太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-04-05

投资策略报告

反弹空间打开，主线围绕业绩

证券分析师：周雨

电话：010-88321580

E-MAIL： zhouyu@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190511030002

证券分析师：金达莱

电话：010-88695265

E-MAIL： jindl@tpyzq.com

执业资格证书编码： S1190518060001

相关研究报告：

《4月淡化风格，回归业绩》——2021/03/28
《外围扰动加大，反弹有顶有底》——2020/03/21
《经济韧性提供动力，超跌反弹仍可期》——2020/03/13
《淡化波动，关注细分行业龙头》——2020/03/07
《3月收获期，且行且珍惜》——2020/02/28
《布局风格切换，春节躁动仍在途中》——2020/2/21
《持股过节，静待年后》——2020/02/07
《流动性担忧待修复，把握风格切换好时机》——2020/01/31
《攻守兼备，仍是布局好时光》——2020/01/24
《 A股资金面充裕，坚守阵线以待轮动》——2020/01/17
《增量资金有空间，春季躁动仍可为》——2021/01/10
《春季躁动渐近，保持布局思维》——2021/01/03
《1月稳扎稳打，布局春季躁动》——2020/12/27

核心结论：反弹空间打开，主线围绕业绩。3月PMI呈现季节性回升，内外需仍能带动工业生产。服务类消费上行明显，但中期也存在一定下行压力。未来两周市场将进入一季报业绩预告的集中披露窗口，一季报业绩亮眼，结合目前已披露的“绩优”公司股价表现来看，市场反应积极，成为本轮反弹上行的重要动力。近期持续反弹的白马抱团股，实则是一季报高增长的受益品种，白马抱团股止跌反弹利于市场打开向上空间，近期市场情绪也有所改善。但我们也提示，由于中期估值压制（流动性空间难以继续宽松）、赎回压力在反弹阶段可能更大，对于本轮反弹大盘指数修复空间仍相对保守。

服务类消费PMI大幅改善，供需无近忧但有远虑。受益疫情改善和年初旺季季节性影响，3月PMI51.9显示供需均有回升，生产指数由上月的51.9升至53.2，新订单指数和新出口订单也分别回升至53.6、51.2处于景气高位。服务业PMI出现大幅回升，由上月的50.8增至55.2；建筑业PMI明显上涨7.6至62.3，显示用工需求增加，地产和基建投资仍保持良好。考虑到目前美国疫苗进展较为顺利，今年年中有望实现全体免疫，由此未来几个月在海外供需缺口弱化的背景下，我国出口可能会存在下行压力，需求端改善对生产供给的拉动将弱化。从利率看经济拐点，M2和Shibor分别在2020年6月见顶和2020年5月见底，预计PMI或将于5月-6月存在明显下滑压力。

一季报高增长多点开花，市场股价反应积极。截止4月3日，有228家A股（不含科创板）上市公司披露2021年一季报业绩预告。从目前披露的情况来看，大多数企业业绩在一季度有明显增长，目前预增类型的企业在业绩预告中占比高达65.8%，“绩优”公司在业绩预告中合计占比达到95.6%。从行业来看，业绩增速靠前的企业较多来自受益经济复苏中生产扩张和出口的化学制品、通用机械行业；此外，受益于疫后设备资本开支的专用设备、通信设备等中游制造类行业的企业也较多；受益行业景气提升，电子制造、电源设备、汽车零部件等苹果产业链和新能源产业链相关企业高增速的也较多。多数公司在公布高增长业绩后，市场股价反应积极，显示市场对业绩较强的关注度。

市场情绪得到边际修复，但股相对债吸引力仍不足。随着白马抱团股的止跌企稳，市场呈现出更有力度的反弹。截止4月2日，市场情绪得到边际修复。从换手率来看，沪指、沪深300、创业板等权重指数换手率均处于历史较低水平；目前2021年3月日均成交额8055亿元，较2月明显回落，但相对于2020年9-12月日均7700-8300亿元的成交水平仍偏高；融资余额回落，4月2日最新融资余额达1.51万亿，较1月下旬高点的1.57万亿仅有小幅回落，但融资占成交额比重8.33%，较3月底8.10%回升；截止4月2日，股票风险溢价ERP达3.31%，历史百分位59.5%，反映当下股票预期的收益率相较于债券的吸引力有所提升但仍不足。

配置建议：淡化风格，关注一季报业绩支撑个股。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

风险提示：中美摩擦边际恶化；国内出口回落

目 录

核心结论：反弹空间打开，主线围绕业绩 4
1、服务类消费 PMI 大幅改善，供需无近忧但有远虑 4
2、一季报高增长多点开花，市场股价反应积极 5
3、市场情绪得到边际修复，但股相对债吸引力仍不足 6
4、反弹空间打开，主线围绕业绩 7

图表目录

图表 1：3 月制造业 PMI 回升符合季节性特征 5
图表 2：3 月内外需带动企业生产行为仍保持扩张 5
图表 3：3 月服务业和建筑业 PMI 大幅回升 5
图表 5：2021 年一季报业绩预告“绩优”公司分布 6
图表 6：市场股价对业绩高增长公司反应积极 6
图表 7：各重要板块换手率处于历史较低水平 7
图表 8：当下日均成交额较 2020 年 9-12 月水平依然偏高 7
图表 9：进入 4 月融资成交额占比较 3 月底回升 7
图表 10：A 股吸引力有所提升但仍较债券欠缺 7
图表 11：沪深 300 和创业板指估值出现分化（截止 2021/4/2） 8
图表 12：电子、医药、电新 PE 估值历史百分位均在 40-60%左右（截止 2021/4/2） . 8

核心结论：反弹空间打开，主线围绕业绩

3 月 PMI 呈现季节性回升，内外需仍能带动工业生产。服务类消费上行明显，但中期也存在一定下行压力。未来两周市场将进入一季报业绩预告的集中披露窗口，一季报业绩亮眼，结合目前已披露的“绩优”公司股价表现来看，市场反应积极，成为本轮反弹上行的重要动力。近期持续反弹的白马抱团股，实则是一季报高增长的受益品种，白马抱团股止跌反弹利于市场打开向上空间，近期市场情绪也有所改善。但我们也提示，由于中期估值压制（流动性空间难以继续宽松）、赎回压力在反弹阶段可能更大，对于本轮反弹大盘指数修复空间仍相对保守。

配置建议：淡化风格，关注一季报业绩支撑个股。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

1、服务类消费 PMI 大幅改善，供需无近忧但有远虑

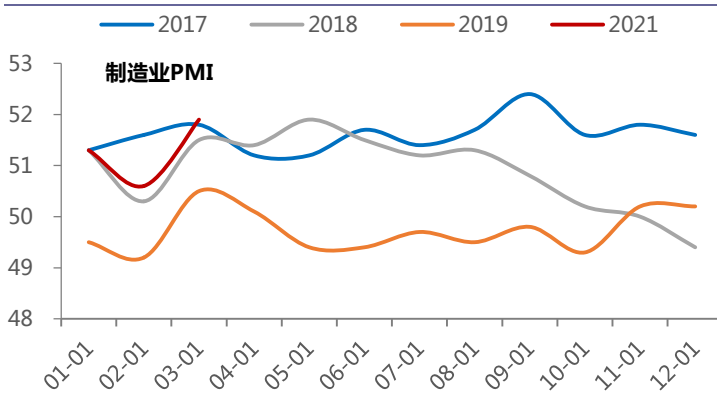
3 月制造业 PMI 指数 51.9，较 2 月回升 1.3，符合历史上的季节性表现，显示经济修复仍在，侧面验证此前 2 月 PMI 的下滑也属于季节性回调。其中，PMI 生产指数由上月的 51.9 升至 53.2，新订单指数和新出口订单也分别回升至 53.6、51.2，处于景气高位，结合从业人员提升 2 至 50.2，显示海外供需缺口和国内就地过年后复工加快，内外需带动企业生产行为仍保持扩张；产成品库存由上月的 48.0 回落至 46.7，而原材料库存较上月相比增加 0.7 至 48.4，采购量回升，呈现需求带动销售好转而被动去库存；出厂价格指数和主要原材料购进价格均出现大幅上涨，创年内新高，分别升至 59.8 和 69.4，主要受近期国际大宗商品震荡上行（美国 2 万亿基建刺激预期）、国内钢铁煤炭价格上涨（唐山限产）影响。

3 月非制造业 PMI 指数 55.9，较 2 月大幅回升 7，显示随着前期冬季疫情的有效控制，餐饮、电影等出行意愿明显增强。服务业 PMI 出现大幅回升，由上月的 50.8 增至 55.2；建筑业 PMI 明显上涨 7.6 至 62.3，显示用工需求增加，地产和基建投资仍保持良好。总之，前期受疫情压制的服务类消费得到明显改善。

整体来看，受益疫情改善和年初旺季季节性因素影响，3 月 PMI 数据显示供需均有回升。考虑到目前美国疫苗进展较为顺利，今年年中有望实现全体免疫，由此未来几个

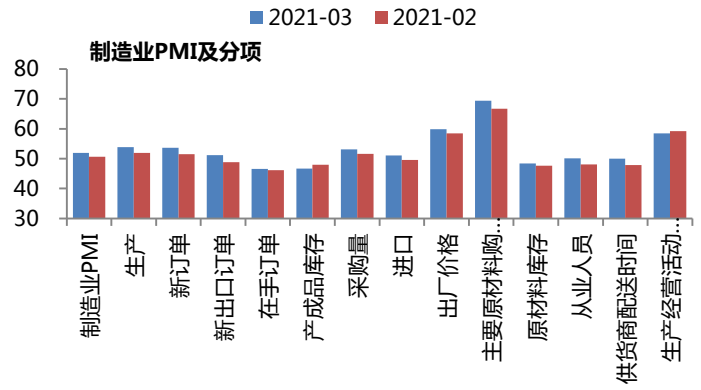
月在海外供需缺口弱化的背景下，我国出口可能会存在下行压力，需求端改善对生产供给的拉动可能弱化，从而促使 PMI 出现回落。从利率看经济拐点，M2 高点领先 PMI 指数 6 个月左右，Shibor 低点领先 PMI 约 1 年左右，M2 和 Shibor 分别在 2020 年 6 月见顶和 2020 年 5 月见底，预计 PMI 或将于 5 月-6 月存在明显下滑压力。

图表 1：3 月制造业 PMI 回升符合季节性特征



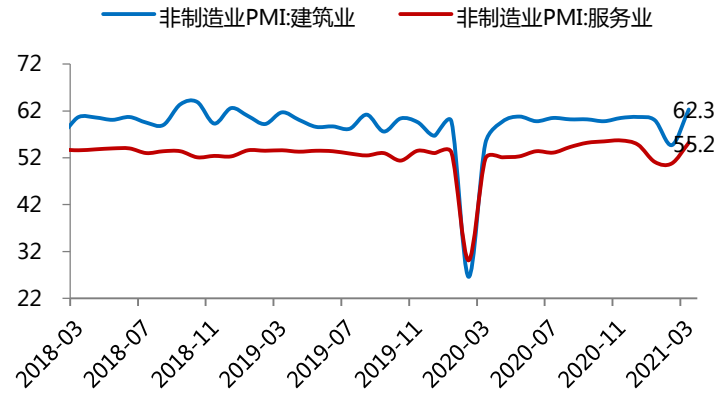
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 2：3 月内外需带动企业生产行为仍保持扩张



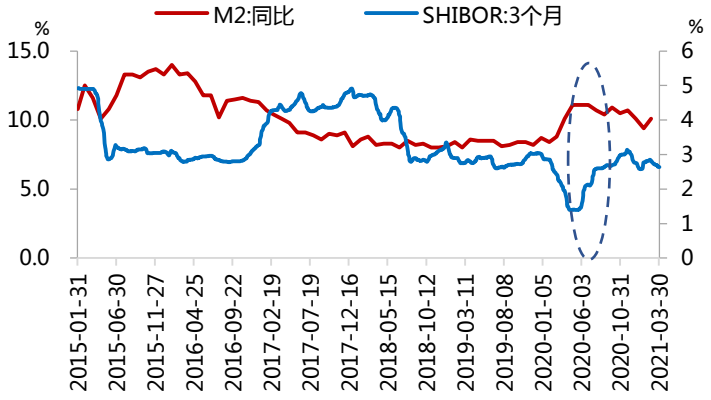
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 3：3 月服务业和建筑业 PMI 大幅回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 4：从利率看 PMI 或将于 5 月-6 月存在明显下滑压力



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

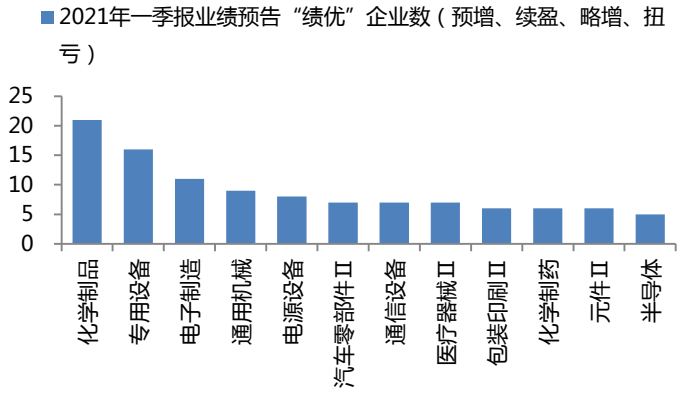
2、一季报高增长多点开花，市场股价反应积极

依据 4 月 15 日前需披露一季报业绩预告的规则，未来两周上市公司将进入 2021 年年度业绩预告集中披露的窗口。截止 4 月 3 日，有 228 家 A 股（不含科创板）上市公司披露 2021 年一季报业绩预告，整体披露率不高。从目前披露的情况来看，由于疫情导致 2020Q1 低基数，叠加一季度以来工业生产的强劲复苏和疫后设备资本开支的增加，大多数企业业绩在一季度有明显增长，目前预增(即同比增长超 50%)类型的企业在业绩预告

中占比高达 65.8%，“绩优”（即业绩预警类型为预增、略增、续盈、扭亏）公司在业绩预告中合计占比达到 95.6%。

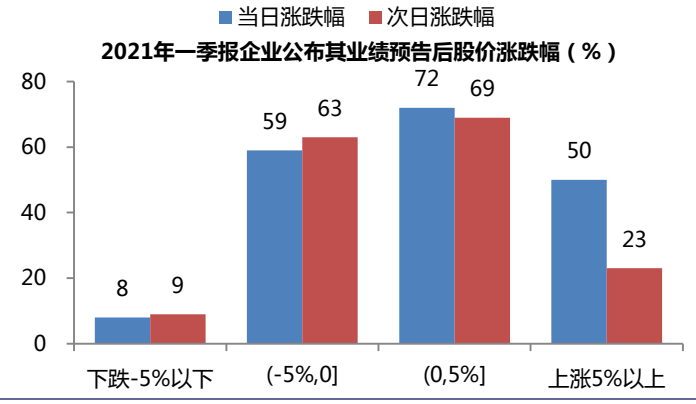
从行业来看，目前 2021 年一季报业绩增速靠前的企业较多来自受益经济复苏中生产扩张和出口的化学制品、通用机械行业；此外，受益于疫后设备资本开支的专用设备、通信设备等中游制造类行业的企业也较多；受益行业景气提升，电子制造、电源设备、汽车零部件等苹果产业链和新能源产业链相关企业高增速的也较多。结合市场股价反应来看，多数公司在公布高增长业绩后，市场股价反应偏积极，多数“绩优”公司在业绩预告当日均能取得正收益，且在业绩公告后次日多数公司仍能保持正收益，显示近期市场对业绩较强的关注度。

图表 5：2021 年一季报业绩预告“绩优”公司分布



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 6：市场股价对业绩高增长公司反应积极



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

3、市场情绪得到边际修复，但股相对债吸引力仍不足

随着白马抱团股的止跌企稳，市场呈现出更有力度的反弹，3 月 29 日-4 月 2 日一周，半导体、医疗服务、白酒等细分行业领涨，分别上涨 11.65%、6.51%、6.46%，基本收复 2 月 18 日大跌以来过半的跌幅。复盘来看，3 月 26 日以来美债利率基本在 1.7%水位高位震荡，但并未同时为 A 股带来相应的回升，一定程度上缓解了前期持续的大跌引发市场悲观情绪，随着年报、一季报等基本面强劲数据发布，前期大跌的白马抱团股迎来持续反弹。

截止 4 月 2 日，目前市场情绪得到边际修复，但股相对债吸引力仍不足。从换手率来看，沪指、沪深 300、创业板等权重指数换手率均处于历史较低水平，其中创业板换手率持续低迷至 1.53%，历史分位仅有 20%左右，相对较好的沪深 300 换手率历史分位也仅有 41%；目前 2021 年 3 月日均成交额 8055 亿元，较 2 月明显回落，但相对于 2020 年 9-12 月日均 7700-8300 亿元的成交水平仍偏高；融资余额回落，4 月 2 日最新融资余额

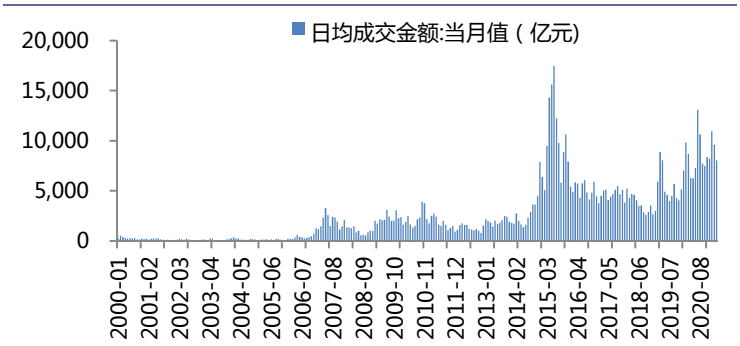
达 1.51 万亿,较 1 月下旬高点的 1.57 万亿仅有小幅回落,目前融资余额水平仍保持 2015 年 4 月水平，但融资占成交额比重 8.33%，较 3 月底 8.10%回升；截止 4 月 2 日，股票风险溢价 ERP 达 3.31%，历史百分位仅有 59.5%，反映当下股票投资预期的收益率相较于债券投资的吸引力虽然有所提升但仍不足。

图表 7：各重要板块换手率处于历史较低水平

换手率（%）	上证综指	沪深 300	创业板指
当前值	0.66	0.46	1.53
最大	8.31	7.27	11.82
最小	0.21	0.14	0.73
中位数	0.80	0.54	2.25
当前分位	38.28%	41.41%	20.11%

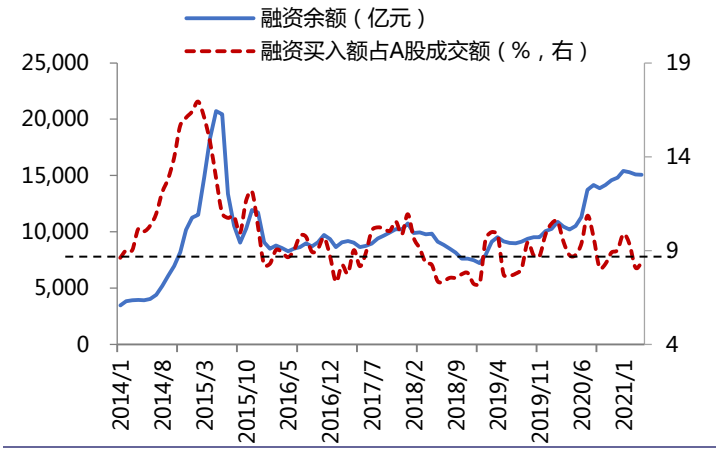
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：当下日均成交额较 2020 年 9-12 月水平依然偏高



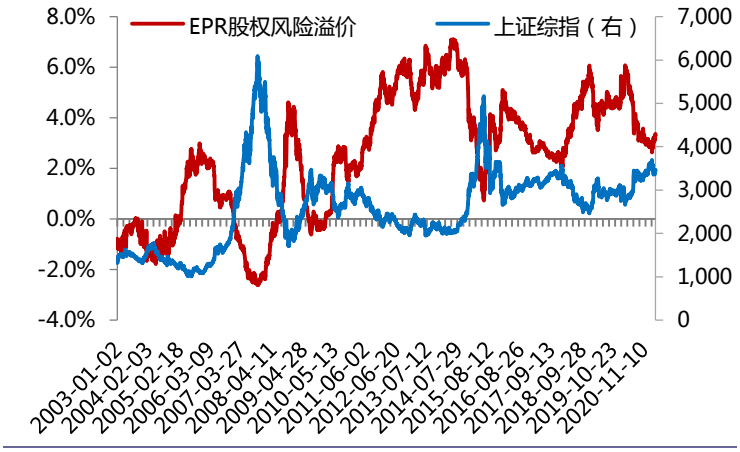
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 9：进入 4 月融资成交额占比较 3 月底回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 10：A 股吸引力有所提升但仍较债券欠缺



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

4、反弹空间打开，主线围绕业绩

3 月 PMI 呈现季节性回升，内外需仍能带动工业生产。服务类消费上行明显，但中期也存在一定下行压力。未来两周市场将进入一季报业绩预告的集中披露窗口，一季报业绩亮眼，结合目前已披露的“绩优”公司股价表现来看，市场反应积极，成为本轮反弹上行的重要动力。近期持续反弹的白马抱团股，实则是一季报高增长的受益品种，白马抱团股止跌反弹利于市场打开向上空间，近期市场情绪也有所改善。但我们也提示，

由于中期估值压制（流动性空间难以继续宽松）、赎回压力在反弹阶段可能更大，对于本轮反弹大盘指数修复空间仍相对保守。

配置建议：淡化风格，关注一季报业绩支撑个股。1）货币“紧平衡”中估值修复品种：各细分行业龙头；2）受益经济复苏且低估值的品种：银行、保险；3）受益出口驱动且补库存的中游制造：化工、有色、机械；4）“消费内循环”：可选消费中的汽车、家电家居、旅游酒店、航空；5）“科技内循环”：半导体、光伏、新能源汽车、军工、云计算。

图表 11：沪深 300 和创业板指估值出现分化（截止 2021/4/2）

	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
重要指数	沪深 300	1.70	49.7%	15.36	67.4%	-0.95	2.45
	上证 50	1.49	42.6%	13.48	63.8%	-0.66	2.47
	中小板指	4.37	57.9%	32.32	50.1%	-4.51	1.82
	创业板指	7.57	88.4%	61.94	76.9%	-3.84	3.89
	中证 500	2.04	18.0%	26.90	21.7%	-0.64	1.20
	创业板 50	8.85	84.2%	64.41	68.7%	-3.19	4.31
	中证 1000	2.56	33.9%	39.51	29.2%	-4.29	0.95

资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表 12：电子、医药、电新 PE 估值历史百分位均在 40-60%左右（截止 2021/4/2）

风格	板块	PB	PB历史分位	PE	PE 历史分位	涨跌幅（%）	
						2021 年至今	近一周
周期	采掘	1.17	7.9%	16.43	30.0%	3.38	1.99
	化工	2.75	55.6%	32.03	54.0%	5.65	2.00
	钢铁	1.16	29.5%	16.25	35.6%	17.67	2.80
	有色金属	2.86	38.3%	47.33	62.7%	1.01	0.11
	建筑材料	2.24	39.5%	15.09	13.0%	6.83	1.85
	建筑装饰	0.90	1.8%	9.44	4.1%	7.12	1.39
	电气设备	4.12	67.5%	44.44	59.4%	-3.63	3.11
	机械设备	2.82	43.6%	29.78	41.7%	0.23	-0.33
	公用事业	1.59	11.3%	20.83	27.7%	9.20	0.02
	交通运输	1.57	25.8%	27.15	65.2%	0.86	0.99
消费	汽车	2.22	39.8%	29.35	69.6%	-6.36	1.58
	家用电器	3.82	86.9%	26.19	62.9%	-4.91	4.23
	纺织服装	1.87	23.9%	37.25	64.5%	2.81	0.04
	轻工制造	2.72	57.0%	30.97	35.8%	8.09	1.59
	商业贸易	1.38	2.3%	27.16	37.9%	-3.51	-0.83
	农林牧渔	3.59	51.0%	16.97	1.4%	2.40	1.74

	食品饮料	10.31	98.0%	51.44	91.2%	-2.40	6.56
	休闲服务	8.87	98.4%	199.92	99.9%	17.17	4.85
	医药生物	4.82	73.7%	43.09	62.5%	-1.81	2.81
金融	房地产	1.09	0.1%	8.40	0.8%	-0.50	0.32
	银行	0.75	4.4%	7.67	43.2%	8.93	-0.26
	非银金融	1.70	7.1%	15.38	10.4%	-11.86	-1.02
成长	国防军工	3.03	52.1%	61.06	44.4%	-18.48	1.10
	电子	4.30	77.9%	45.77	40.4%	-3.67	4.80
	计算机	3.92	42.0%	62.99	76.6%	-8.13	0.10
	传媒	2.50	8.8%	35.28	13.7%	-7.44	-1.35
	通信	2.19	25.5%	33.92	26.1%	-10.06	0.43

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性:我们预计未来6个月内,行业整体回报介于市场整体水平－5%与5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
院长助理兼全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京地区销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京地区销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
上海区域销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海区域销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海地区销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
上海地区销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
上海地区销售	王玉琪	13122217520	wangyq@tpyzq.com
上海地区销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
上海地区销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
上海地区销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
广深地区销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深地区销售副总监	查方龙	18565481133	zhafanglong@126.com
深圳地区销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
深圳地区销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
深圳地区销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

研究院
中国北京 100044
北京市西城区北展北街九号
华远·企业号 D 座
电话： (8610)88321761
传真： (8610) 88321566

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。