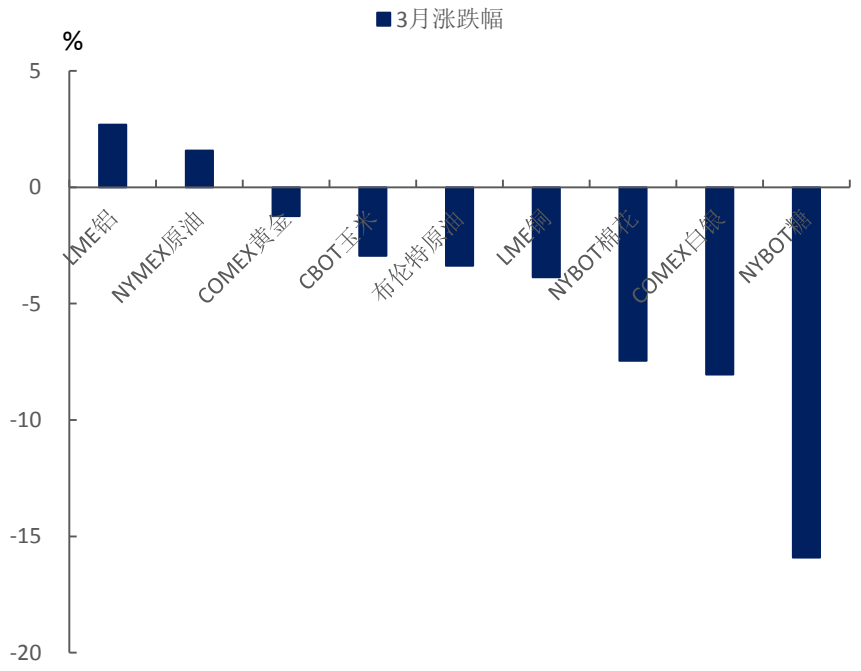


资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新截止2021年3月31日

海外：主要原材料大宗商品震荡回调

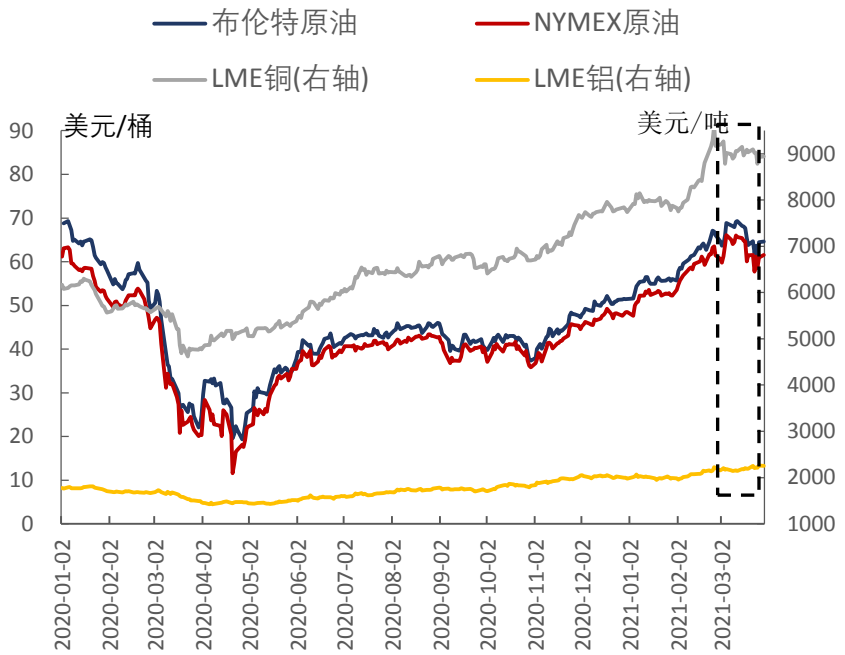
■全球货币政策收紧预期升温下，LME铜呈现震荡式下跌，3月涨-3.87%，LME铝、NYMEX原油收涨，分别小幅上涨2.69%、1.58%。

图表：大宗商品3月仅LME铝、NYMEX原油收涨



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：原油、铜、铝等3月价格震荡



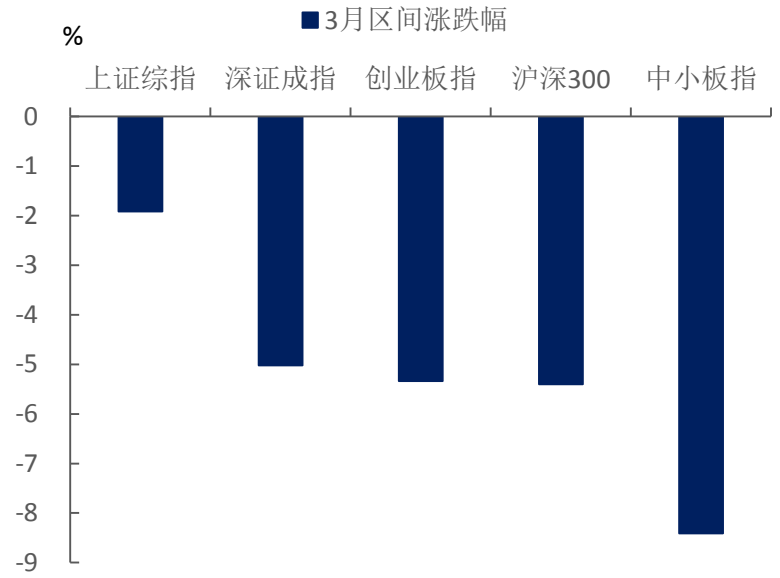
资料来源：Wind、东兴证券研究所

A股：三月市场整体回调

■美债上行影响下，3月1日起A股整体下跌，上证指数/沪深300/创业板指最大累计跌幅分别为6.13%/9.64%/12.15%，25日起市场有所反弹，整体来看，3月累计涨跌幅分别为-1.91%/-5.34%/-5.40%。

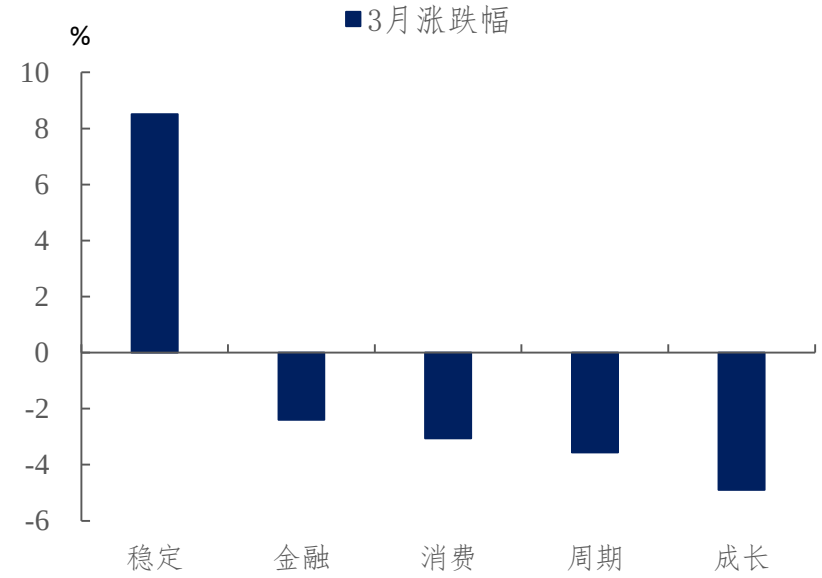
■风格角度来看，以电力及公用事业、交通运输等行业为代表的稳定风格涨幅显著。

图表：A股主要指数普遍回调



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新截止2020年3月31日

图表：成长、周期、消费跌幅最显著



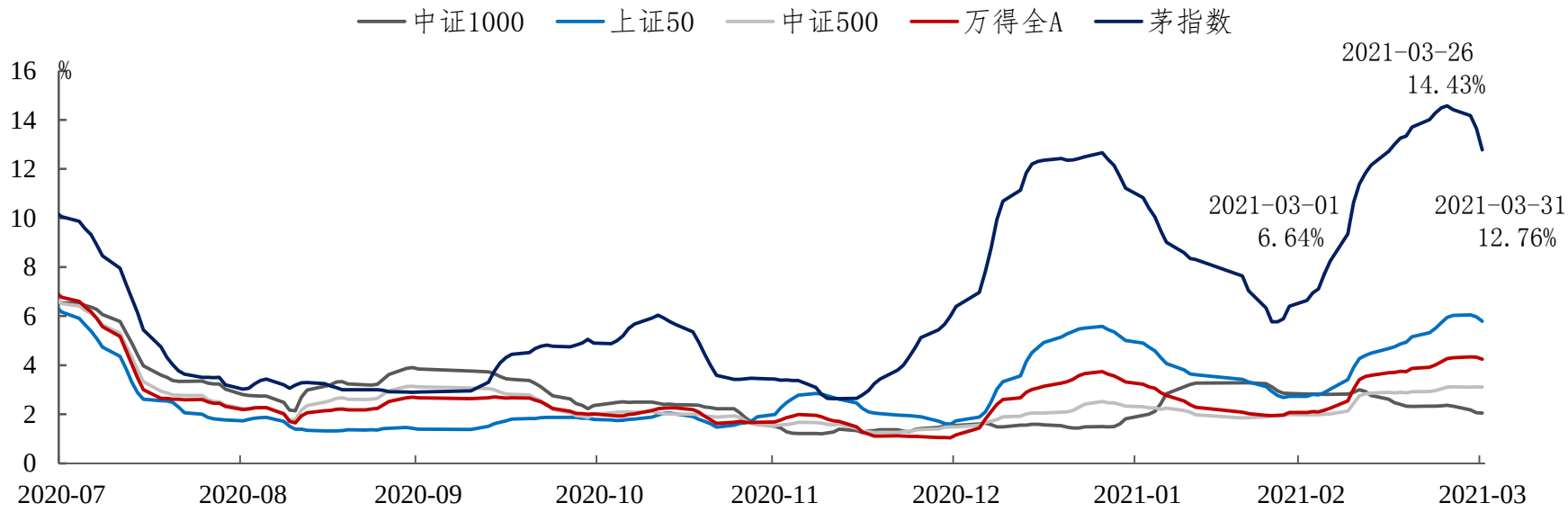
资料来源：Wind、东兴证券研究所
注：数据更新截止2020年3月31日

A股：核心资产的“确定性”减弱

■三月以来，上证50、中证500、中证1000、万得全A指数近30日波动率分别变动了111.99%、57.41%、-27.61%、104.53%。

■茅指数近30日波动率从3月初的6.64%上升到月底的12.76%，涨幅达92.47%，PE下降7.94%。

图表 ：3月以来市场波动率持续提升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

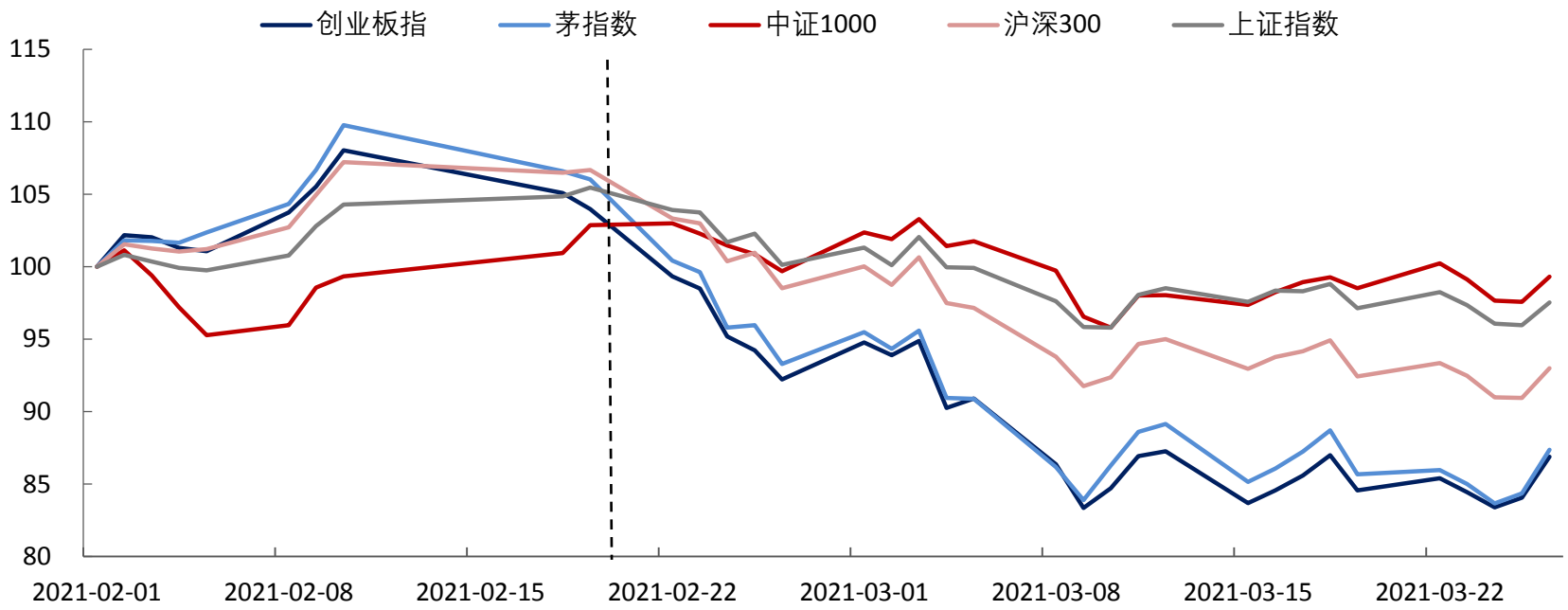
注：指数以2020年6月1日数据为100进行标准化处理，数据截至2021年3月31日

A股：核心资产跑输中小市值

■春节前大盘股相对中小盘涨幅占优；春节后，指数开始出现分化，估值较低的中小市值相对估值较高的大市值股持续占优，大盘股和抱团股相对弱势。

■前期抱团的龙头白马股回调尤为显著，3月以来茅指数最大累计跌幅达12.39%。

图表：春节后指数开始出现分化，中小市值占优，大盘股和抱团股相对弱势



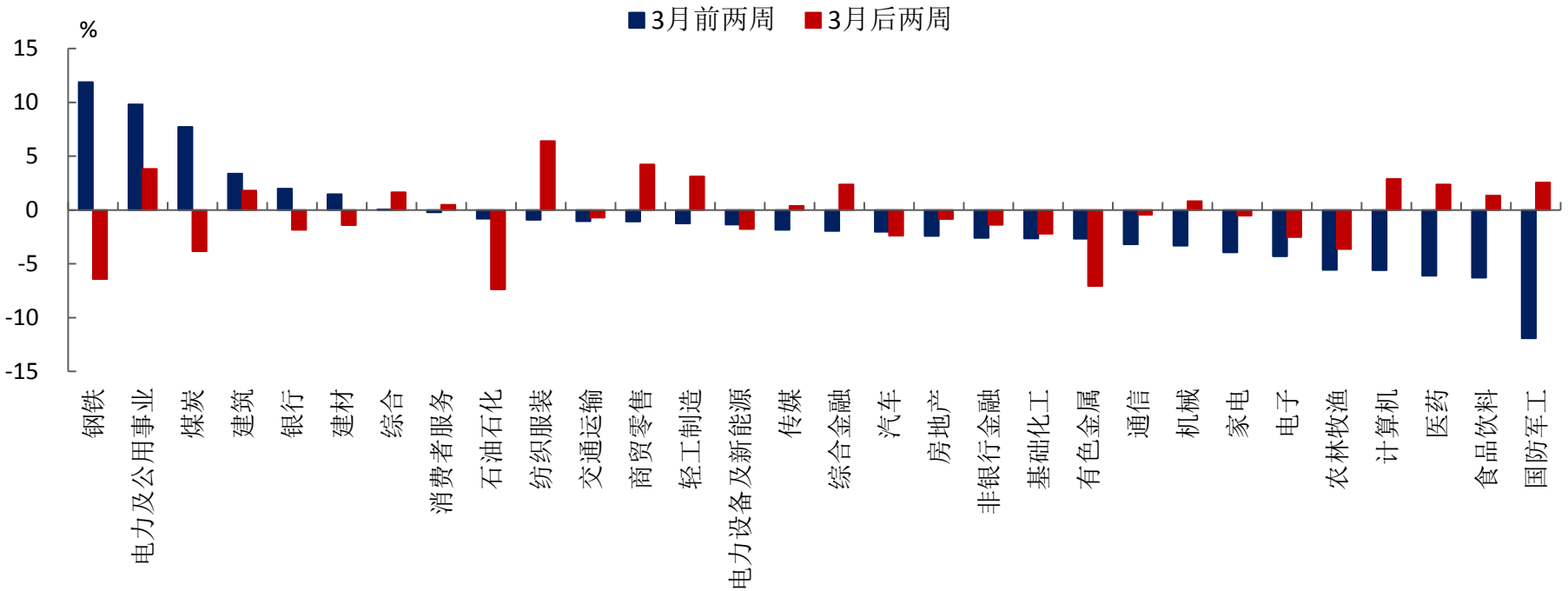
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新截止2021年3月28日

A股：结构变化反映“恐高”情绪

■3月前两周涨幅较大的钢铁、煤炭15日起有所回调；而跌幅较大的国防军工、食品饮料、医药等行业15日起普遍上涨；电力及公用事业涨幅延续，表现稳定。

图表：钢铁、煤炭有所回调，国防军工、食品饮料、医药近期上涨



资料来源：Wind、东兴证券研究所

A股：结构变化反映“恐高”情绪

■钢铁、煤炭大中市值公司领跌，钢铁市值前10%公司下跌比例达83%；国防军工、食品饮料、医药行业中小市值公司上涨较多，医药、食品饮料行业中小市值公司上涨比例超70%。

图表：国防军工、医药、食品饮料中小市值上涨比例较大，煤炭、钢铁下跌集中在大中市值

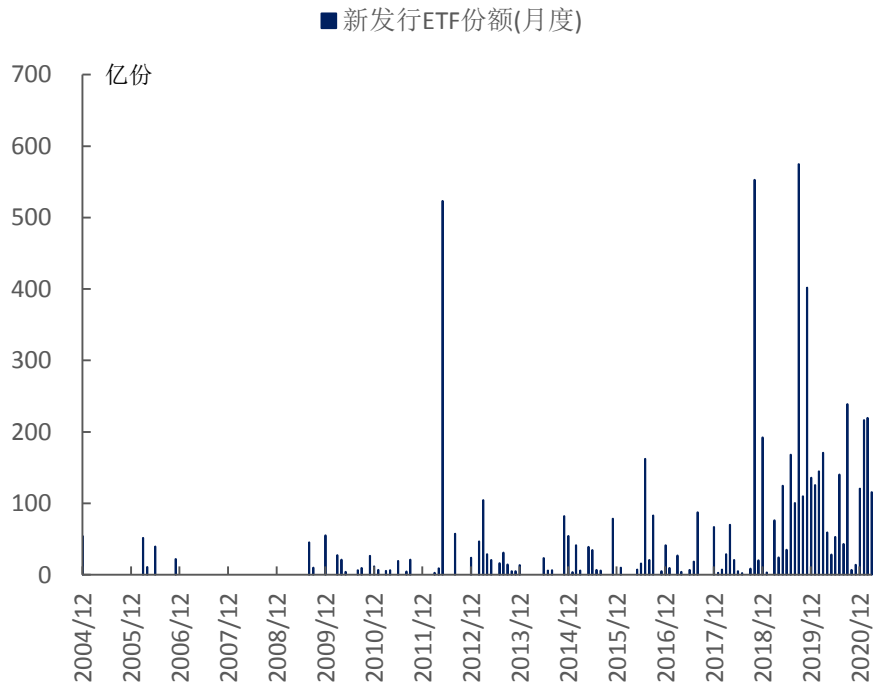
行业	市值前10%		市值10%-50%		市值后50%	
	上涨比例	下跌比例	上涨比例	下跌比例	上涨比例	下跌比例
国防军工	56%	44%	76%	24%	65%	35%
医药	67%	33%	72%	28%	72%	28%
食品饮料	75%	25%	78%	22%	82%	18%
钢铁	17%	83%	25%	75%	42%	58%
煤炭	25%	75%	7%	93%	22%	78%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

资金：ETF新发行边际放缓

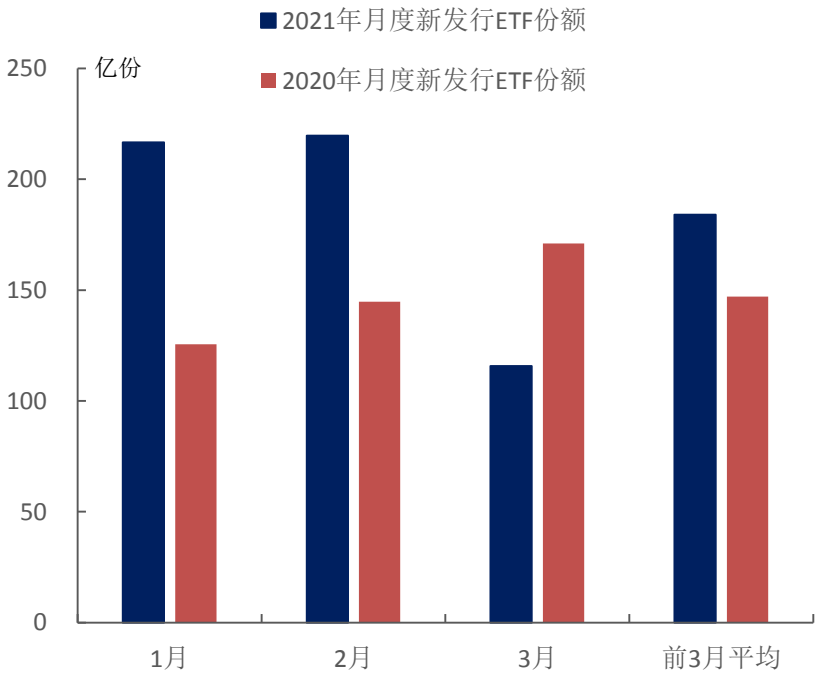
■3月ETF新发行份额较上月下降47.32%，较去年同期下降32.30%，月度新发行边际放缓。

图表：3月新发基金边际放缓



资料来源：Wind、东兴证券研究所
注:数据更新截止2021年3月31日

图表：1-3月发行相较2020年同比下降

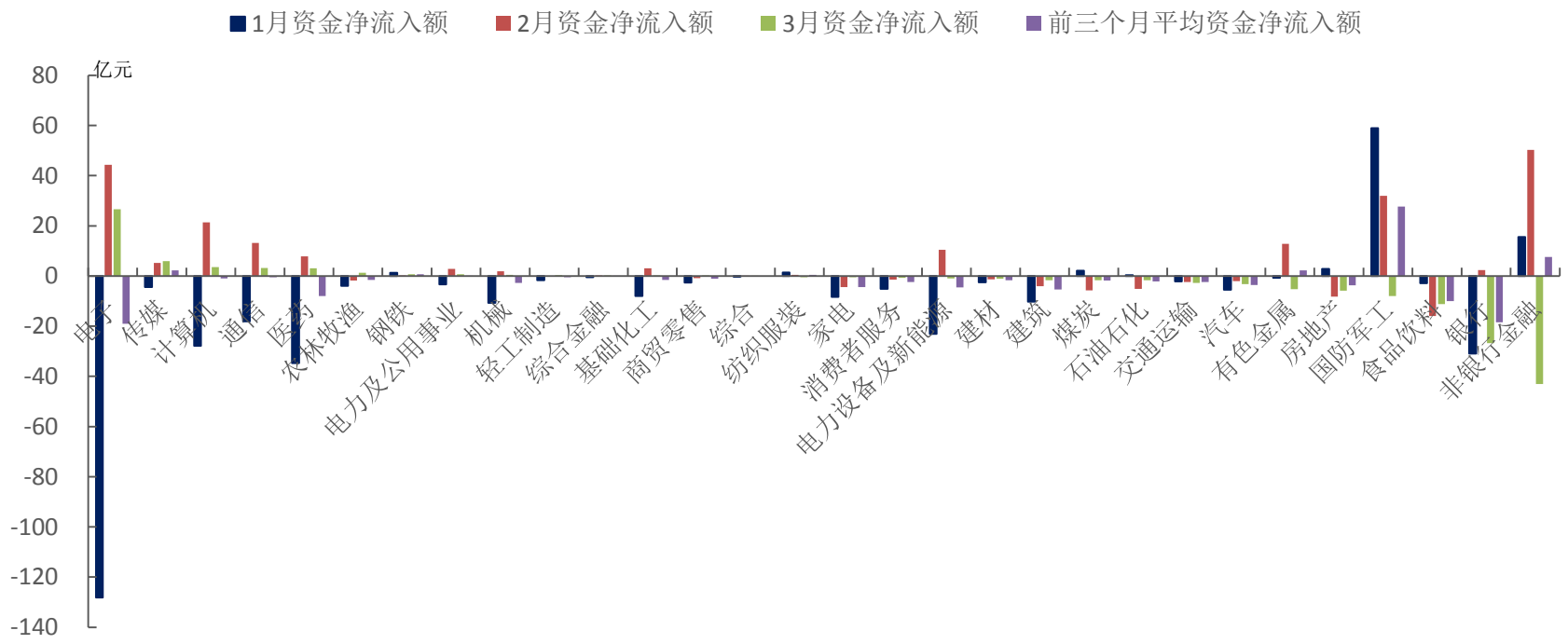


资料来源：Wind、东兴证券研究所
注:数据更新截止2021年3月31日

资金：ETF资金由军工、金融流向科技、医药

■3月ETF资金流向集中在以电子、传媒、计算机、通信等为代表的科技板块，以及前期跌幅较大的医药板块。银行、非银、食品饮料、国防军工板块转为净流出。

图表：科技板块恢复净流入，国防军工、金融板块转为净流出



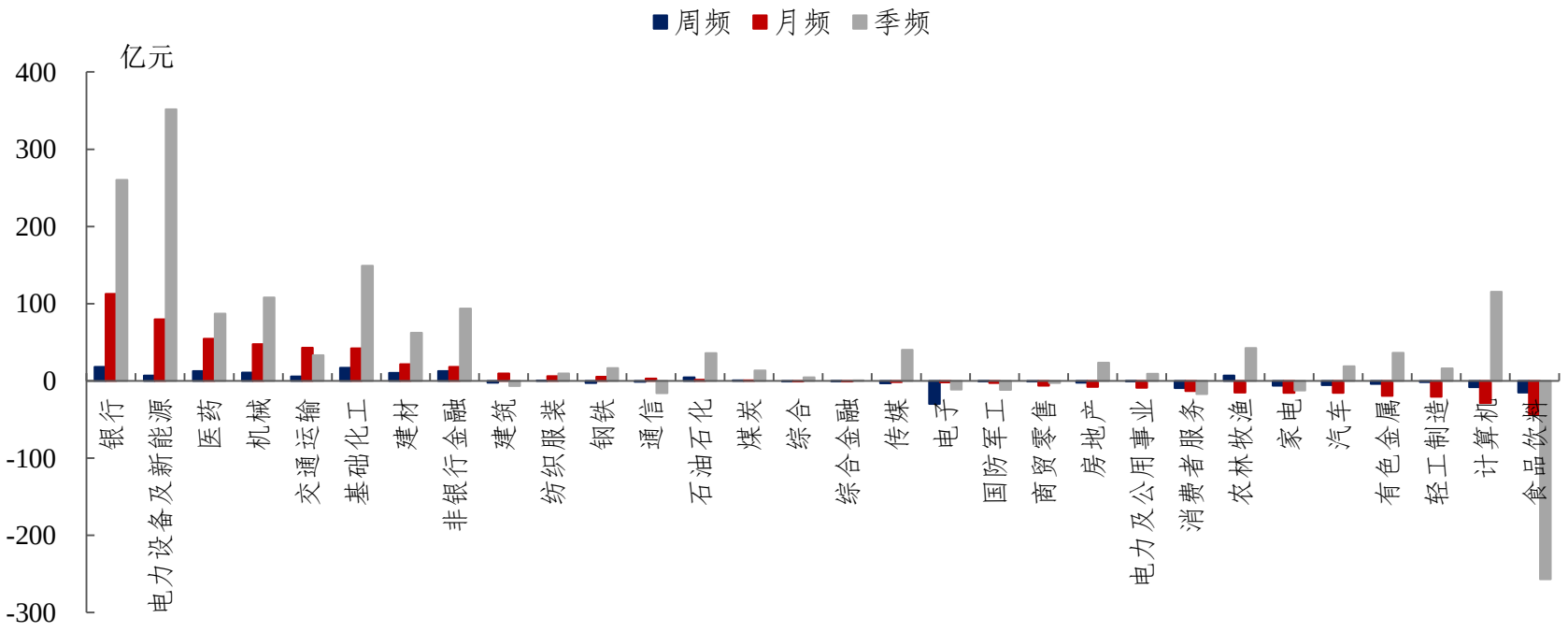
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注:数据更新截止2021年3月31日

资金：北向资金持续流入银行、医药

■3月北向资金主要流向银行、电新、医药板块，净买入额分别为112.64亿元/79.87亿元/54.64亿元；近一周北向资金集中流入银行、基础化工、医药行业，净买入额分别为18.21亿元/17.10亿元/12.86亿元。

图表：北向资金持续流入银行、医药



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至2021年3月30日

目 录

一、市场回顾：核心资产波动加大

二、经济环境：全球复苏加速

三、政策环境：流动性收紧时点临近

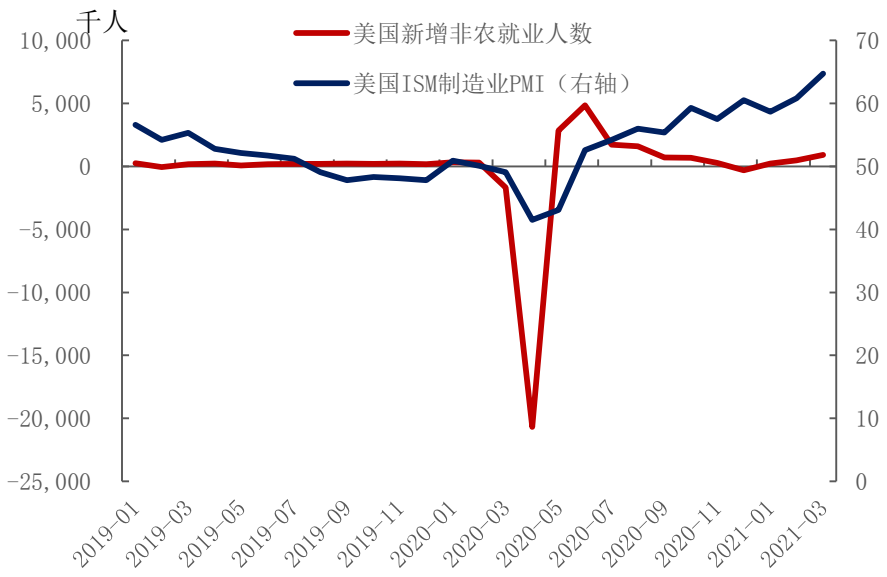
四、行业配置：寻找盈利弹性>估值弹性行业

美国：经济强劲复苏

■3月6日1.9万亿美元刺激计划通过，31日拜登公布2万亿美元的基础设施计划。

■最新经济数据维持强劲，4月2日发布3月新增非农就业人数91.6万人，环比多增44.8万人；ISM制造业PMI指数为64.7，环比抬升3.9。

图表：美国非农就业人数、ISM制造业PMI



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：拜登政府通过1.9万亿美元的救助计划

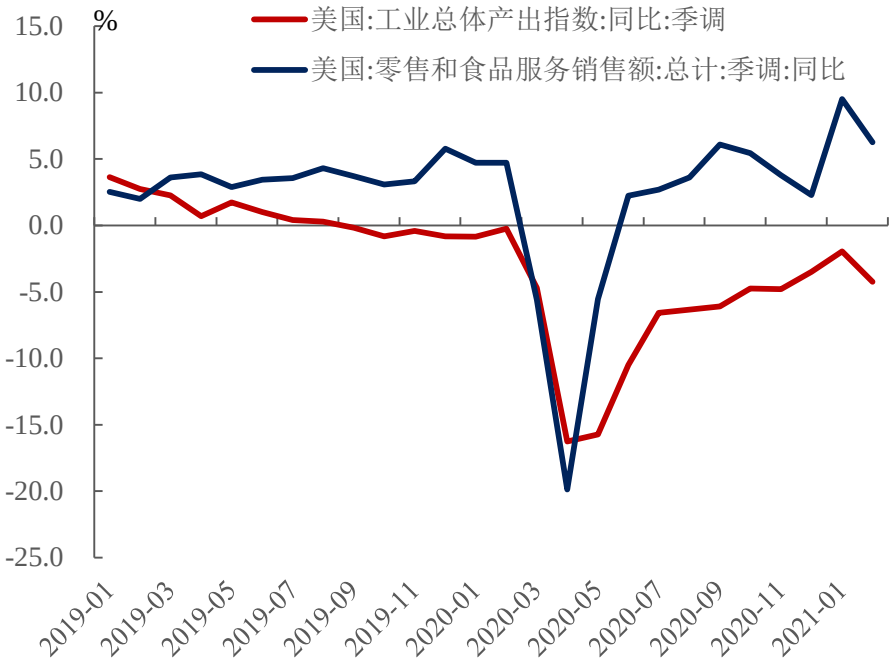
分类	具体内容	额度（亿美元）
疫情防控	新冠病毒检测	500
	国家疫苗计划	200
居民、企业补贴	一次性现金补助（2020年12月份的600美元/人+1400美元/人）	300
	失业补助（延长计划至9月6日，额度300美元/周）	400
	住房及租金补助	350
	儿童保育费用税收抵免	160
	妇女、婴儿及儿童营养补充特别计划	350
	小企业援助	150
机构补贴	州和地方政府援助	3500
	K12学校和高等教育机构援助	1700
	公共交通机构补助	200
其他	……	……
合计		1.9万亿美元

资料来源：美联社、东兴证券研究所
https://www.ap.org/en-gb/

美国：沿消费库存生产路径复苏

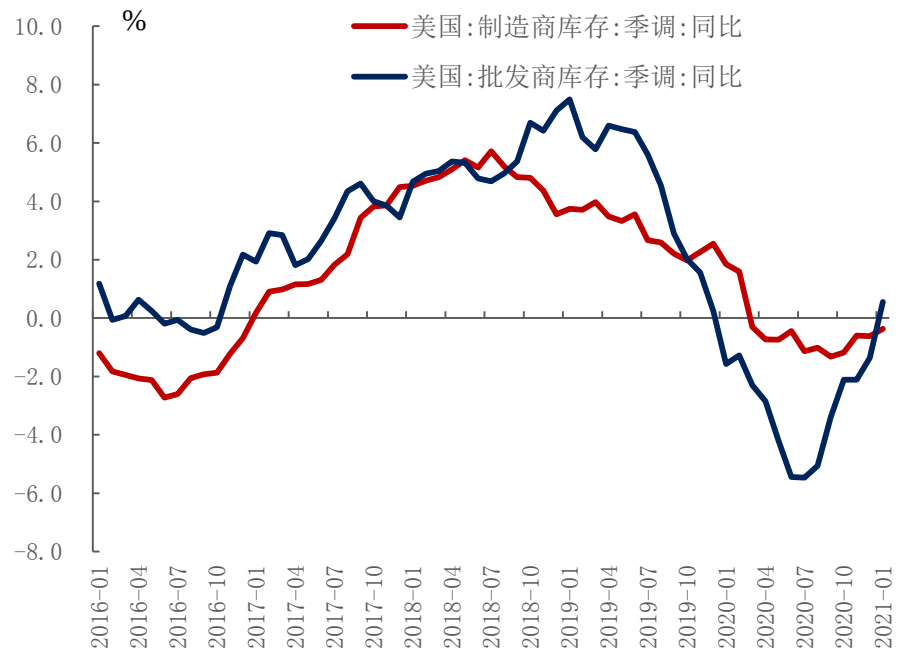
■美国疫情以来的经济修复路径是从消费端开始，生产端恢复缓慢。需求和生产的缺口不断扩大、零售和渠道部分商品库存骤降、以及进口需求激增。从去年四季度开始，美国补库周期已经开启。

图表：美国消费复苏快于生产修复



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：制造商、批发商库存同比低位反弹



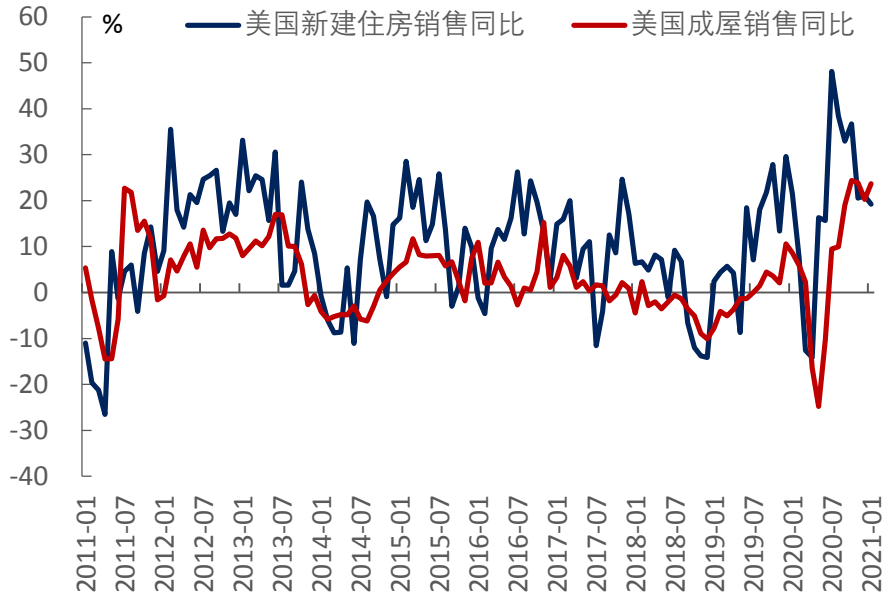
资料来源：Wind、东兴证券研究所

美国：进入地产上行周期

■1、2月美国住房销售套数同比增速维持高位，房地产热度不减。

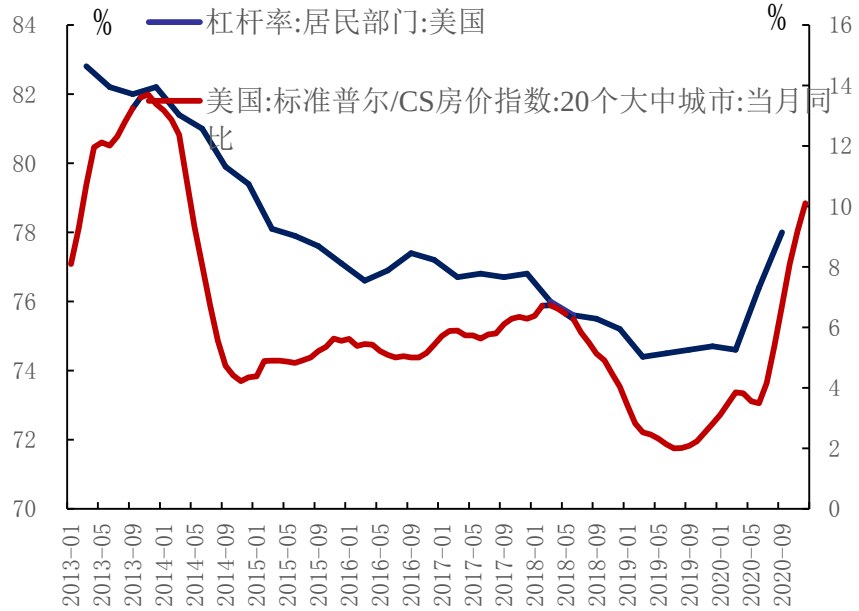
■2020年美国居民杠杆率维持近10年低位，2020年末有所上行。当前居民杠杆空间充足，股市等风险资产面临流动性收紧的负面影响，未来房地产将进入上行周期。

图表：美国住房销售增速上行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：收入增长支持房价抬升



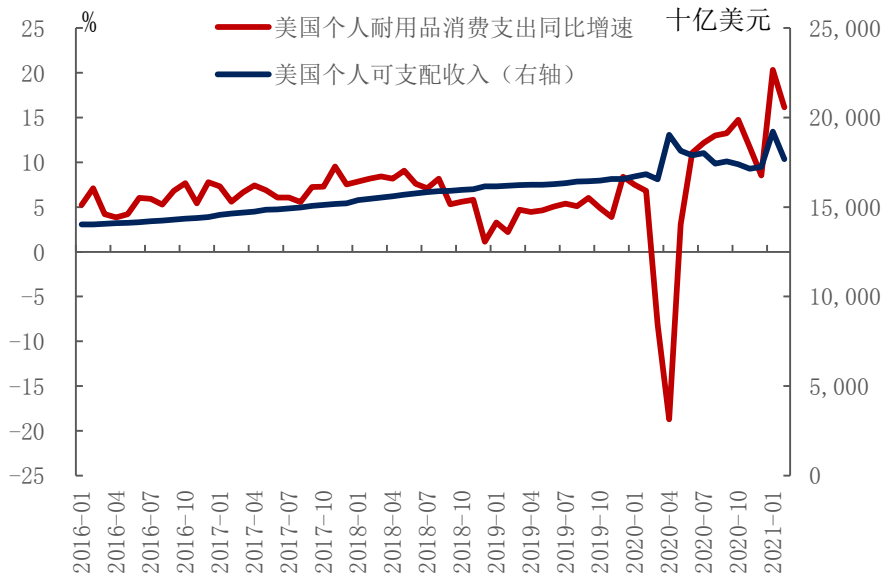
资料来源：Wind、东兴证券研究所

美国：耐用品消费亮眼

■美国较强财政刺激下，个人可支配收入、耐用品消费增速均保持较高增速。

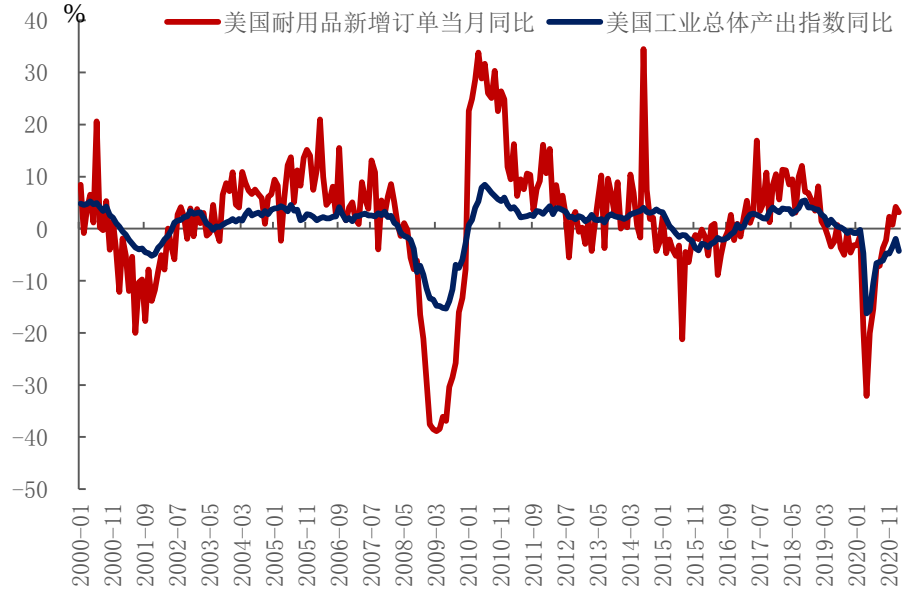
■耐用品新订单增速对工业生产恢复情况有一定指示性，2020年末耐用品新订单增速回正，2021年初维持4%附近，生产端仍有恢复空间。

图表：财政刺激带动耐用品消费



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：耐用品新订单高增



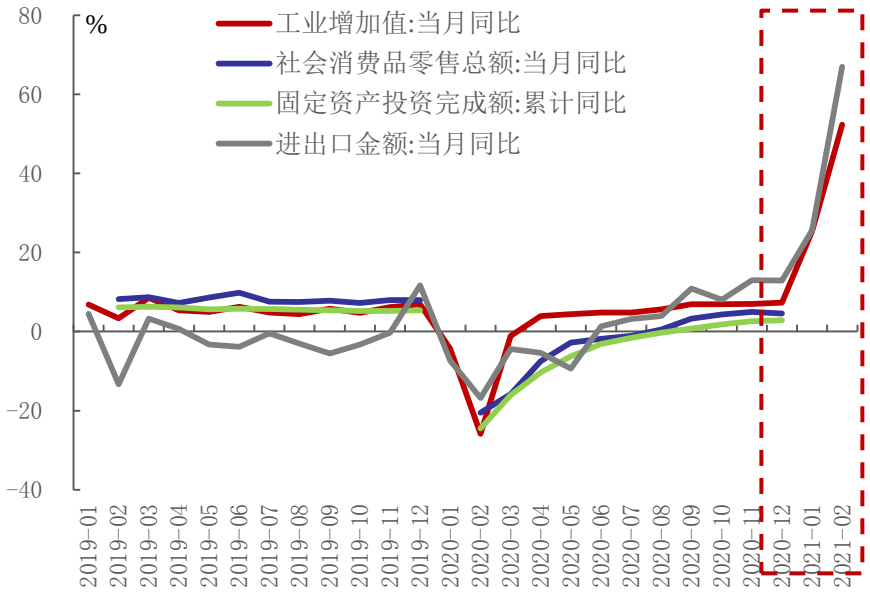
资料来源：Wind、东兴证券研究所

中国：年初整体恢复较好，生产强于需求

■统计局表示，1-2月份主要经济指标均出现大幅回升，主要受到外部需求改善、就地过年、基数效应的带动。

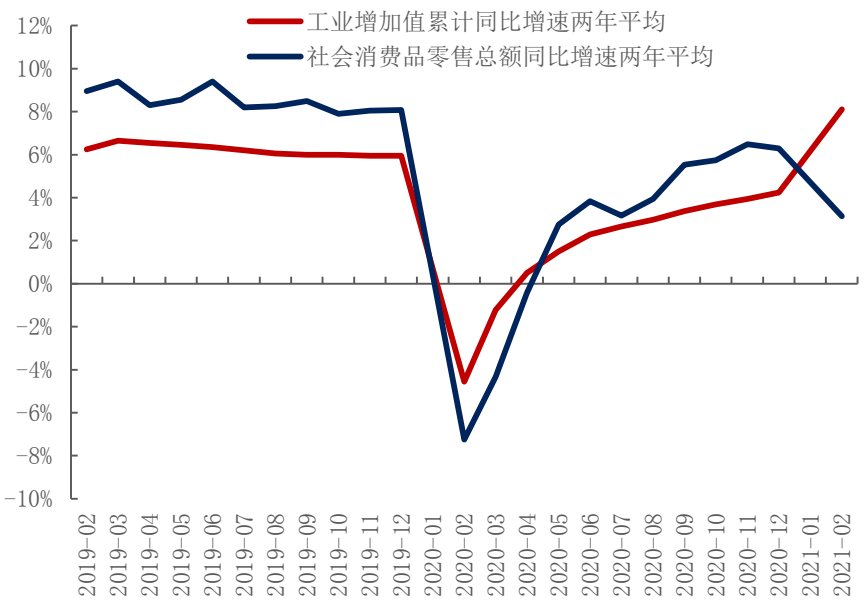
■生产端恢复好于消费端，使用两年平均增速剔除低基数效应影响，1~2月规模以上工业增加值、社会消费品零售总额两年平均同比增速分别为8.1%、3.2%。

图表：1~2月消费、投资同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：1~2月消费、投资两年均值增速（去基数效应）



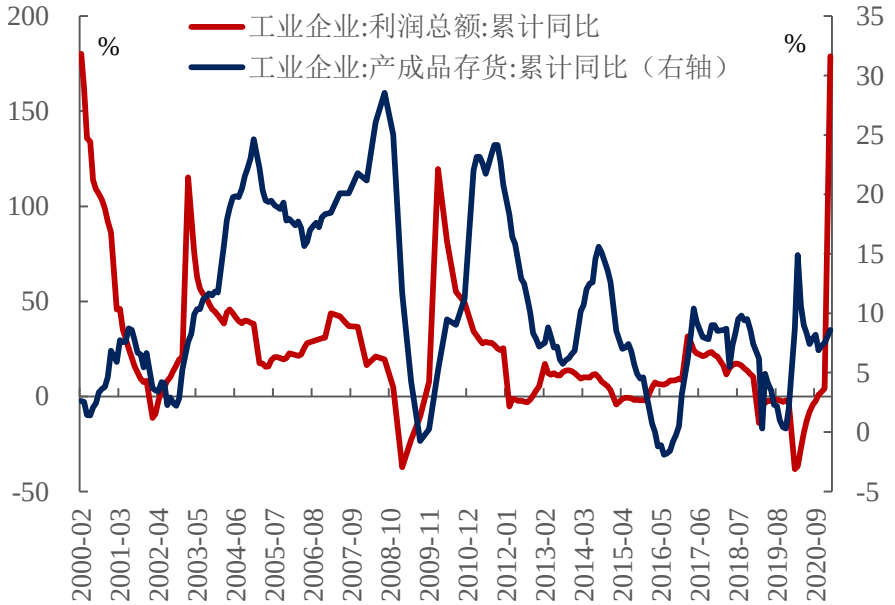
资料来源：Wind、东兴证券研究所

中国：生产端仍强势

■2月工业企业利润累计同比增速两年平均值超过30%。

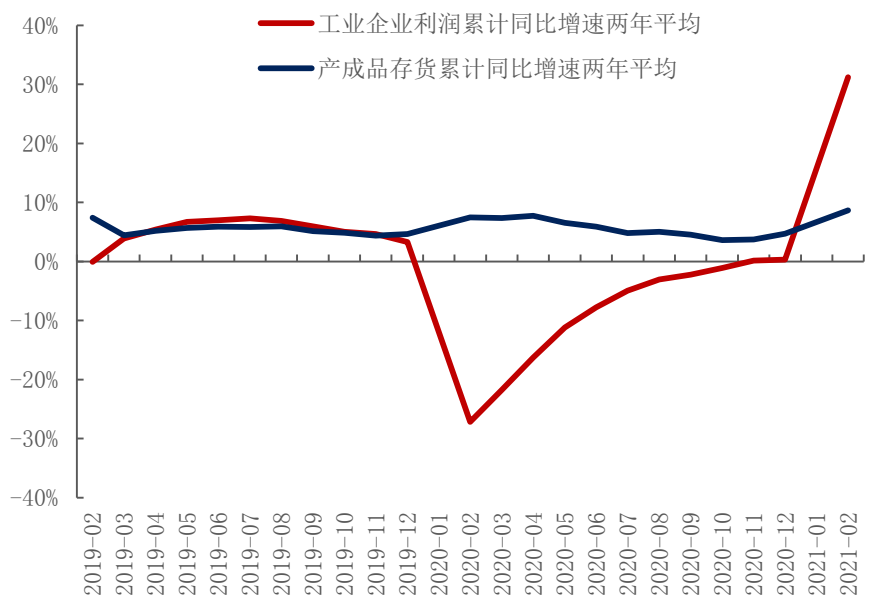
■2021年PPI存在确定上行趋势，且内外部需求均处于恢复进程中，工业企业将进入主动补库存阶段，生产端强势将延续。

图表：库存周期变化



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：工业企业利润、产成品库存两年均值增速（去基数效应）



资料来源：Wind、东兴证券研究所

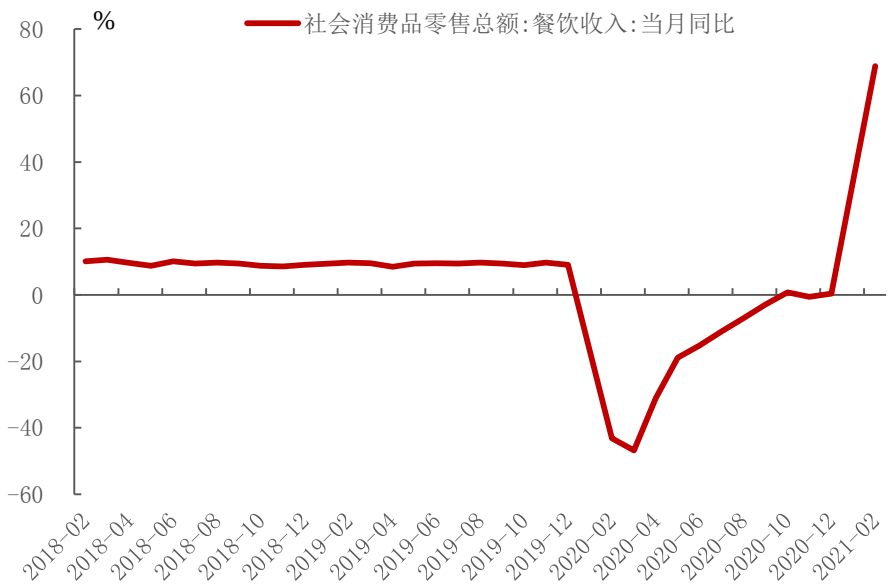
中国：消费后续改善

■1~2月餐饮、日用品等分项增速较高，石油制品受近期大宗商品价格波动影响，略微拖累整体社零。

■需求端恢复虽弱于生产端，但在经济修复大趋势下，叠加疫情出国受限，预计增速仍将上行。

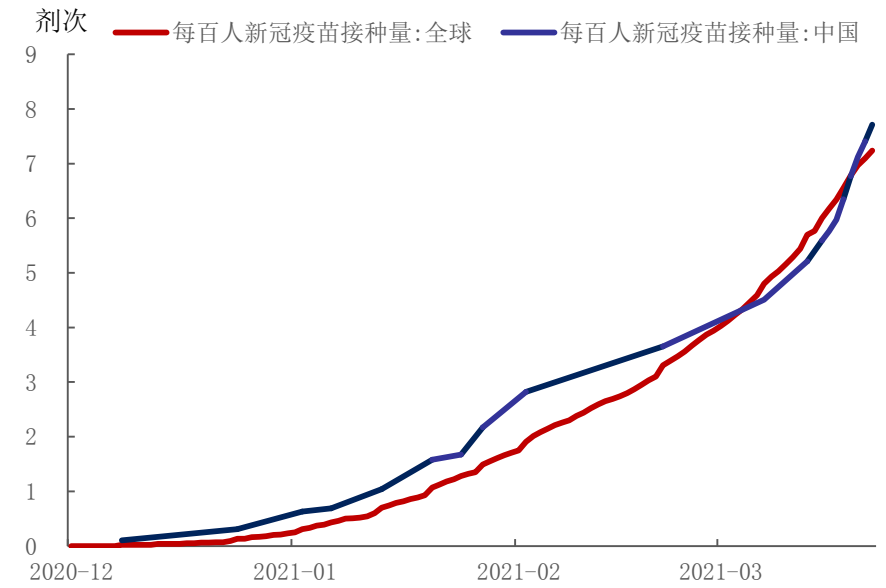
■我国疫苗接种速度超过全球平均水平，二季度气候转暖、又逢多个假期，拉动社零增速向上。

图表：餐饮业逐渐改善



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：我国疫苗接种速度超过全球平均



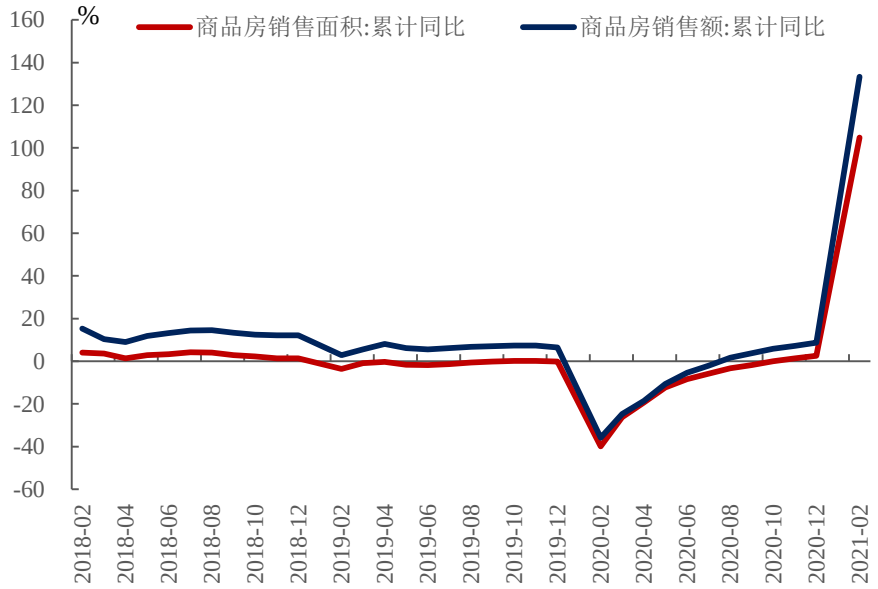
资料来源：Wind、东兴证券研究所

中国：房地产投资韧性仍在

■2021年1~2月，商品房销售面积、销售额累计增速分别为104.9%、49.6%，三条红线限制下，房地产投资韧性仍在。

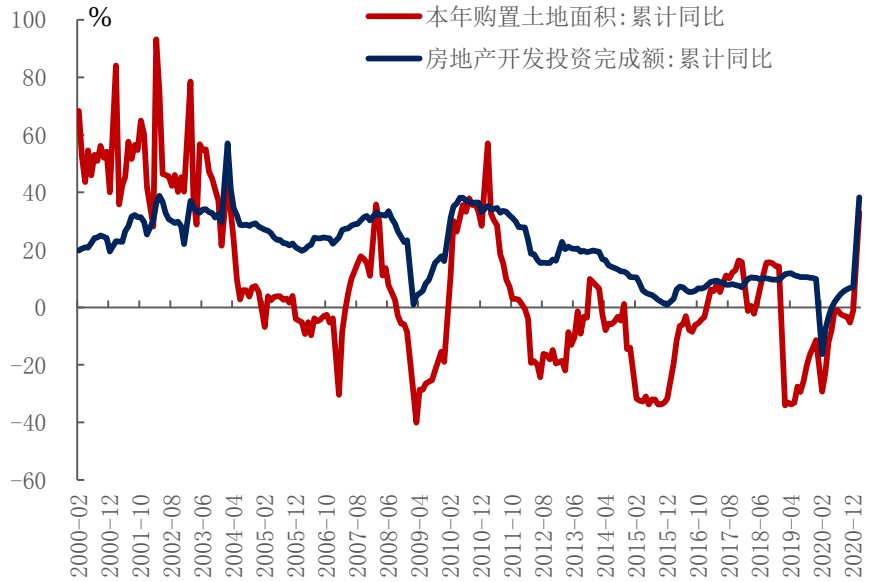
■购置土地面积增速与房地产投资一致性较高，按照目前增速预计下阶段房地产投资仍对投资端形成正向拉动。

图表：商品房销售面积、销售额累计同比增速



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：土地购置面积增速不减



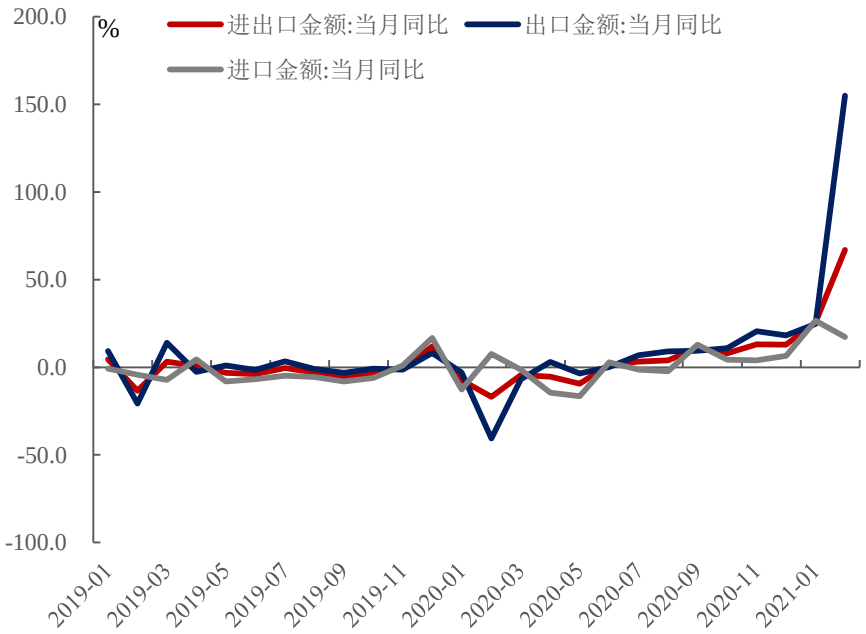
资料来源：Wind、东兴证券研究所

中国：进出口仍有上行动力

■年初全球疫情逐渐得到控制，整体需求复苏拉动我国出口高增，2月出口同比增长154.9%。

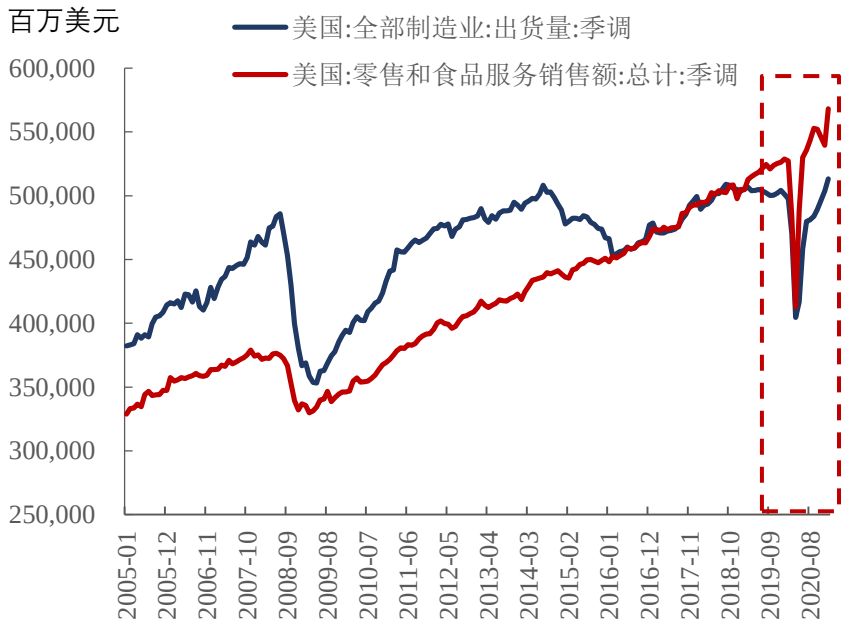
■当前美国供需缺口仍近700亿美元，即便未来海外经济持续修复，我国出口增速仍有较强支撑。

图表：我国进出口高增



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：美国供需缺口



资料来源：Wind、东兴证券研究所

目 录

一、市场回顾：核心资产波动加大

二、经济环境：全球复苏加速

三、政策环境：流动性收紧时点临近

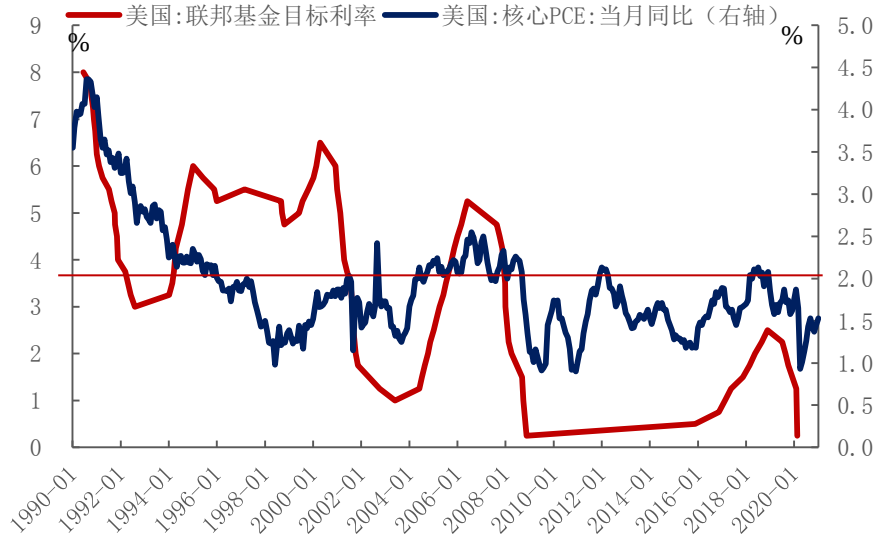
四、行业配置：寻找盈利弹性>估值弹性行业

宏观流动性：美联储的真实意图

■3月FOMC会议表示，在就业、通胀率达到预计水平前，联邦基金利率的目标区间维持在0%~0.25%，且将继续增持国债。所谓“鸽派”是指美联储货币政策倾向，从政策逻辑来看，可以理解为“一旦相关数据达到预期水平，将对联邦基金利率目标区间作出调整”。

■核心PCE和联邦基金目标利率联动性较强，美联储对于2021年核心PCE预测已调至2.2%，下阶段若美经济数据继续恢复，美联储鸽派态度将转向。

图表：核心PCE和联邦基金目标利率联动性较强



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：2021年核心PCE预测达2.2%、失业率4.5%

Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8–6.6	3.0–3.8	2.0–2.5	1.8–2.0
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7–5.0	3.0–3.5	2.2–2.7	1.7–2.0
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2–4.7	3.6–4.0	3.2–3.8	3.8–4.3
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7–5.4	3.8–4.6	3.5–4.3	3.9–4.3
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2–2.4	1.8–2.1	2.0–2.2	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7–1.9	1.8–2.0	1.9–2.1	2.0
Core PCE inflation[4]	2.2	2.0	2.1		2.0–2.3	1.9–2.1	2.0–2.2	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7–1.8	1.8–2.0	1.9–2.1	
Memo: Projected appropriate policy path								
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–0.9	2.3–2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5

资料来源：美联储、东兴证券研究所
https://www.federalreserve.gov/

宏观流动性：人民银行货币政策倾向趋于收紧

■2021年初多次会议保持“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度”的货币政策定调。

■货币政策委员会一季度例会虽然保持了原有货币政策基调，但相较上年四季度例会删去“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”、“保持对经济恢复的必要支持力度”表述，货币政策力度倾向趋于收紧。

图表：货币政策委员会一季度例会货币政策表述变化

2020年四季度货币政策执行报告（2021.2）	两会政府工作报告（2021.3）
稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，坚持稳字当头，不急转弯，把握好政策时度效，处理好恢复经济和防范风险的关系，保持好正常货币政策空间的可持续性。以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，完善货币供应调控机制，综合运用多种货币政策工具，保持流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，同时根据形势变化灵活调整政策力度、节奏和重点。发挥好结构性货币政策工具的精准滴灌作用，构建金融有效支持实体经济的体制机制。	稳健的货币政策要灵活精准、合理适度。把服务实体经济放到更加突出的位置，处理好恢复经济与防范风险的关系。货币供应量和社会融资规模增速与名义经济增速基本匹配，保持流动性合理充裕，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步解决小微企业融资难题。延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度。延长小微企业融资担保降费奖补政策，完善贷款风险分担补偿机制。

资料来源：中国人民银行、中国政府网、东兴证券研究所
http://www.pbc.gov.cn/、http://www.gov.cn/

图表：2021年初政策、文件关于货币政策基调表述

会议指出，~~当前~~国内经济发展动力不断增强，积极因素明显增多，~~但~~经济恢复进程仍不平衡，境外疫情和世界经济~~趋于好转但~~形势依然复杂严峻，~~国内经济内生动力增强，但也面临疫情等不稳定不确定因素冲击，~~要加强国内外经济形势的研判分析，加强国际宏观经济政策协调，集中精力办好自己的事，搞好跨周期政策设计，支持经济高质量发展。稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，~~保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性，~~把握好政策时度效，保持~~对经济恢复的必要支持力度，综合运用并创新多种货币政策工具，保持~~流动性合理充裕，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。进一步发挥好再贷款、再贴现和直达实体经济货币政策工具的牵引带动作用，~~加大对科技创新、小微企业和绿色发展的金融支持，~~延续普惠小微企业贷款延期还本付息政策和信用贷款支持计划~~，~~，加大再贷款再贴现支持普惠金融力度，引导金融机构加大对科技创新、小微企业和绿色发展等领域的支持。

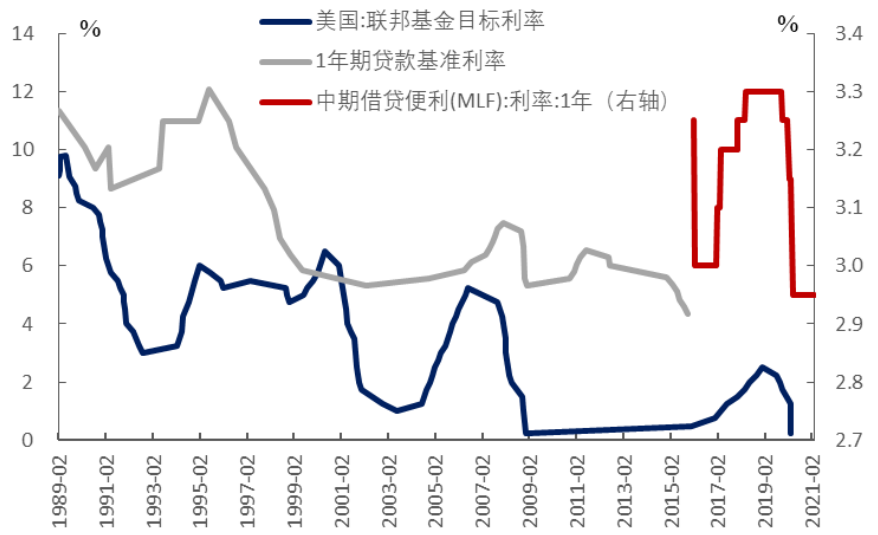
资料来源：中国人民银行、中国政府网、东兴证券研究所

宏观流动性：美联储政策外溢效果明显

■由于美元国际储备货币的地位，其政策利率调整影响全球资本流动。纵观中美政策利率调整操作，可以看出虽然中美调整不同步，但美联储政策外溢效果较为明显。

■3月25日鲍威尔发表偏鹰派讲话，表示随着经济复苏和目标取得实质性进展，将减少债券购买。

图表：美联储政策具明显外溢效应



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：中美调整政策利率时点并不同步

加息起始	加息结束	美联储加息次数	我国央行调升政策利率情况
1999年6月	2000年5月	6次	未调整存贷款基准利率
2004年6月	2006年6月	17次	2004年10月、2006年5月调升存贷款基准利率
2015年12月	2018年12月	9次	基本同步调升MLF利率

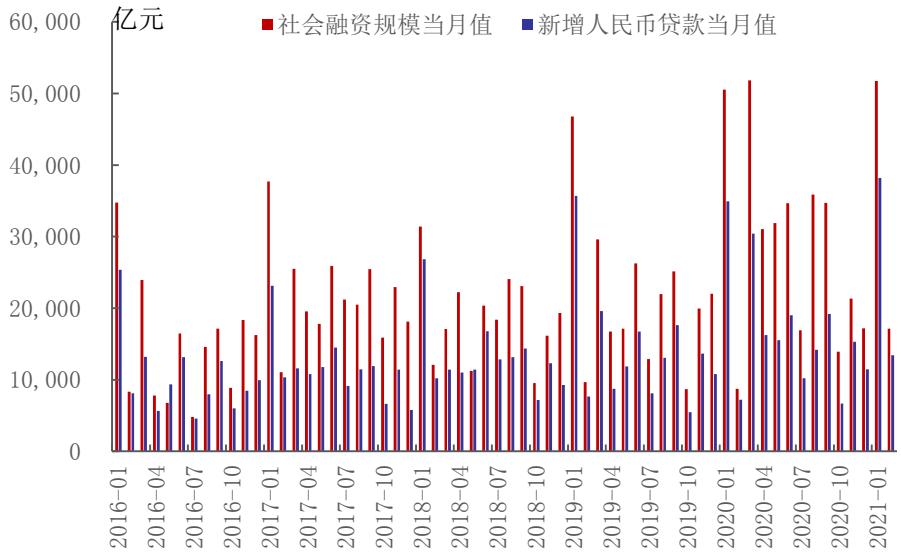
资料来源：美联储、中国人民银行、东兴证券研究所 https://www.federalreserve.gov/、http://www.pbc.gov.cn/

宏观流动性：社融高增不等于流动性宽松

■虽然2月贷款高增带动社融同比增速超预期，但贷款、票据加权平均利率2020年末已呈上行态势，说明融资需求大于供给，当前较高增速主要由需求带动，而非充裕的流动性供给。

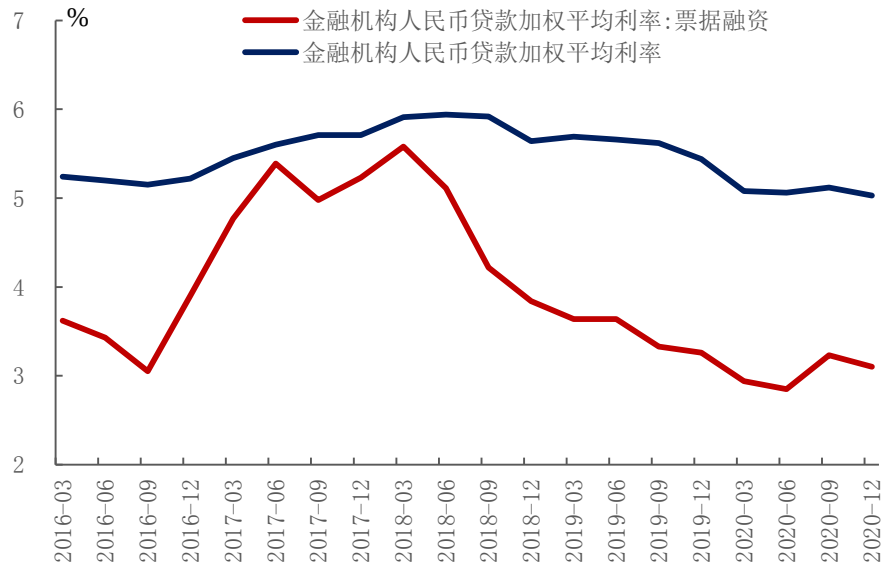
■疫情后流动性超宽松时间点已过，社融难以维持2020年高增，根据潜在经济增速测算，我们认为全年社融增速维持11%附近，节奏上逐渐放缓。

图表：2月社融高增主要受贷款拉动



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：贷款、票据利率走势



资料来源：Wind、东兴证券研究所

宏观流动性：流动性边际收紧无疑

■从我国GDP、贷款基准利率走势来看，经济恢复期通常伴随政策利率调升，我国经济恢复趋势确定，流动性边际收紧是大概率事件。

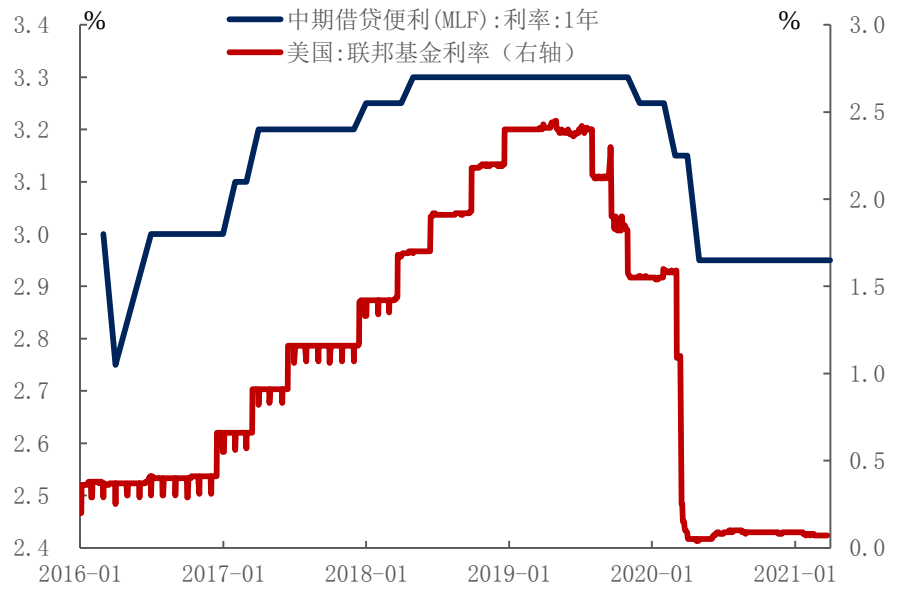
■如前所述，3月末美联储、央行例会关于货币政策态度均已出现一定变化，下阶段中美官方表态更加重要。

图表：经济恢复期伴随基准利率调升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表： MLF利率与联邦基准利率基本同步



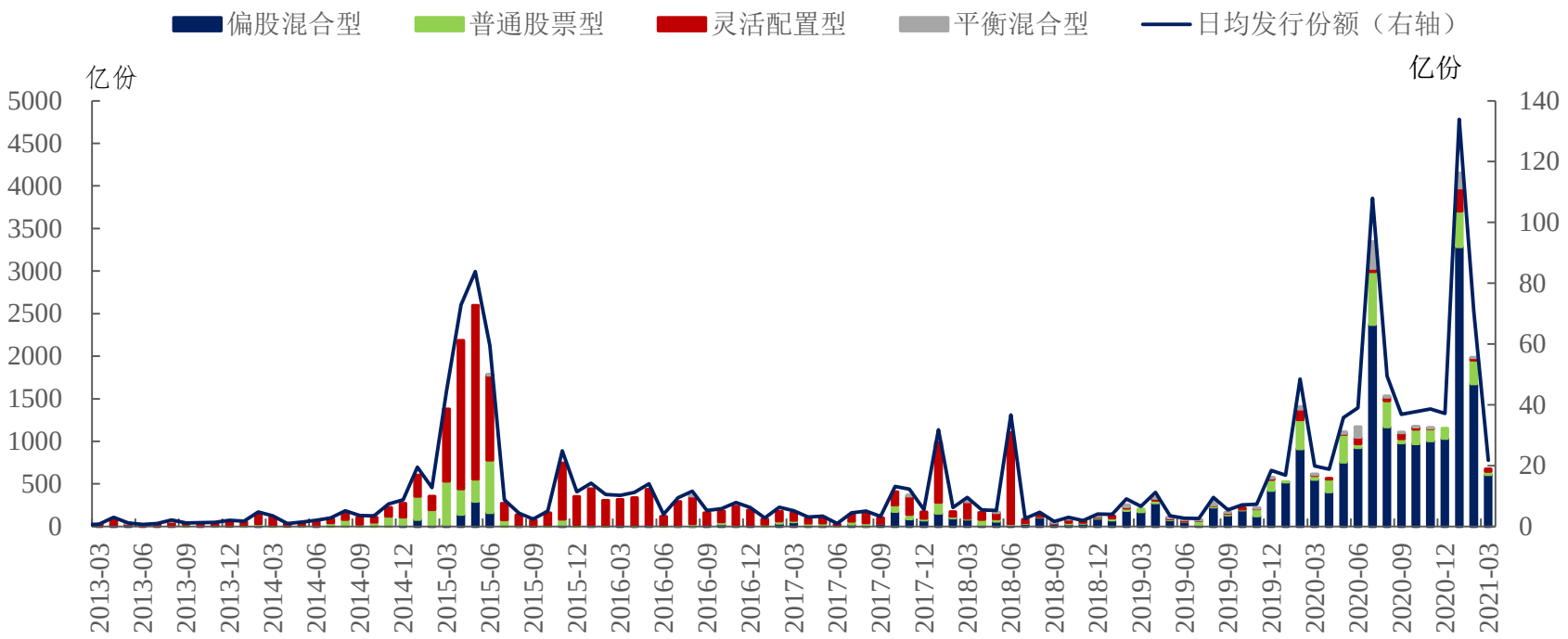
资料来源：Wind、东兴证券研究所

股市流动性：公募基金发行份额下降

■2021年1月下旬开始公募基金发行份额已出现颓势，2、3月加剧了这一趋势，主动偏股型基金分别日均发行70.82亿份/21.77亿份，环比下降47.12%/69.26%。

■新增入场资金大幅减少，将影响本轮结构性行情的持续性。

图表：1月以来公募基金发行份额有所回落



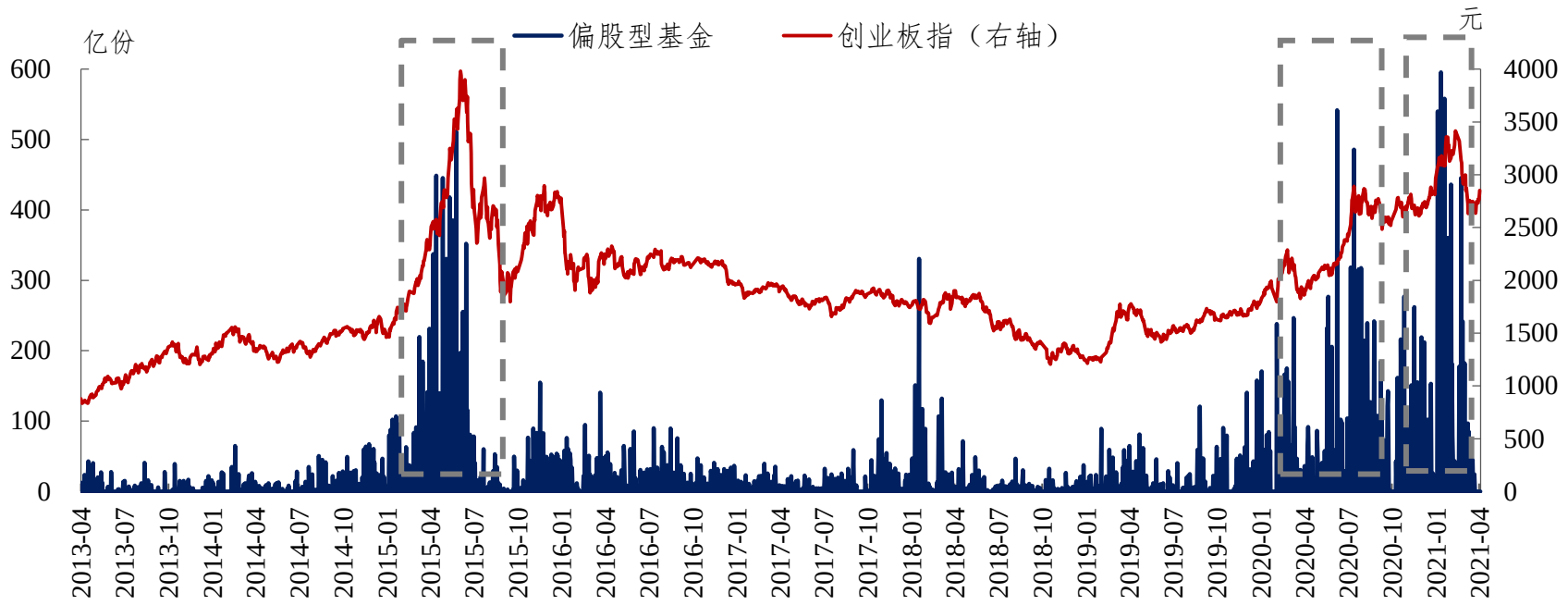
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：日均发行份额=月度发行份额/每月自然日天数，部分3月底发行基金份额未公布。数据截至2021年4月3日。

股市流动性：公募基金发行与股市的正反馈

■历史三次偏股型基金发行顶点分别出现在2015年4月13日、2020年6月8日、2021年1月11日，对应时期创业板指顶点出现在2015年6月4日、2020年7月15日、2021年2月10日。

图表：公募基金发行见顶与指数见顶的关系



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至2021年4月3日

股市流动性：A股正反馈机制被打破

■2月以来，前期热度较高的公募基金回报率下降。偏股型基金单位净值平均值在2月19日达到1.7114元的峰值之后，开始显著回落。3月26日回落到1.5497元，净值跌幅达-9.96%。

■流动性收紧预期下，前期增量资金入场-预期回报上升的正循环被打破。

图表：2021年以来公募基金回报率下降



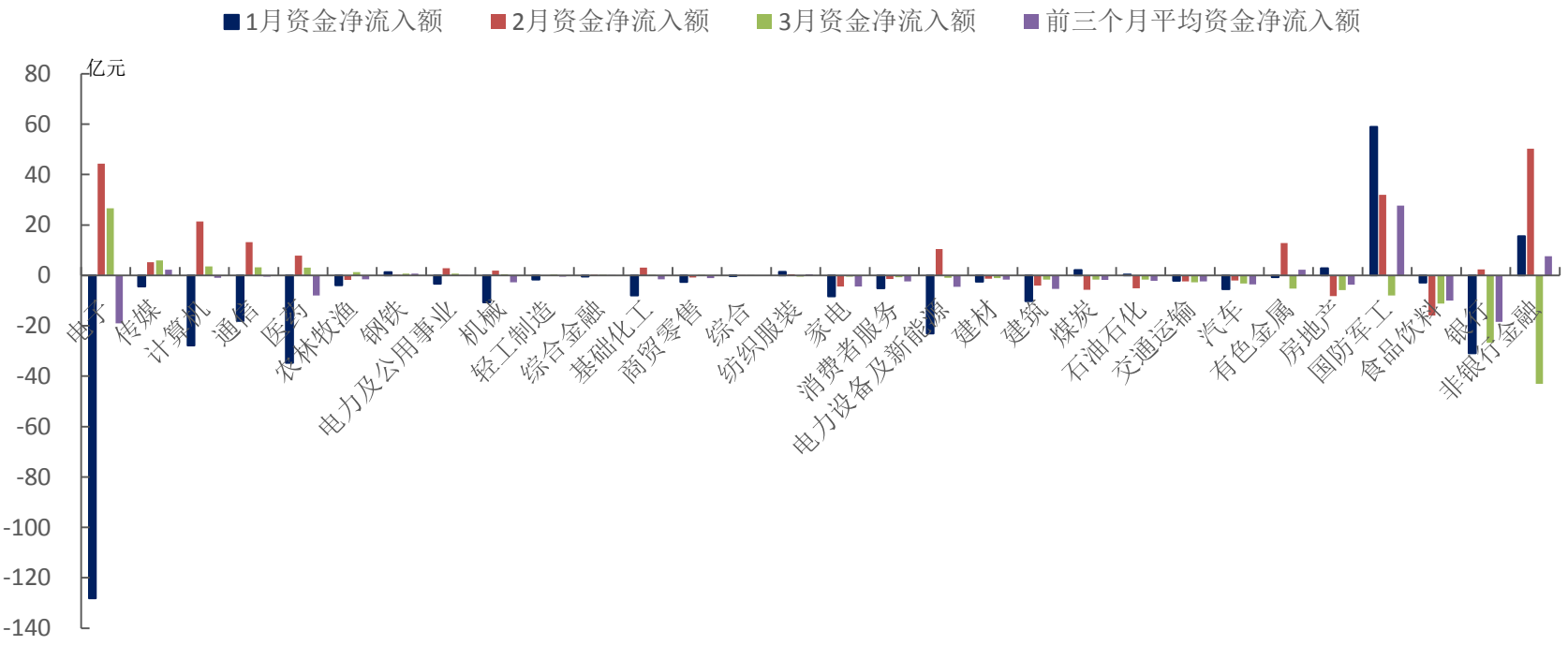
资料来源：Wind、东兴证券研究所

备注：数据统计截至2021年3月26日

股市流动性：3月ETF重新流入科技和医药

■3月ETF主要流向电子、传媒、计算机、通信、医药，净流入额分别为26.67亿元、5.90亿元、3.53亿元、3.22亿元。1、2月资金主要流入军工和非银，主要流出电子、医药、计算机。从边际变化来看，3月开始资金开始重新流入前期净流出最大的科技和医药。

图表：科技板块恢复净流入，国防军工、金融板块转为净流出



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注:数据更新截止2021年3月31日

目 录

一、市场回顾：核心资产波动加大

二、经济环境：全球复苏加速

三、政策环境：流动性收紧时点临近

四、行业配置：寻找盈利弹性>估值弹性行业

行业配置：寻找业绩弹性大于估值弹性的品种

流动性收紧渐近，股票市场流动性冲击压制估值，当前时点更需关注盈利弹性大于估值弹性的板块。

■一、开启新一轮资本开支周期的制造业及PPI涨价逻辑下受益的行业：中游制造（工程机械、汽车零部件）、上游资源（铜、铝、钢铁）；

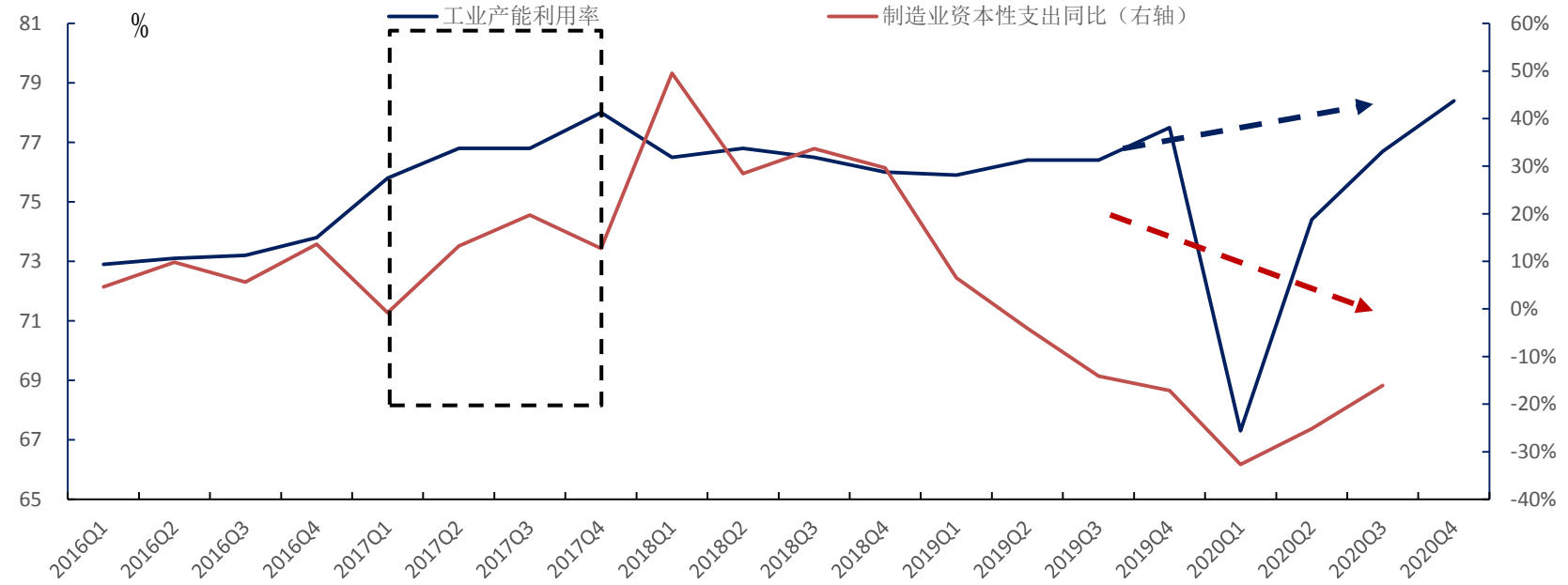
■二、业绩较优但估值还处于低位且有明显催化的绩优股：酒店、旅游、餐饮、银行；

■三、美国地产周期上行及国内竣工大年拉动的地产后周期行业：家电、家具、建筑装饰等。

主线一：制造业资本支出具备扩张潜力

■截至2020年12月，制造业产能利率已经达到78%。历史来看，产能利用率上升也往往伴随资本支出扩张，本次产能利用率上升制造业资本支出尚未显著上行，制造业资本支出仍具备扩张潜力。

图表 ：制造业资本支出存在扩张空间



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：此处以家电、机械、汽车三个行业平均值计算制造业资本性支出。数据更新截止2020年12月

主线一：制造业普遍进入主动补库存阶段

■当前制造业普遍开始进入主动补库存阶段。

图表：2020年6月起各个行业陆续进入主动补库存阶段

行业	当前所处周期	前一阶段所处周期	转折时点
煤炭开采和洗选业	主动补库存	主动去库存	2020年7月
化学纤维制造业	主动补库存	主动去库存	2020年11月
有色金属矿采选业	主动去库存	主动补库存	2021年2月
黑色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	主动去库存	2020年10月
有色金属冶炼及压延加工业	主动补库存	主动去库存	2020年9月
计算机、通信和其他电子设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020年11月
石油和天然气开采业	主动去库存	主动补库存	2021年2月
汽车制造业	主动去库存	主动补库存	2020年11月
电气机械及器材制造业	主动补库存	主动去库存	2020年6月
黑色金属矿采选业	主动补库存	主动去库存	2020年9月
造纸及纸制品业	主动补库存	主动去库存	2020年10月
橡胶和塑料制品业	主动补库存	主动去库存	2020年7月
通用设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020年6月
专用设备制造业	主动补库存	主动去库存	2020年9月
纺织业	主动补库存	主动去库存	2020年11月
医药制造业	主动补库存	主动去库存	2020年12月
家具制造业	主动补库存	主动去库存	2020年11月
化学原料及化学制品制造业	主动补库存	主动去库存	2020年11月
金属制品业	主动补库存	主动去库存	2020年11月

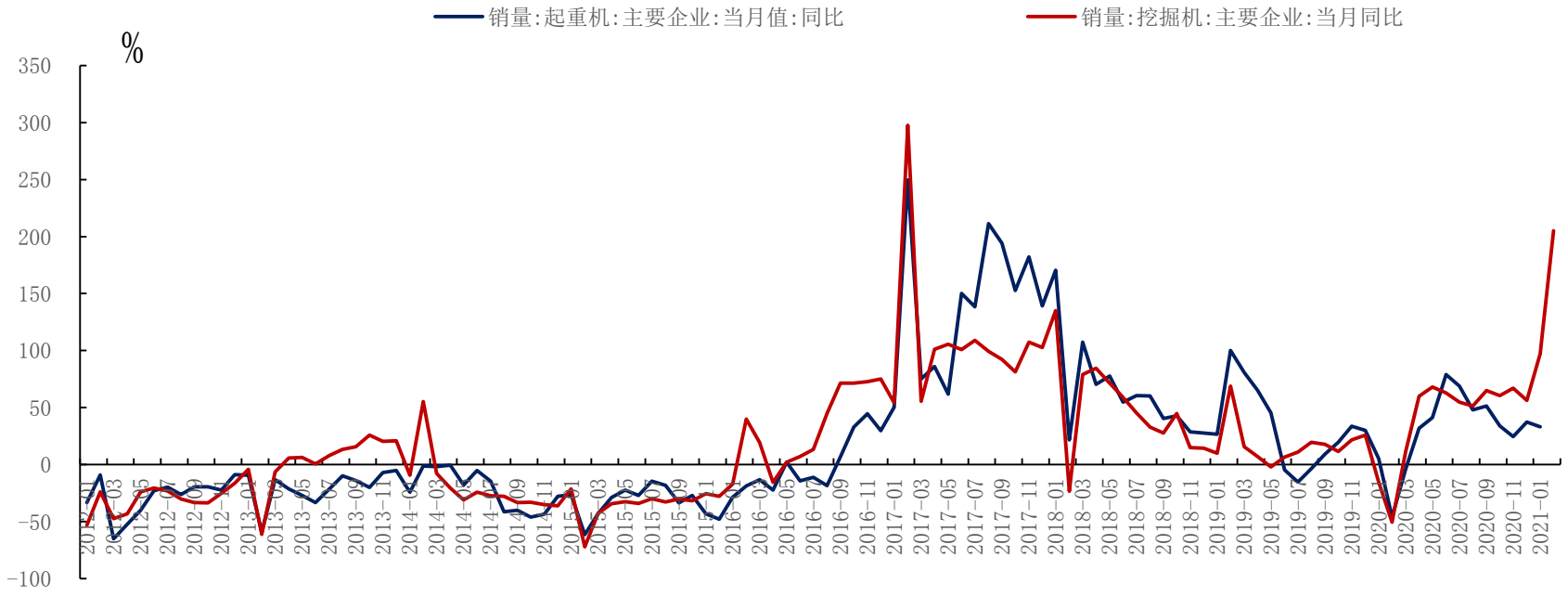
资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：工程机械存量替代需求旺盛

■工程机械上一轮销售高峰发生在2008年-2011年，当时销售的工程机械设备已纷纷进入替换周期。

■2021年以来挖掘机销量维持高增，起重机、泵车等一系列工程顺序在挖掘机之后的工程机械销量上行时点也往往滞后，工程机械预计整体仍能维持高景气。

图表：起重机销量上行往往滞后于挖掘机1个季度左右



资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：工程机械存量替代需求旺盛

■机械行业来看，工程机械业绩增速高且稳定并且估值相对较低。

■工程机械内部，三一重工、中联重科2018、2019年及2020年前三季度归母净利润增速均在30%以上且当前估值较低。

图表：工程机械业绩增速高且稳定，估值相对较低

		归母净利润增速		
行业	估值历史分位数	2018年	2019年	2020年前三季度
工程机械	48.5%	58.11%	58.49%	31.69%
专用机械	60.8%	-125.32%	238.78%	-7.34%
通用设备	77.8%	-57.36%	-50.43%	106.60%
运输设备	16.2%	-55.99%	50.29%	-21.64%
仪器仪表	28.8%	-113.87%	140.92%	7.09%
金属制品	24.3%	-18.37%	-92.78%	26.42%

资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：各个主要公司的业绩增速和估值分位数

		归母净利润增速			
证券简称	2020年三季度营业收入（亿元）	2018年报	2019年报	2020三季度	估值历史分位数
三一重工	728.9	192.3%	83.2%	34.7%	54.4%
徐工机械	512.9	100.4%	77.0%	-19.4%	58.3%
中联重科	452.4	51.6%	116.4%	63.4%	58.4%
上海机电	171.2	-8.8%	-14.9%	1.5%	54.7%
柳工	169.1	127.7%	28.7%	12.9%	15.4%
安徽合力	90.7	35.2%	11.8%	21.6%	25.7%
杭叉集团	82.1	15.2%	17.9%	31.1%	75.2%
山河智能	64.8	170.8%	17.1%	19.8%	32.3%
山推股份	52.0	24.9%	-29.6%	-18.8%	90.4%
广日股份	49.4	-66.4%	218.2%	46.2%	44.3%

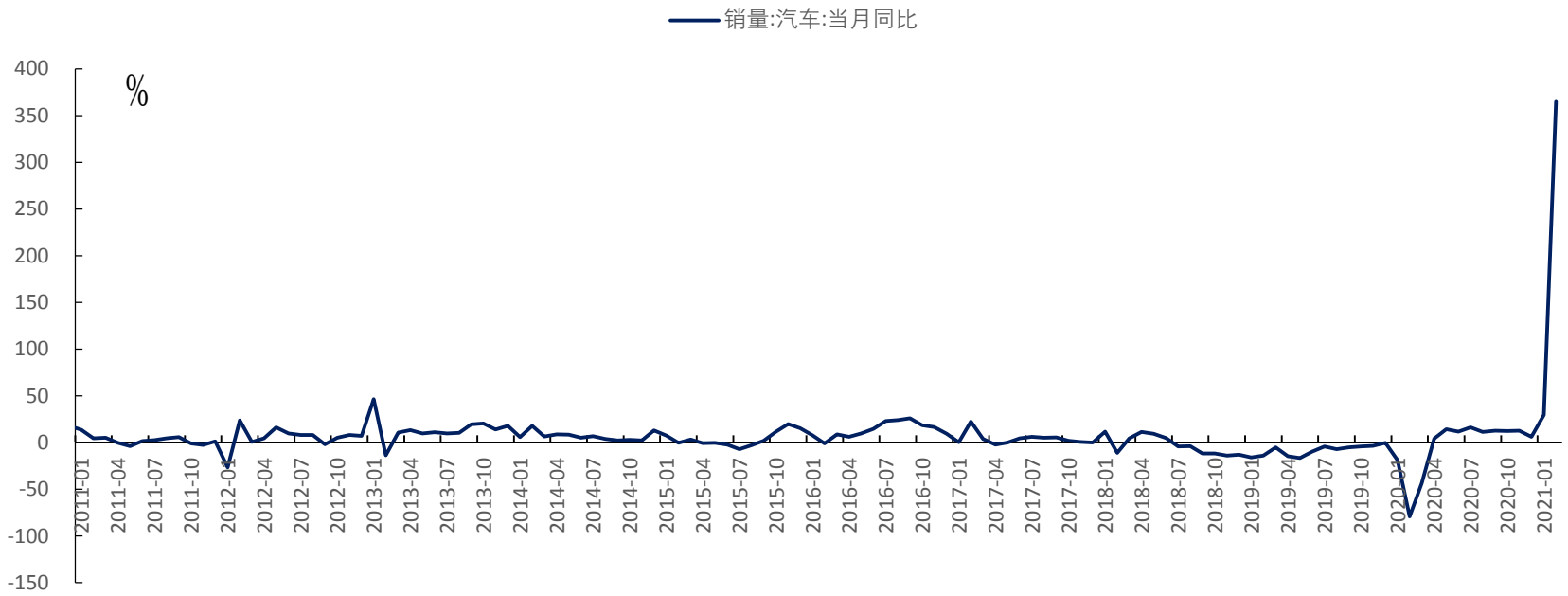
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注释：公司数据仅用公开数据统计汇总，并不构成任何盈利预测和投资评级，全文同

主线一：汽车零部件需求复苏

■2020年下半年随宏观经济回暖汽车消费也逐步恢复。我国汽车销量自2018年起出现滑坡，同比增速持续处于负区间，但受2016年与2017年的新车销售高峰带来的换购需求影响，去年下半年以来汽车销量已显著提升。当前汽车行业处于复苏周期。

图表：2020年下半年以来汽车销量显著提升



资料来源：Wind、东兴证券研究所

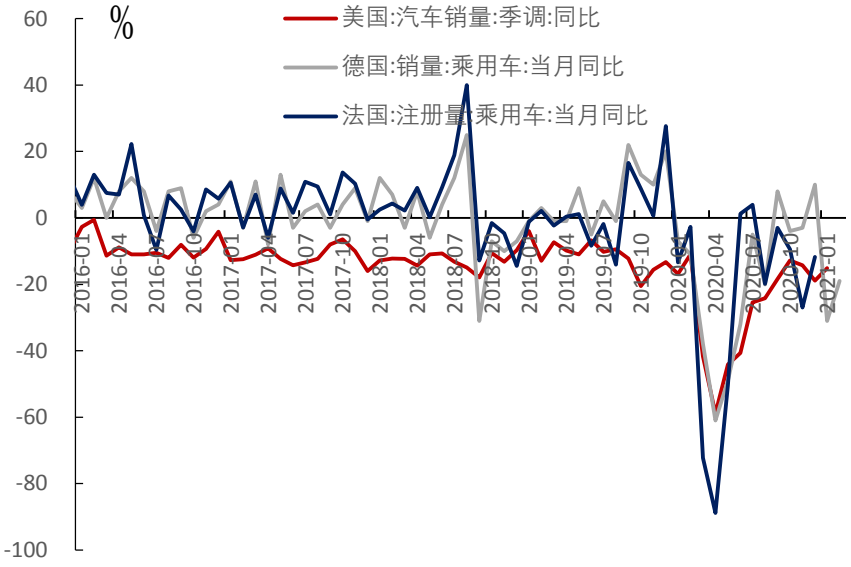
主线一：汽车零部件库存处于低位

■海外整车销售复苏，汽车及汽车零部件库存已处于历史低位，美国汽车及汽车零部件和用品的批发商库存同比仅为-5.69%，已是2011年以来的历史最低位，补库存需求强烈。

■与海外相比我国汽车产业整体受疫情冲击影响有限，为汽车零部件企业提供了较为稳定的下游需求，而部分欧美零部件企业在疫情压力下纷纷破产，有望促进我国零部件企业全球化进程。

■疫情带来海外断供风险整车厂商被迫选择采购国产零部件，将改变零部件的长期供求格局。

图表：欧美整车销售随疫情得到控制处于复苏阶段



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：汽车及汽车零部件库存已处于历史低位

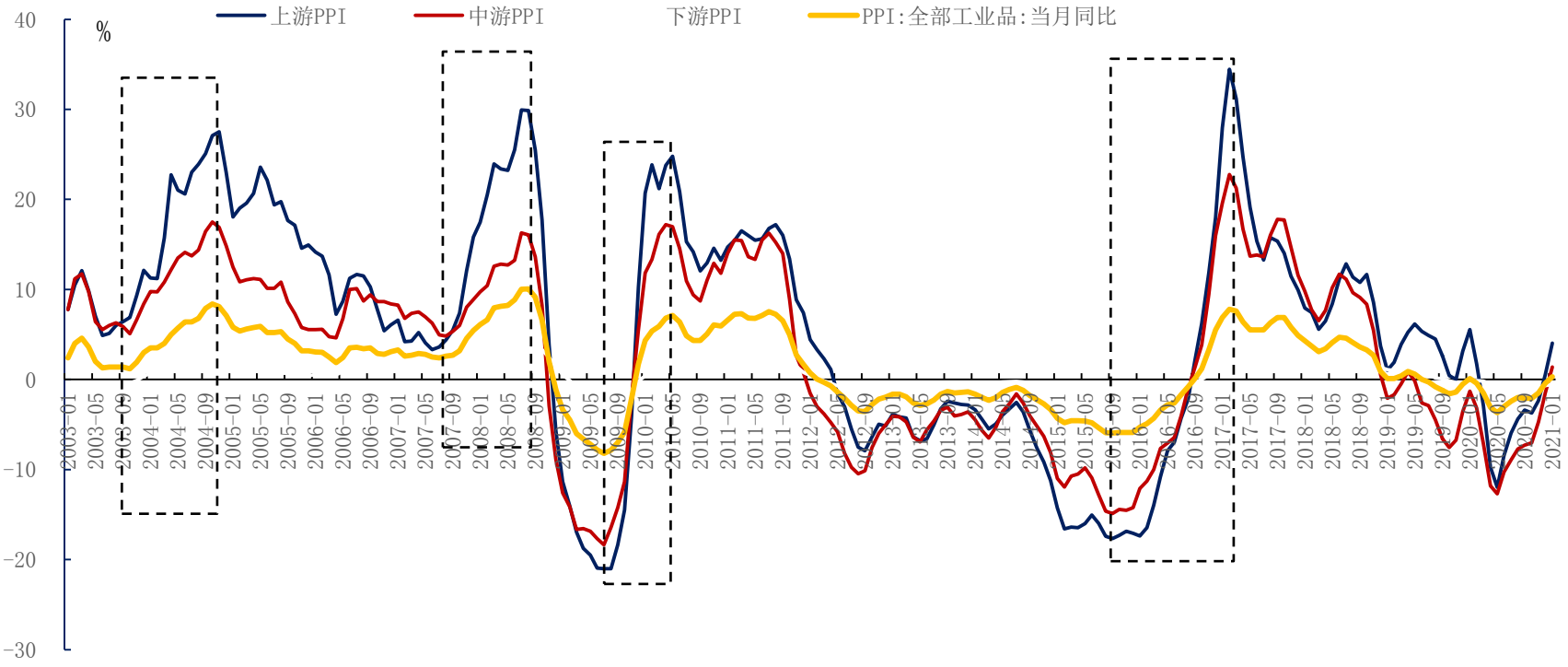


资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：历史上共有四段PPI显著上行区间

■ 自2003年以来共发生过4次PPI的显著上行，分别为2003年6月-2004年11月、2007年6月-2008年8月、2009年7月-2010年7月、2015年9月-2017年2月，持续时间分别为17个月、14个月、12个月、17个月。

图表：2003年以来共有四段PPI显著上行区间



资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：PPI上行资源品普遍受益

■2009年7月-2010年7月经济也处于从危机中复苏的区间、2015年9月-2017年2月原材料供给趋紧，与当前宏观经济环境具有较高的相似度。

■三段PPI上行区间归母净利润增速均上行的行业包括：1.有色金属及黑色金属产业链的铜、铝、铁矿石、长材、板材、工程机械、通用设备、专用机械、白色家电、小家电、汽车零部件；2.石油产业链的石油开采；3.煤炭产业链的煤炭开采及洗选、焦炭；4.化工产业链的农用化工、化学原料。

图表：有色金属及黑色金属产业链上、中、下游行业普遍受益于PPI上行

行业	2009年-2010年PPI上行区间	2015年-2017年PPI上行区间	2020年5月至今	行业	2009年-2010年PPI上行区间	2015年-2017年PPI上行区间	2020年5月至今
铜	↑	↑	↑	小家电	↑	↑	↑
铝	↑	↑	↑	电网	↓	↓	↓
铁矿石	↑	↑	↑	石油开采	↑	↑	↑
长材	↑	↑	↑	炼油	↓	↑	↑
板材	↑	↑	↑	油服工程	↑	↓	↓
工程机械	↑	↑	↑	煤炭开采洗选	↑	↑	↑
专用机械	↑	↑	↑	焦炭	↑	↑	↑
通用设备	↑	↑	↑	农用化工	↑	↑	↑
汽车零部件	↑	↑	↑	化学纤维	↓	↓	↑
白色家电	↑	↑	↑	化学原料	↑	↑	↑

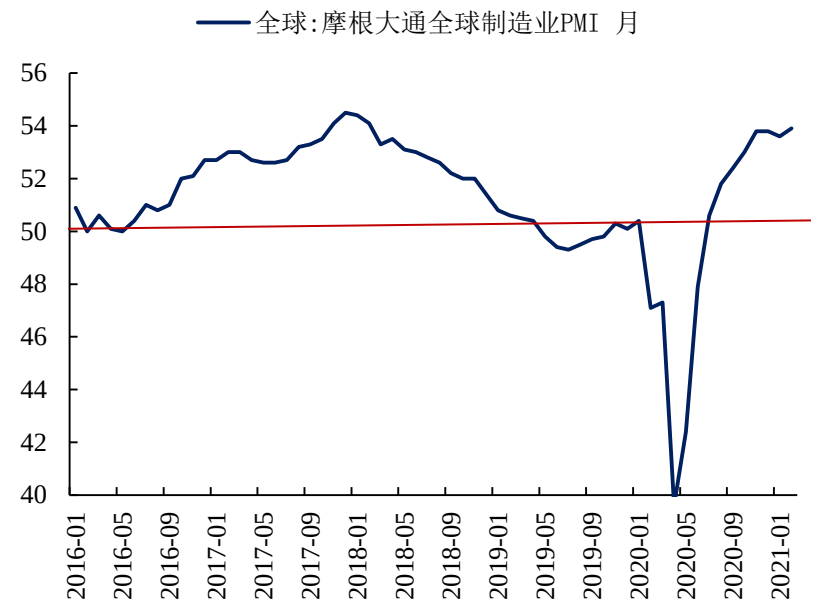
资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：供需错配带来资源品高景气

■三轮PPI上行中，铜、铝归母净利润增速均有所提升且本轮PPI上行以来盈利也有所改善。铜、铝等商品价格的大幅上行拉动相关中上游行业利润扩张。

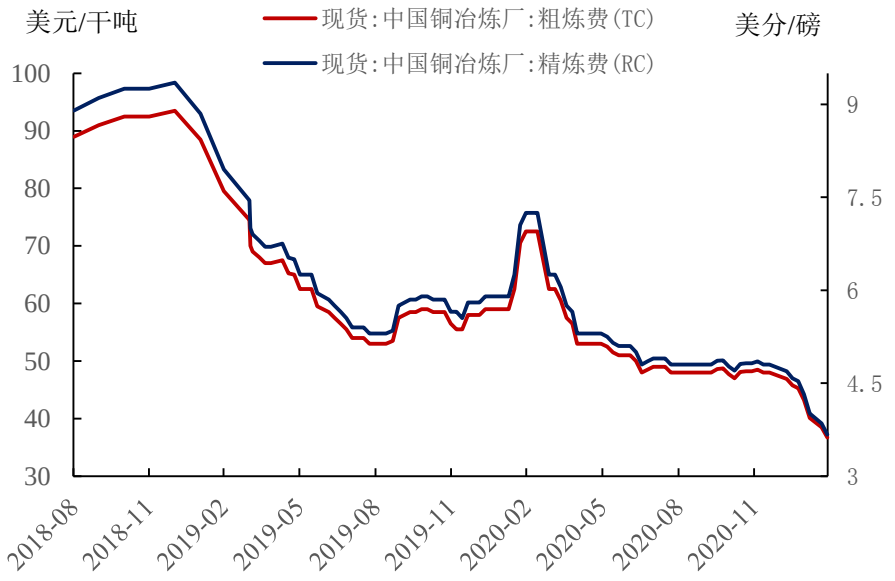
■全球制造业PMI处于53.9的高位，铜TC、RC则均已处于历史低位，LME铜库存、上期所库存也处于低位，由于建设周期及“碳中和”政策等问题短期产能难以大幅新增。

图表：全球制造业PMI显著回升，目前处于高位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：当前铜TC、RC均处于历史低位

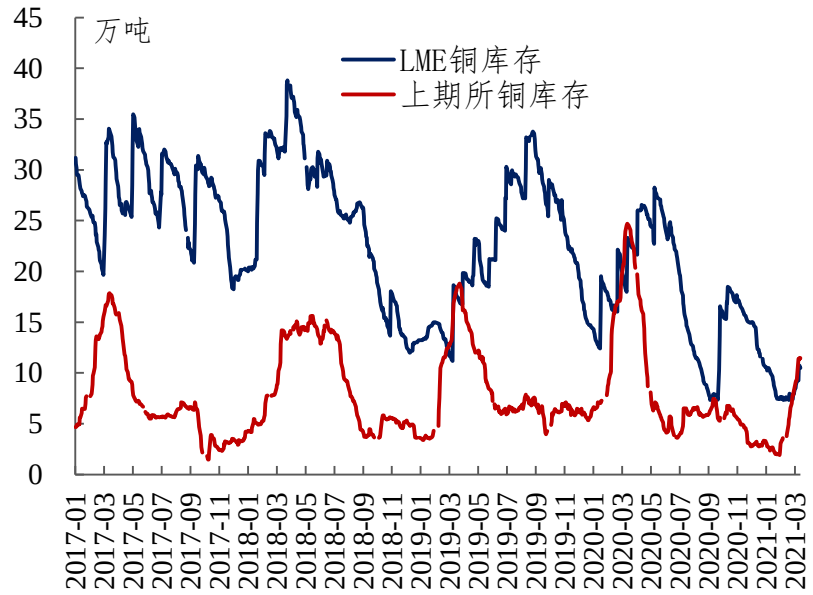


资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：供需错配带来资源品高景气

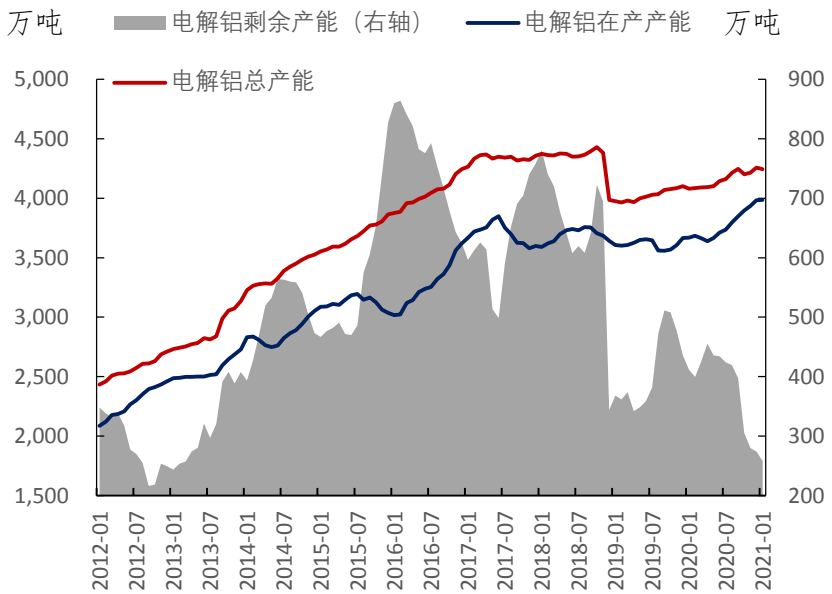
■铝在产产能已处高位，并且总产能已经逼近4500万吨的产能红线，供给侧改革、“碳中和”政策问题下难以新增产能，供给端对价格具有强力支撑。

图表：LME铜、上期所铜库存目前处于历史低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：电解铝在产产能已接近见顶



资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：供需错配带来资源品高景气

■历史两轮PPI上行和本轮PPI上行中铁矿石、长材、板材行业盈利均有所改善。

■供给侧改革、“碳中和”政策背景下，钢铁企业限产政策越来越严格，高炉开工率持续下行。

图表：限产政策下全国钢厂高炉开工率持续处于低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：资源品行业估值仍处较低水平

■铜、铝、长材、板材、铁矿石等上游资源品当前的市盈率较2020年10月开始上涨时分别提升47.40%、43.11%、20.63%、-8.07%、137.96%，当前市盈率远低于历史上各段PPI上行区间中各行业市盈率的峰值，行业估值仍处较低水平。

图表：当前各PPI上行受益行业市盈率远低于历史上PPI上行区间行业市盈率的峰值

PPI上行区间各行业估值达到顶峰时的市盈率及当前市盈率					
时间区间	铜	铝	长材	板材	铁矿石
2003年6月-2004年11月	88.19	31.30	23.29	23.51	——
2007年6月-2008年8月	53.91	69.64	38.14	32.86	136.85
2009年7月-2010年7月	62.21	140.21	46.50	33.08	38.84
2015年9月-2017年2月	138.94	100.72	50.27	107.48	139.96
2021年3月26日	37.32	35.14	7.72	10.48	42.65

资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线一：PPI上行区间资源品估值上行往往持续9个月以上

■历史来看，上游资源品行业估值上行开始时点与结束时点均早于PPI上行开始与结束时点，且估值上行均持续9个月以上，本轮PPI上行开始于2020年5月，相关行业股票估值回涨则直到10月才开始。从以往经验来看，铜、铝、长材、板材、铁矿石等行业本轮股票或仍将上行。

图表：PPI上行区间资源品估值上行往往持续9个月以上

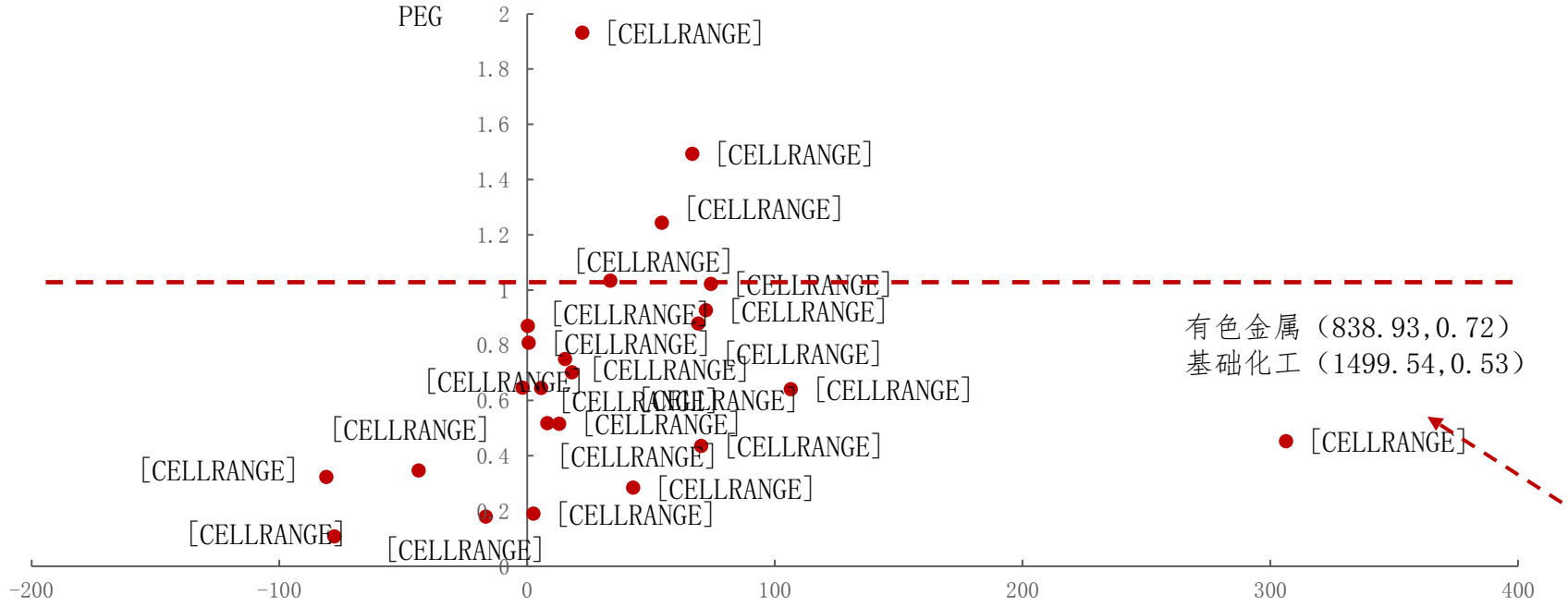
	第一段PPI上行 估值开始上行时间	第一段PPI上行 估值结束上行时间	第二段PPI上行 估值开始上行时间	第二段PPI上行 估值结束上行时间
铜	2003年1月	2003年12月	2006年11月	2007年10月
铝	2003年1月	2003年12月	2006年8月	2007年10月
长材	2003年1月	2003年12月	2006年10月	2007年9月
板材	2003年1月	2003年12月	2006年8月	2007年9月
铁矿石	——	——	2007年1月	2007年10月
	第三段PPI上行 估值开始上行时间	第三段PPI上行 估值结束上行时间	第四段PPI上行 估值开始上行时间	第四段PPI上行 估值结束上行时间
铜	2008年12月	2009年11月	2014年5月	2016年11月
铝	2008年12月	2009年12月	2014年5月	2016年11月
长材	2008年12月	2009年12月	2014年5月	2015年7月
板材	2009年1月	2009年12月	2014年6月	2016年12月
铁矿石	2009年1月	2010年4月	2015年1月	2016年11月

资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线二：有色金属、基础化工PEG<1

■从市盈率和净利润增速匹配度来看，增速为正且PEG<1行业集中在有色金属、基础化工、机械、纺织服装、电新、通信等行业。

图表：PEG<1的行业集中在基础化工、有色金属、机械等行业



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：PEG=PE/G，G为行业预计未来两年复合增速。数据截至2021年4月1日。

主线二：景区、零售等业绩高、估值低

■业绩增速较高且估值相比2019年1月还低的行业包括：景区、酒店、国有行、电力及公用事业、航运等。

图表：部分行业业绩增速及估值水平

一级行业	三级行业	2019年1月1日PE	2021年4月1日PE	PE变动幅度（%）	PE分位数（%）	2020前三季度增速（%）	2020累计增速（%）	2021预计增速（%）
电力及公用事业	其他发电	60.64	16.25	-73.20	7.70	1.61	1.58	11.27
	火电	26.54	15.26	-42.48	23.60	41.53	66.96	19.08
	核电	21.35	17.98	-15.75	47.40	35.44	162.95	2612.70
消费者服务	景区	22.78	-237.14	-1141.04	3.80	-112.52	-175.37	211.63
	酒店	21.31	-232.49	-11.91	2.70	-142.79	-142.84	371.72
	餐饮	35.37	59.36	0.68	58.80	-62.90	-34.80	113.71
银行	全国性股份制银行III	5.94	8.42	0.42	53.10	-7.05	-3.32	11.27
	国有大型银行III	6.16	6.01	-0.02	27.60	-8.65	1.93	3.49
汽车	卡车	3434.76	21.29	-99.38	42.40	8.57	6.24	36.86
农林牧渔	畜牧养殖	39.42	14.44	-63.36	27.50	155.31	53.67	57.11
交通运输	航运	33.66	15.89	-52.80	49.10	104.95	45.38	36.59
国防军工	其他军工III	82.33	65.09	-20.93	35.80	84.83	149.74	21.40
纺织服装	家纺	16.64	14.39	-13.52	6.60	56.29	30.27	102.84
非银行金融	证券III	22.58	20.46	-9.40	28.90	40.54	36.25	12.65

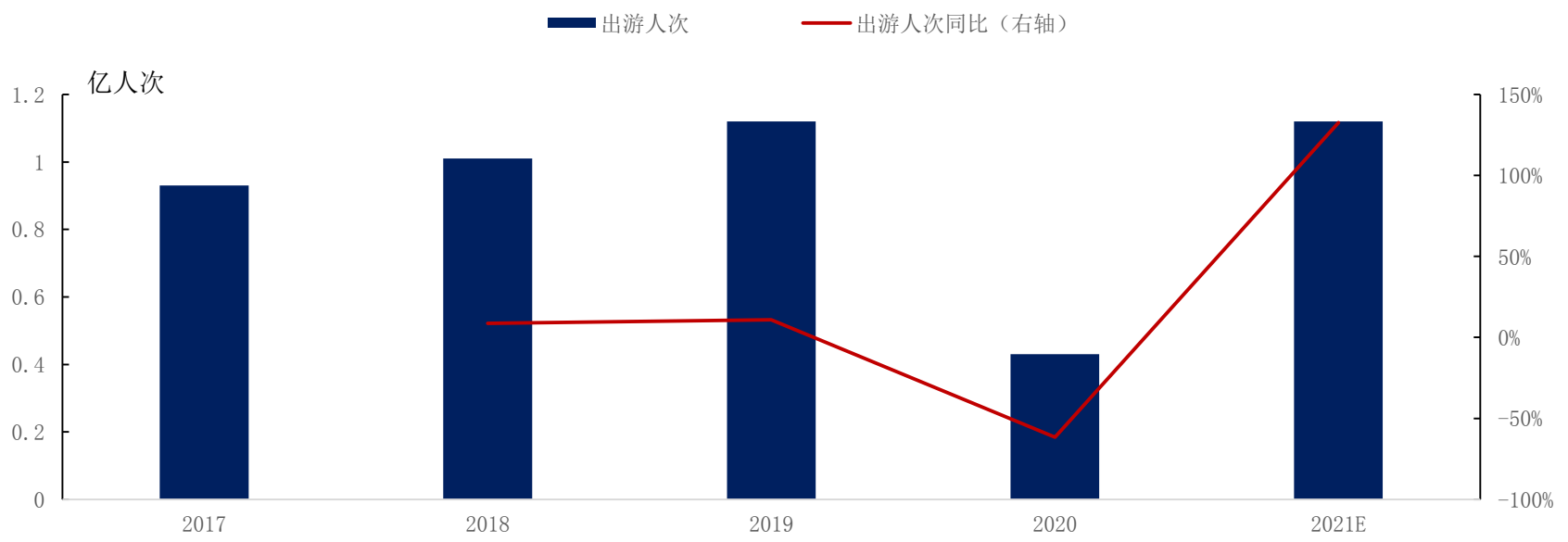
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：2020累计增速根据发布业绩报告/报告的可比公司测算，2021预计增速根据Wind一致预测测算，PE指标使用TTM整体法不剔除负值。数据截至2021年4月1日。

主线二：疫苗持续接种下线下消费或加速复苏

■根据携程数据，截至3月16日，通过携程平台预订景区门票的人次与2019年相比有10%左右的增长。携程研究院表示2021年清明节出游人次有望恢复至2019年同期水平。飞猪数据显示，五一机票预订量较2019同期增长超100%。疫苗接种加速叠加上半年多个假日催化下，旅游、酒店、餐饮等线下消费或将加速复苏。

图表：2021年清明节出游人次有望恢复至2019年同期水平

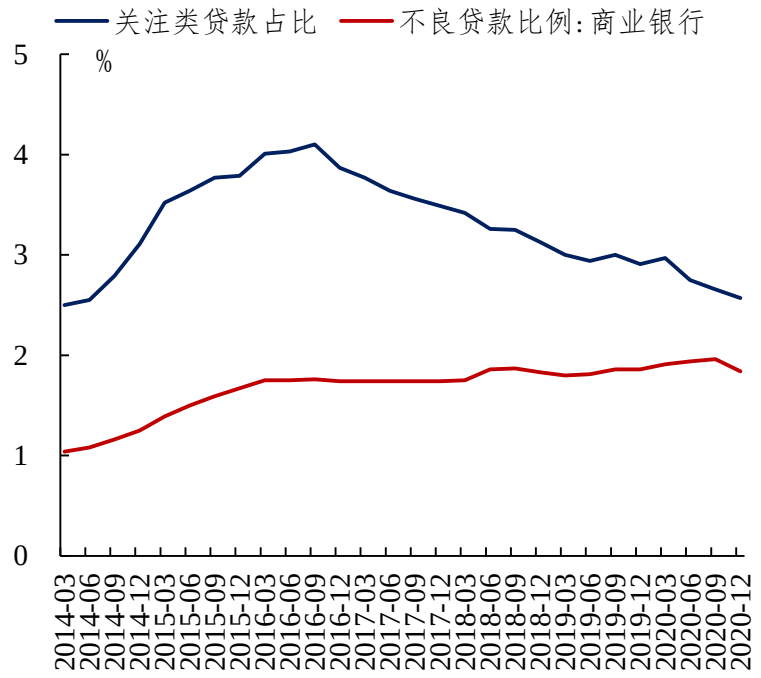


资料来源：携程旅行、东兴证券研究所

主线二：经济复苏下银行基本面向好

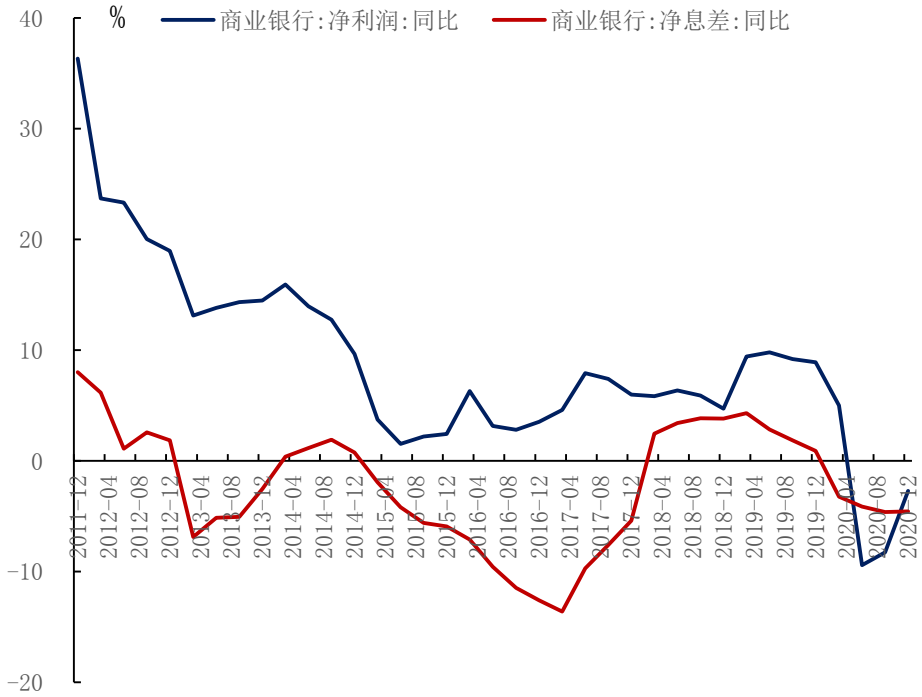
■经济持续复苏下，不良生成压力不大，货币政策回归正常化下融资需求仍旧旺盛，净息差有望回升，让利压力减小，银行特别是国有大行基本面向好。

图表：商业银行不良贷款率、关注贷款占比



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：商业银行净利润增速稳步回升



资料来源：中国银保监会、东兴证券研究所

主线三：美国地产周期上行+国内竣工大年

■当下长期房地产贷款利率仍较低，处在3.1%附近。

■房屋库存已处于历史低位，截止2021年2月同比仅为-29.45%。上一轮房屋库存处于深度负区间为2011-2013年，当时也为美国房地产上行时期，标普/CS房价同比由2011年5月的-5.49%上行至2013年11月的11.7%，新房销售同比也由2011年4月的-26.54%上升至2012年2月的35.55%，其后一直到2013年下半年新房销售都维持平均20%左右的高增速。

图表：美国长期抵押贷款利率仍处于低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：美国成屋库存同比处于深度负区间

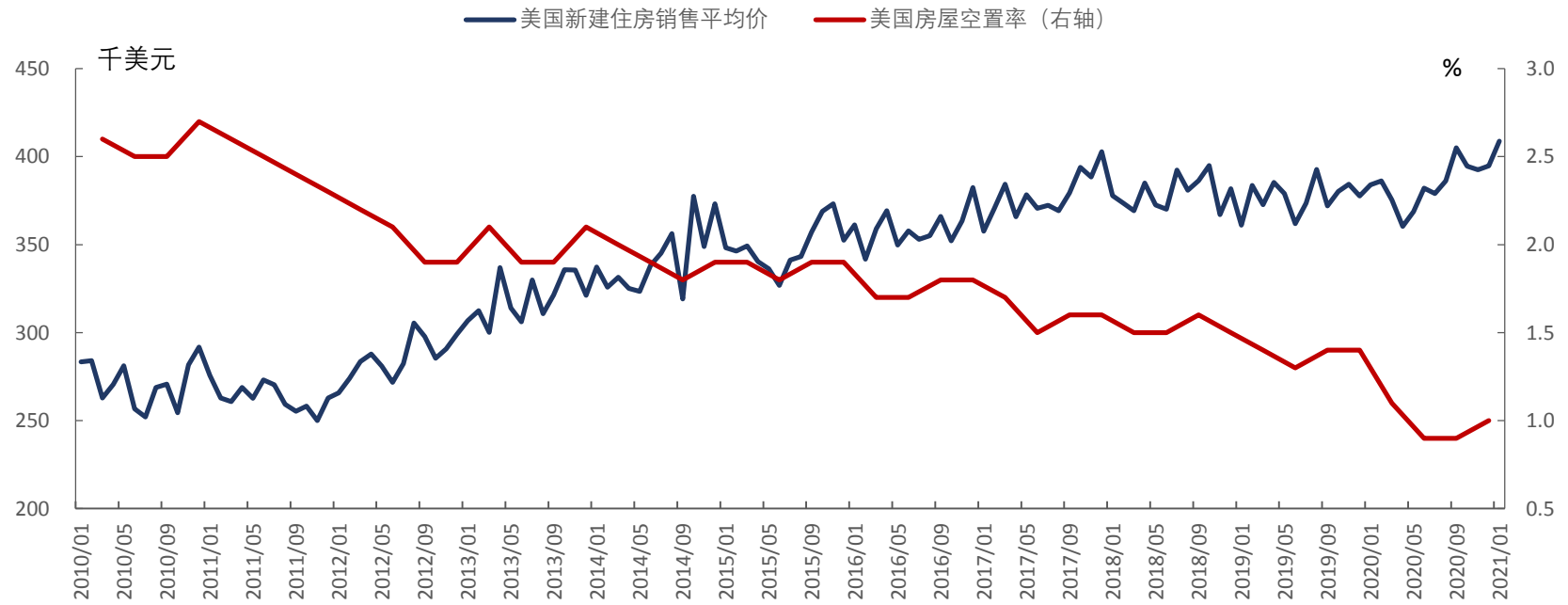


资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线三：美国地产周期上行+国内竣工大年

■需求端来看，房屋空置率加速下行，疫情催化了人们的独立住宅需求，同时房价持续攀升也对需求形成有力刺激。

图表：美国房屋空置率持续下行



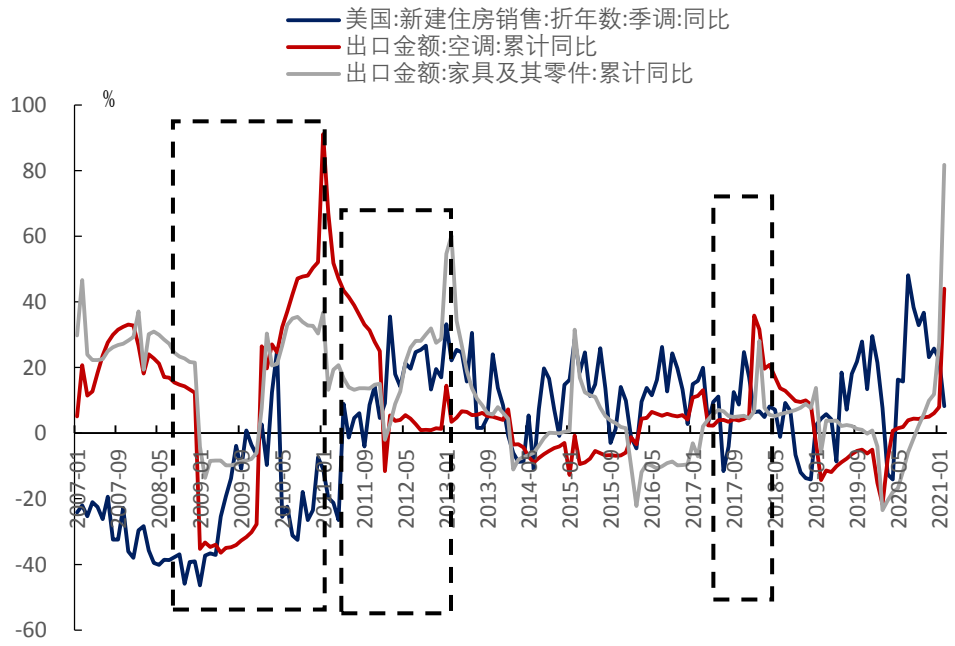
资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线三：美国地产周期上行+国内竣工大年

■家电、家具出口滞后美国地产新房销售约2-3个季度、陶瓷等建筑装饰出口滞后美国地产竣工约3-5个季度。

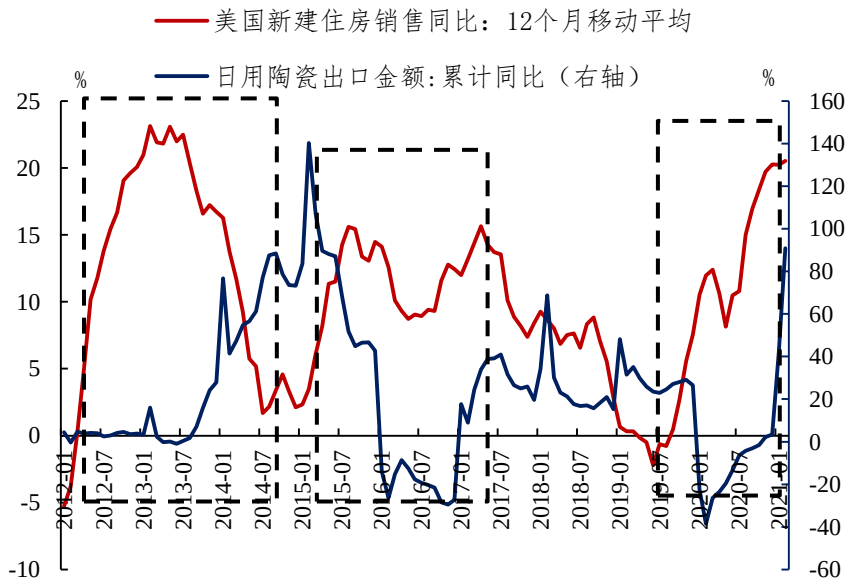
■2020年下半年以来美国地产周期持续上行，或将拉动地产后周期的家具、家电、建筑装饰出口。

图表：家电、家具出口滞后美国地产新房销售2-3个季度



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：陶瓷出口滞后美国地产竣工3-5个季度

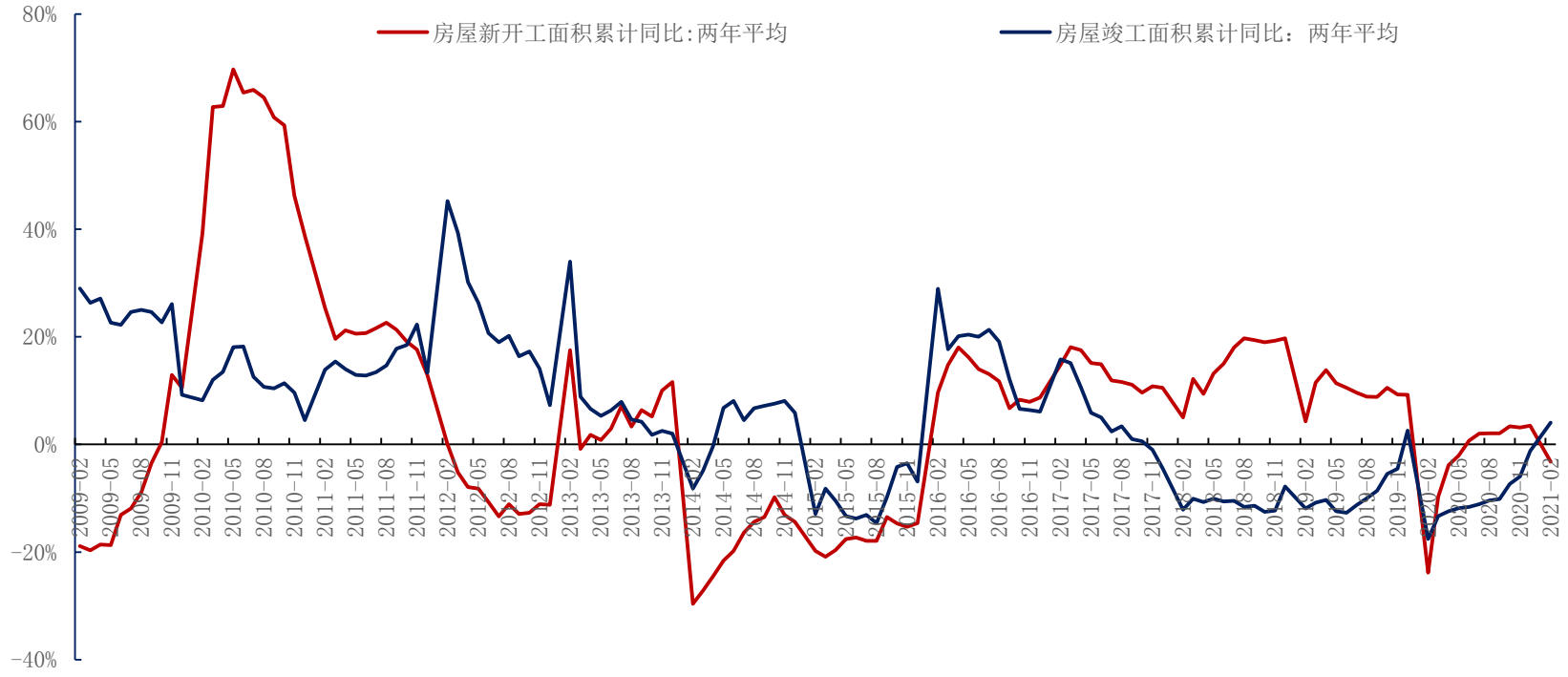


资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线三：美国地产周期上行+国内竣工大年

■2021年为竣工大年，且此前受疫情压制的房地产竣工或将得到释放，2020年四季度以来房屋竣工加速上行。

图表：国内竣工面积累计同比显著回暖

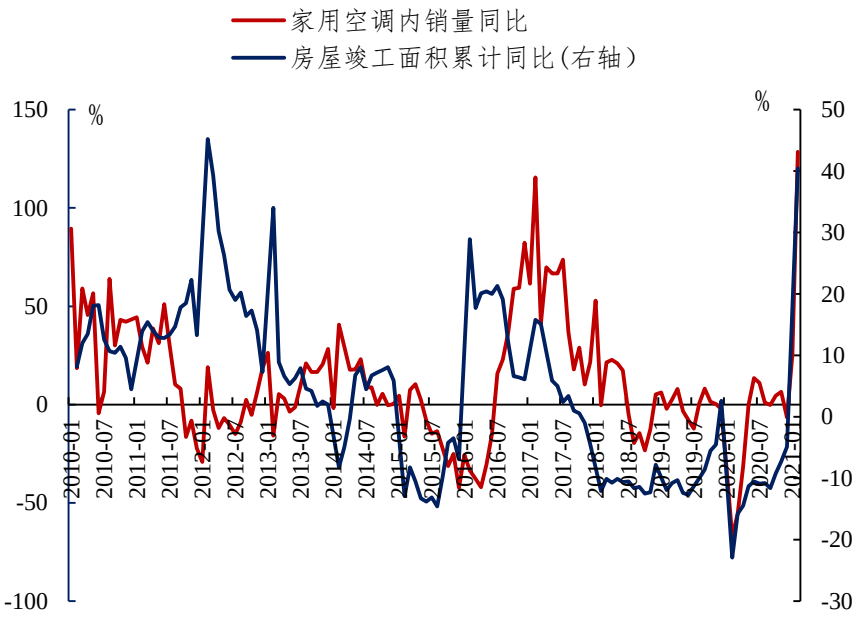


资料来源：Wind、东兴证券研究所

主线三：美国地产周期上行+国内竣工大年

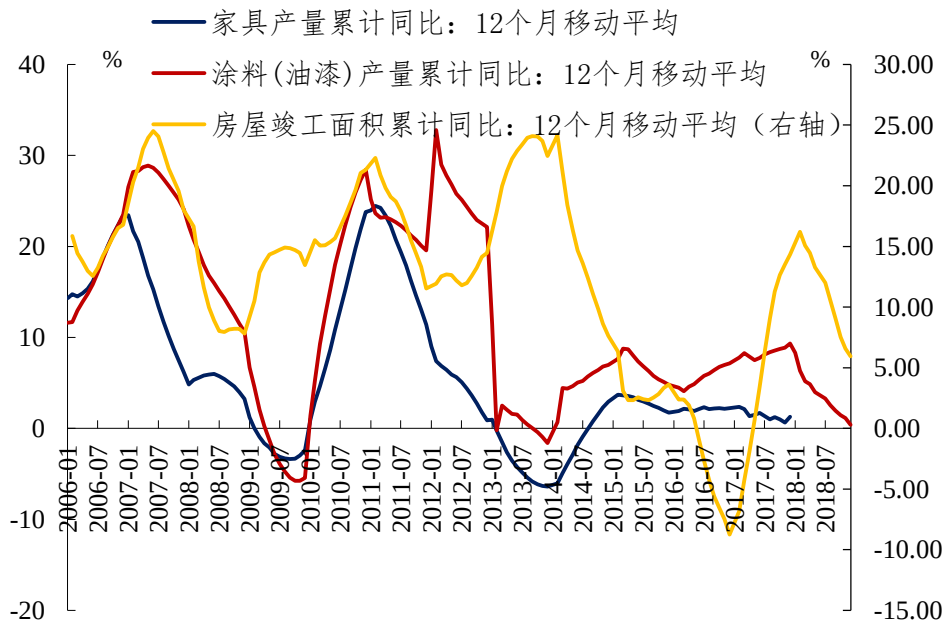
■国内竣工持续回升下，地产后周期的家电、家具、涂料等建筑装饰材料或将受益。

图表：国内家电销量等滞后竣工约2-4个季度



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图表：国内家具、涂料产量滞后竣工约2-4个季度



资料来源：Wind、东兴证券研究所

风险提示

风险提示：行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期

分析师及联系人简介

分析师简介

分析师：杨若木，S1480510120014
十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎，S1480121030021
中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020年7月加入东兴证券研究所，负责A股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪A股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然，S1480120070029

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。

分析师承诺及风险提示

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5%～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 DONGXING SECURITIES

谢谢大家 欢迎交流