信义山证 汇通天下

山证策略·二季度观点

复苏交易继续演绎

山西证券策略团队
分析师：
麻文宇 CFA，执业登记编码（S0760516070001）
梁迪柯 CFA，执业登记编码（S0760518070001）

研究助理：
翟子超 FRM

山西证券 SHANXI SECURITIES

策略研究/季度策略

大势研判与市场策略

- A股市场将延续宽幅波动、结构调整格局，中短期相对均衡但趋势偏弱。
- 市场风格复苏逻辑有所弱化，抱团板块性价比有所回升，3月PMI证伪经济复苏弱化。在全球复苏大背景下仍是周期价值优于成长，行业配置推荐顺周期+大金融+碳中和的主线方向，但要关注行业边际变化和估值收敛情况。
- 底仓保持相当比例的稳健品种配置，包括前期我们推荐的**银行保险**，还有近期持续推荐的**公用事业**，估值相对安全，基本面也有明确的改善预期，历史回测发现金融和公用事业在一定程度上可以对抗通胀和加息风险，另外公用事业板块近期也受到了碳中和政策的提振，后续大概率维持强势。
- 进攻仓的**顺周期**可以继续跟进，逻辑仍然是全球经济复苏、原材料、工业品供给弹性较弱，供需缺口短期难以弥合，重点看有色、机械等品种，美联储会议仍然偏鸽，暂时不会逆转全球经济和通胀上行的进程，而拜登基建计划也将显著提振有色需求，当前估值并未充分反映有色周期的价值。
- 长期来看，碳中和主题具备较强的确定性，不少行业有望迎来戴维斯双击机会，从供给侧改革、能源改革、环保技术及设备，三面出击，关注电解铝、钢铁、水电、光伏、节能改造、碳捕捉与封存、能源再生等板块机会。
- 一季报方面，我们预计化工、有色、机械顺周期行业盈利增速居前，超预期机会可期。

行业配置：重点关注顺周期、大金融、碳中和、旅游、交运

- 顺周期板块：有色、机械
- 估值合理，可对冲通胀和流动性收紧风险，底仓持续配置：大金融（银行、保险）、公用事业
- 碳中和主题，寻找戴维斯双击机会：电解铝、钢铁、水电、光伏、节能、碳捕捉与封存、能源再生
- 疫情得到有利控制，有利于出行：国内旅游、交运有望全年复苏

风险提示：疫情反复；疫苗接种进度不达预期；经济数据大幅下滑；中美摩擦再度升级；宏观流动性大幅收紧；美债收益率过快抬升

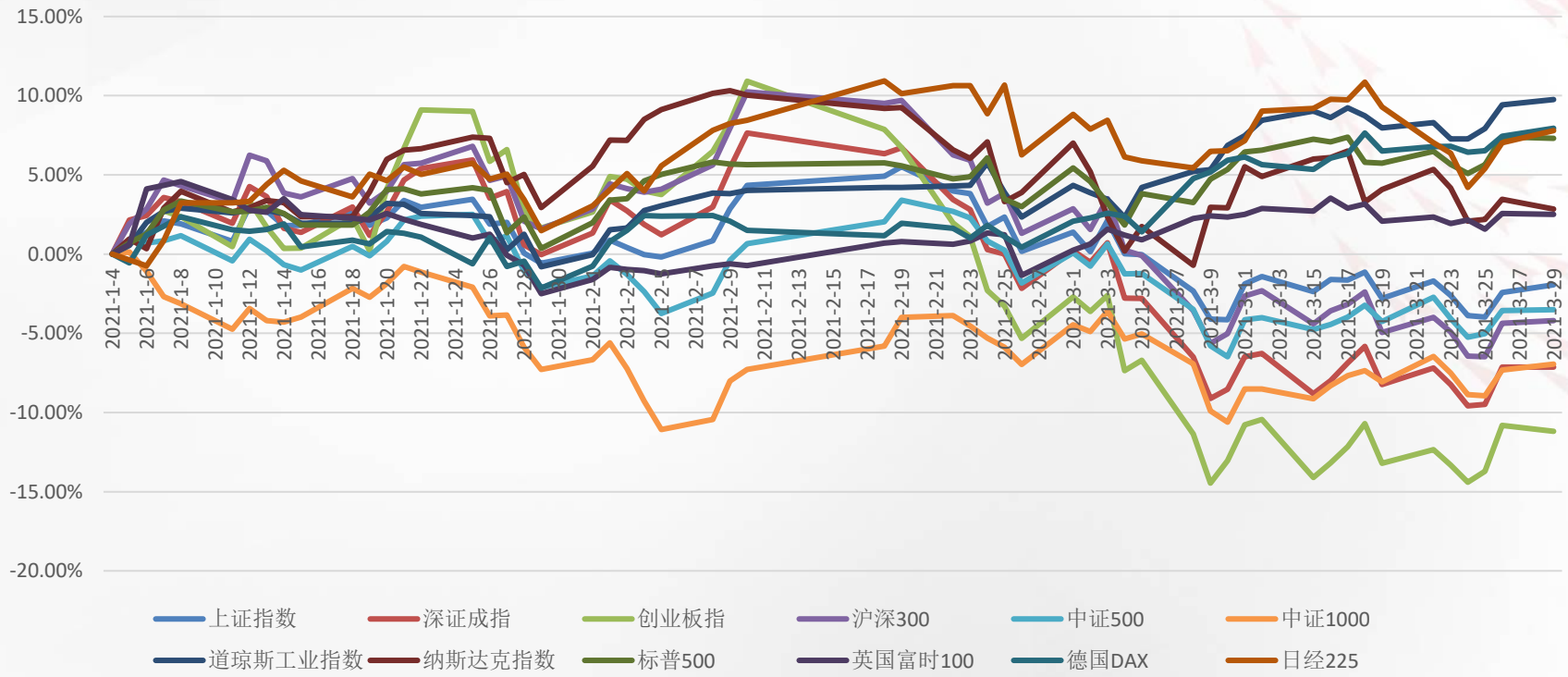
市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议
一季报潜在超预期阶段性机会

3月A股表现偏弱，A股年内表现处于主要市场末位

- 受美债收益率走升、抱团股瓦解、基金市场遇冷、中美争端加剧等多重因素影响，3月A股整体表现偏弱，月内表现不佳，创业板、深证、中证500表现排名全球倒数。。

- 创业板指、深证成指、中证1000、沪深300等A股指数在全球主要股指中，年初至今跌幅居前。

3月以来全球主要指数走势



数据来源：山西证券、wind

3月行业表现：防御性低估值、顺周期板块涨幅居前，推荐板块多数表现不俗

- 截止3月29日，3月多数申万行业下跌，我们3月强推板块中公用事业、钢铁、采掘、建材、银行表现优异，机械设备表现一般、有色金属表现较差，整体来看涨多跌少表现不俗。我们在1-3月强推的复苏交易、再通胀逻辑得到市场验证，钢铁、采掘等顺周期板块表现强势，月中挖掘的利率上行叠加碳中和概念催化低估值公用事业板块表现更是抢眼。

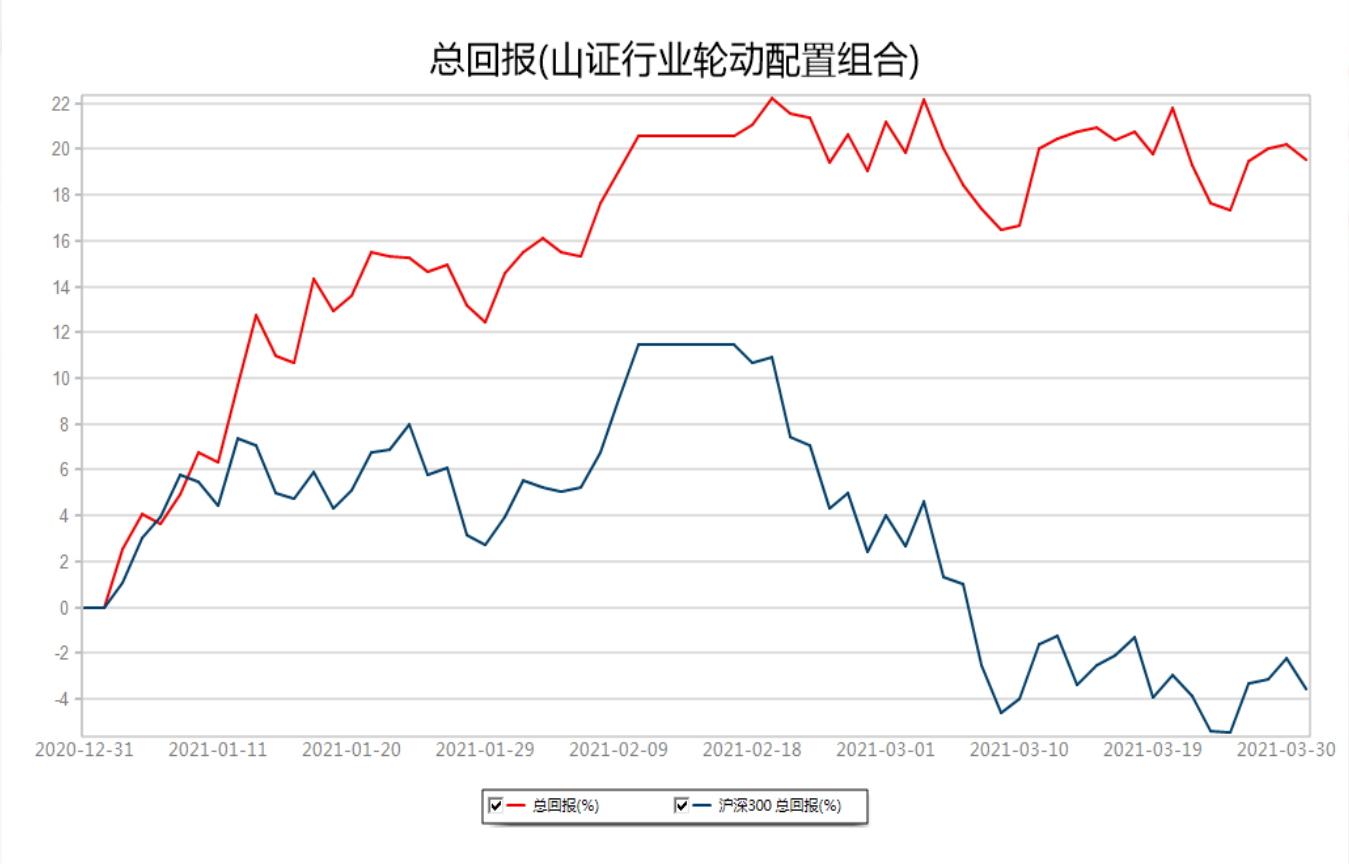


数据来源：WIND、山西证券研究所

3月策略回顾

- 截止3月30日，3月策略中，我们判断市场呈箱体震荡格局，推荐重点配置在全球经济复苏周期下，上涨逻辑坚实且明确的顺周期板块，以及估值合理、下行风险较小并相对受益于通胀和加息环境的大金融板块，对应3月行情来看，该配置策略表现良好，相较沪深300明显抗跌。

- 我们基于行业估值盈利匹配程度及主观判断做周度调仓的行业轮动量化组合收益表现相较市场业更为抗波动。截至3月30日午间收盘，组合3月相对回报6.33%，绝对回报0.45%。



绝对回报:	19.52%
相对回报:	23.16%
本周回报:	0.04%
本月回报:	0.42%
本季回报:	19.52%
本年回报:	19.52%
年化收益率:	106.35%
Alpha:	115.56%
Beta:	0.66
Sharpe:	5.28
日胜率:	48.44%
周胜率:	57.14%
月胜率:	100.00%
最大回撤:	-4.71%
最大连续上涨天数:	5
最大连续下跌天数:	4

数据来源：山西证券、wind

1季度组合操作回顾

- 截止3月30日，组合年内绝对收益19.52%，相对收益23.16%，整体表现突出。
- 年内整体操作还是以稳为主，仓位基本保持在8-9成，3月以来伴随着美债利率快速上升、我国期限利差下行开始收缩仓位。结合央行流动性操作与发言，我们年内始终以价值为准绳，没有对流动性方面下注博弈，当前我们仓位仍然维持在7-8成左右。
- 春节后，组合的表现显著强于指数的原因来源于行业轮动的选择。2月以来，我们对铜、铝、机械、保险、银行、建材等行业进行超配，稳中有进。**我们在年度策略中明确提到看多有色的机会，主要逻辑在于供给不足、经济复苏、库存见底，铜+铝共占据了组合20%+的仓位，此外配置保险、银行的主要逻辑在于看好全球复苏通胀走高，名义利率上行，期限利差与信用利差走阔，这是1季度我们能大幅跑赢指数的主要原因。**
- **机械：**高景气度持续，增长连续两年超预期，通过调研我们了解到我国中低端机械设备对海外进口品的替代效果持续走高，大家普遍发现我国国产中低端机械设备质量与日本、美国持平而价格仅为1/3-1/2。不仅仅是国内替代逻辑，海外出口也在显著增强，机械行业的全球竞争力凸显，因此我们持续对机械设备配置。
- **建材：**在2月第一周我们发现建材出现了淡季不淡的现象，结合长期PB-ROE点阵图发现建材目前在申万28个行业中性价比是最高的。

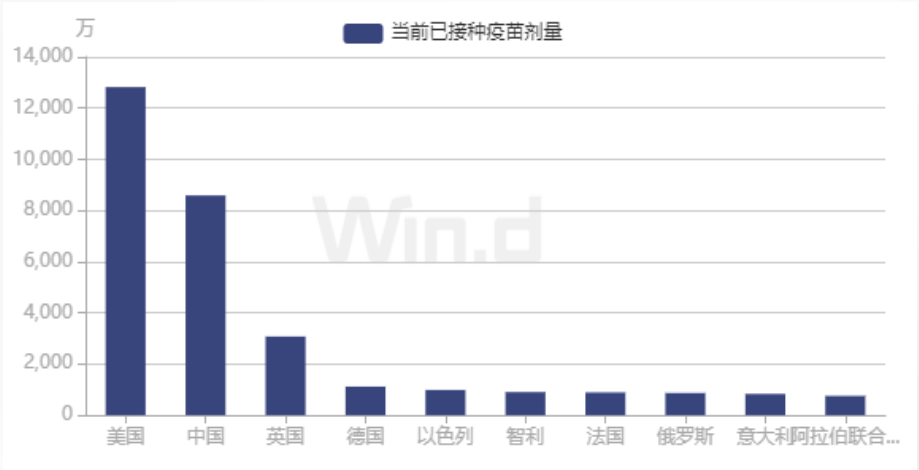
市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议
一季报潜在超预期阶段性机会

海外：持续疫苗接种之下，新增确诊病例数有望再度下降

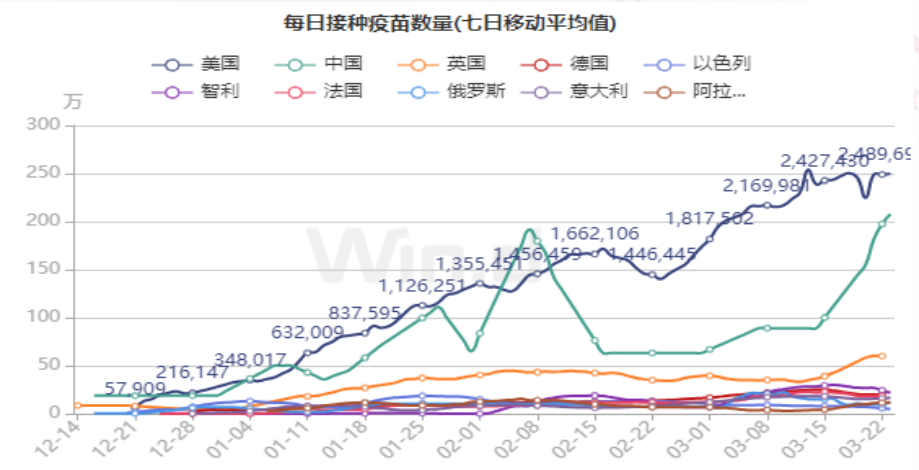
- 目前全球疫苗推进超预期。截至3月20日，全球已经注射了超过4亿3000万支新冠疫苗。从全球排行榜上可以看到，美国接种数量排在首位，占该国人口的18.6%。在美国，至少打了一针新冠疫苗的人数已经超过了自疫情爆发以来的确诊患者数。根据当前接种速度，**美国有望于7月中旬实现70%的群体免疫**（一剂免疫）。紧接着是中国，目前中国已经打了6498万支新冠疫苗，占国家总人口的2.3%。从人口普及率来看，在接种数量排行前十名的榜单上，以色列目前已经打了967万多支新冠疫苗，这意味着该国53.5%的人已经接种了疫苗，此比例属全球最高。英国的接种数量为2898万多支，占全国人口的21.7%，不论是疫苗接种数量还是接种率，都在全球名列前茅。

- 近期，阿斯利康新冠疫苗由于存在严重不良反应可能性，在全球十多个国家被暂停接种，再度引发全球对于疫苗进一步短缺的担忧。然而随着3月强生疫苗获批，后续接种速度有望进一步提升。

主要国家已接种疫苗剂量



全球主要国家接种速度



数据来源：WIND、山西证券研究所

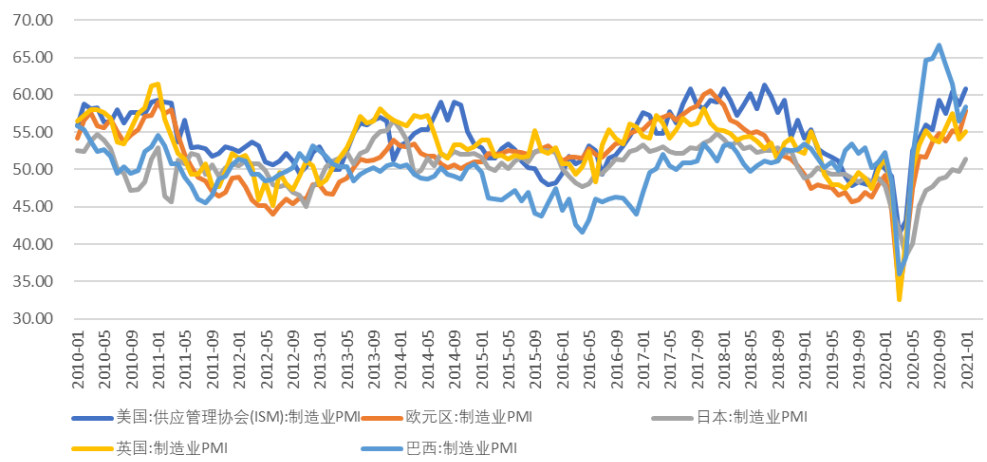
海外：全球主要经济体PMI均处于扩张区间，经济复苏态势良好

- **新增确诊病例数显著下降，叠加美国1.9万亿财政刺激计划落地，推升全球经济体复苏和再通胀预期。**

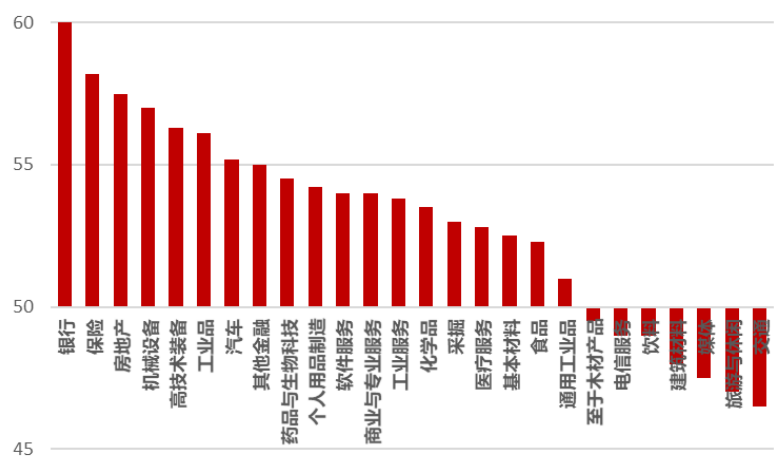
全球经济体复苏：

- 根据IHS Markit数据显示，2月全球多数行业PMI产出指数均处于扩张区间，其中金融服务业PMI为2009年有数据以来最高；旅游休闲、交通行业PMI最低，仍处于收缩区间。
- 多国PMI数据也显示其经济复苏态势良好。2月份，美国制造业PMI60.80，较上月上升2.10；欧元区制造业PMI57.90，较上月上升3.10；日本制造业PMI51.40，较上月上升1.60。
- 美国3月消费者信心指数初值83，远高于前值76.8及预期值78.5；欧元区3月投资者信心指数录得5.0，同样远高于前值-0.2及预期值0.5，两个数值的大幅改善反映了消费者及投资者对于经济前景的乐观信心。

全球主要经济体PMI



全球:行业PMI



数据来源：WIND、山西证券研究所

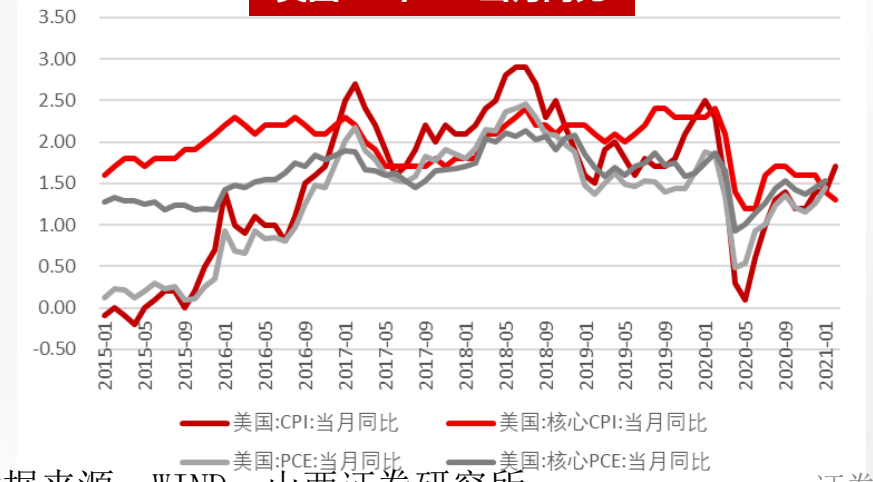
海外：2月美国通胀创2020年来最大涨幅，全球疫苗接种不同步将进一步推升通胀

- **新增确诊病例数显著下降，叠加美国1.9万亿财政刺激计划落地，推升全球经济体复苏和再通胀预期。**

再通胀预期：

- 3月10日，美国劳工部公布数据显示，2月份美国消费者价格指数（CPI）环比上涨0.4%，同比上涨1.7%，与预期持平，为2020年以来的最大涨幅。然而核心CPI涨幅仍然温和，环比仅上涨0.1%，同比上涨1.3%，低于市场1.4%预期。
- 2月CPI涨幅创一年来新高，美国10年期国债及TIPS的收益率差快速上升即反映了市场对于未来通胀的预期。然而美联储更为关注的核心CPI仍未达到预期，因此我们**预期美联储货币政策不会快速转向**。而值得注意的是，目前全球供需国疫苗接种仍不同步，巴西等国每日新增仍处高位，导致供给释放力度不强而需求较强。**主要工业品库存位于低位，供需紧平衡将抬升价格，预计通胀还会进一步走高。**

美国:CPI/PCE当月同比



美国:10年期国债及TIPS收益率



数据来源：WIND、山西证券研究所

变数：欧洲第三波疫情？

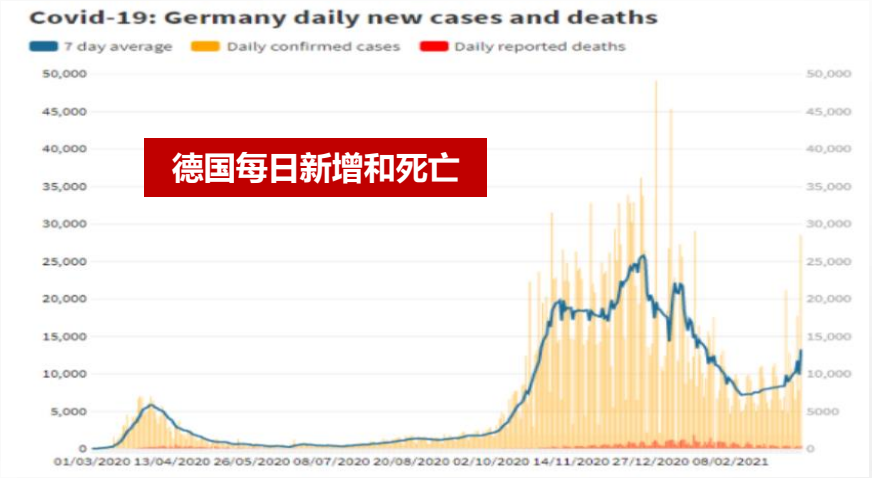
- **新增感染激增，疫情卷土重来，欧洲多国再次收紧防疫措施。**

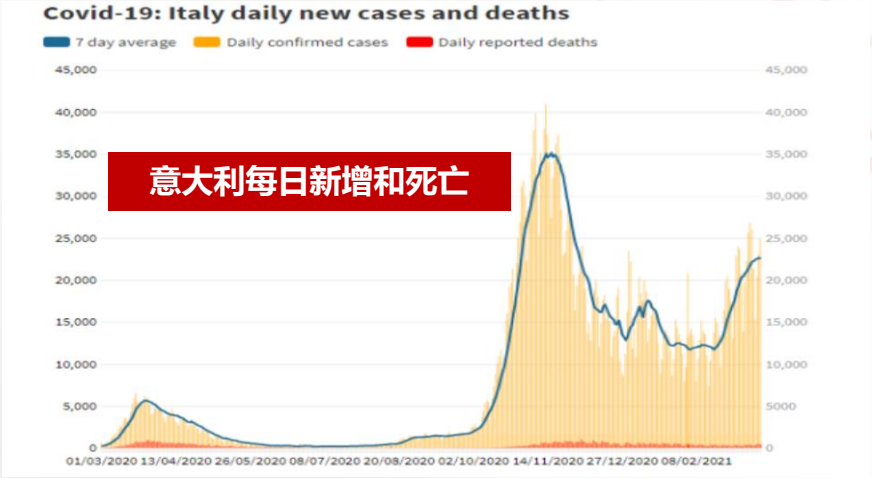
3月21日周日，德国疾控机构公布的新增确诊人数和新增死亡人数分别为13733人、99人，平均每十万人七日累计新增病例数则升至104，已重回1月下旬的水平。意大利卫生部公布的数据显示，截至3月21日周日，意大利单日新增新冠肺炎确诊病例20159例，新增感染病例数量居高不下。

- **此前在英国发现的新冠病毒变种广泛传播，兼具疫苗接种不利，或是欧洲疫情形势再度严峻的主因。**

此前，欧洲部分国家曾有人在接种阿斯利康疫苗后出现血栓问题。随后，包括德国、法国、意大利等在内的至少24个国家已经宣布停止使用或分发相关疫苗。不过，世界卫生组织（WHO）和欧洲最高医疗监管机构欧洲药品管理局（EMA）均力挺阿斯利康疫苗，称继续接种利大于弊。欧洲多国已在计划恢复使用阿斯利康疫苗。

- **目前市场担忧主要在于欧洲疫情重燃可能会扰乱全球复苏进程，目前大宗商品已经开始反应此方面预期而价格受挫，未来需重点关注欧美疫苗接种和疫情控制的情况，因为这会动摇整个金融市场在交易的复苏通胀逻辑。**
- **我们认为当前市场无需对此太过恐慌，随着疫苗接种力度加大，我们预计海外疫情加速上扬不具备太长的可持续性。**





数据来源：CNBC、山西证券研究所

变数：美联储货币政策调整预期

海外：

- 美联储会议决策：维持联邦基金利率不变，继续每月购买800亿国债与400亿MBS。关注三点表述：

1、大幅调高经济预测，若完全兑现，那我们之前预判的年内可能出现缩减QE和讨论加息等退出宽松操作的概率会大增。

2、继续认为二季度通胀上行将是临时性因素，将2021年核心PCE预期上调至2.2%。“谈论通胀和通胀实际高于2%是两回事”。通胀预期至实际通胀传导有时滞，而实际通胀数据上行到联储关注通胀也仍有4-5个月时滞。目前海外市场对2021年2季度通胀上升有一致预期，最需关注时点为3季度。

3、当然联储肯定知道上调经济和通胀预期会加重市场对加息的恐慌预期，所以表示暂时不讨论加息明确时点，Taper之前一定会及时沟通，是在努力稳定市场的紧缩预期。对于Taper，三个关键点：必须看到实质性的进一步改善，一定会提前给出明确信号（结果导向型前瞻框架），会吸取QE3的经验与市场进行沟通。对于加息：未来几年的经济依然具有高度不确定性，现在不想讨论确切加息时点，点阵图不代表加 息的确切节奏，因为委员对于经济的路径有不同的预期，最终结果仍取决于实际经济的结果。

- 鲍威尔耶伦近期表态耐人寻味：虽然美国政府积极推动经济刺激，美联储也多次重申暂时没有紧缩计划，但财长耶伦和联储主席鲍威尔于3月23日一致承认，资产价格确实很高了。不过鲍威尔重申，当看到充分就业和通货膨胀目标进一步取得实质性进展时，才会开始逐渐缩减资产购买规模，美联储尚未开始讨论何时启动缩减。

- 鲍威尔罕见释放鹰派言论。但在3月25日美股开盘前，鲍威尔称，在美国经济复苏和通胀目标“取得实质性进展”之后，美联储将逐步减少美国国债和抵押贷款支持证券的购买规模。同时表示，国会通过的刺激法案和疫苗的加速接种，令美国经济复苏超预期，这将允许美联储在某个时点开始撤退。鲍威尔透露，就较长期来看，美联储已经制定了一项将能够使其加息的测试。不过，鲍威尔也强调，一系列应对新冠疫情而实施的非常规货币支持政策的撤回时点为美国经济“几乎完全恢复”时。

国内经济：1-2月宏观边际走弱

3月15日，统计局发布2021年1-2月份经济数据。

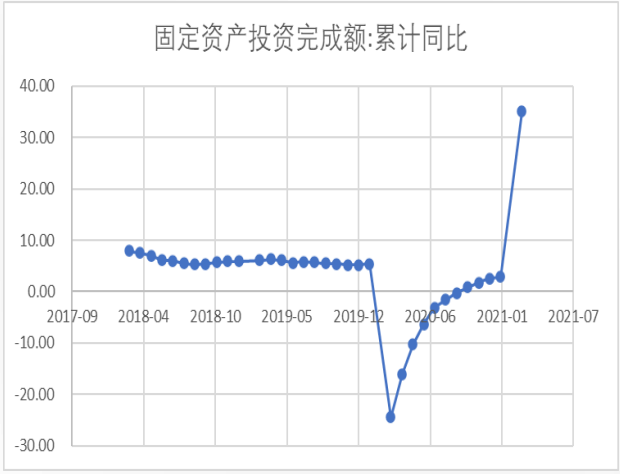
工业增加值当月同比连续两个月上升。

投资同比走强主因基数效应，累计复合同比走弱。固定资产投资1-2月累计同比35.0%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到0.96%，2020年12月当月同比2.90%。房地产、基建和制造业三大投资累计复合同比均有所下降。

新开工表现不佳，拖累房地产投资增速。不过，需要提示的是，目前还无法判断新开工的低迷是趋势变化，还是受到了疫情和节日的扰动。值得注意的是，房地产销售依然保持强劲，同比133.4%，两年复合增长率22.31%。并且从近期的高频数据看，房地产成交量依然稳定。房地产销售的火爆是否会带动新开工增速重新走高是后续房地产投资维持稳健的关键。

基建投资同比表现不佳。今年地方专项债发行较晚，影响基建项目落地进度，拖累年初基建投资。并且从存款数据能够知道，1月份财政存款量多于往年，所以存在大量资金没有及时运用的可能。这种情况在2月份后出现变化，随着资金投放和地方专项债发行提速，后续基建投资或出现一定修复。

制造业投资复合增长率大幅走弱。从目前已公布的分行业数据来看，表现出色的行业为计算机通信和医药制造，两个行业两年累计复合同比都超过了10%。而通用设备和汽车制造两个制造业中的大行业两年累计复合同比均低于-10%。







数据来源：WIND、山西证券研究所

国内经济：供给强于需求

- **不同类别商品消费出现分化。**社零1-2月累计同比达到33.8%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到3.14%，2020年12月当月同比4.6%。**其中，可选类消费品种几个重要消费品种，汽车、石油及制品类、家电类几个可选类大项两年复合增长率均表现低迷。**而两年复合增长率处于高位的商品类别包括通讯器材类、食品类、日用品类和文化办公用品类。社零中的餐饮分项累计同比为68.9%，较2019年1-2月份累计复合增长率达到-1.97%，**餐饮类消费较完全恢复仍有较大差距。**

- **经济再回供给强于需求的模式，年初疫情或对经济数据有扰动。**
- 1-2月的数据受到了基数的大幅扰动，多地爆发零星疫情也对经济数据产生影响，所以数据对趋势提示的意义有限。综合了2019年的数据计算两年复合同比来看，经济又回到供给强于需求的阶段。投资、消费两大内需同比均低于去年底，但表征生产的工业增加值同比表现好于去年底。

- **需求端后续变化存在悬念，目前下结论尚早。**
- 2月份之后，国内疫情逐渐消退，后续看点在需求端的变化上。如果需求端能够及时恢复，那可以从侧面说明1-2月需求端的下滑主要因为疫情影响。
- **目前，经济中存在能够带动需求重新扩张的因素，包括:**

1）强劲的房地产销售；
2）地方债发行提速和财政资金运用对基建投资的支撑；
3）疫苗注射对服务类消费的提振；
4）出口韧性带动制造业投资；
5）实体融资依然强劲。

- 但另一方面，如果联系去年12月的数据，需求端连续表现偏弱势，所以需求已经开始收缩的可能性也不能排除。**从目前的数据看，如下两个因素将是后续需求端比较大的风险：**

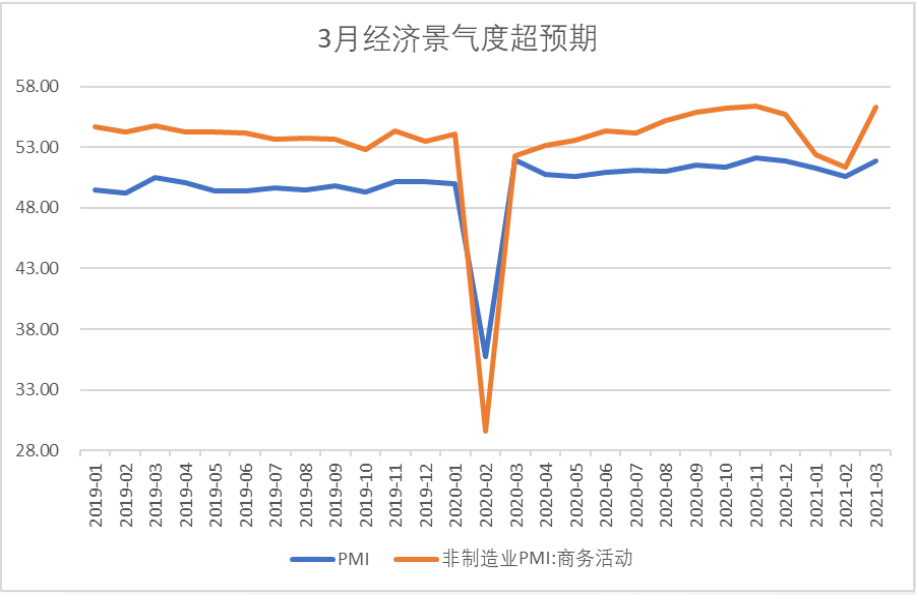
1）地产竣工增速持续高于新开工增速，房地产建设投资走弱；
2）汽车消费同比下降过快，带动整体消费增速走弱。因为生产不可能长期脱离需求保持强势，在这种情况下，去年四季度就有可能成为本轮经济扩张高点。

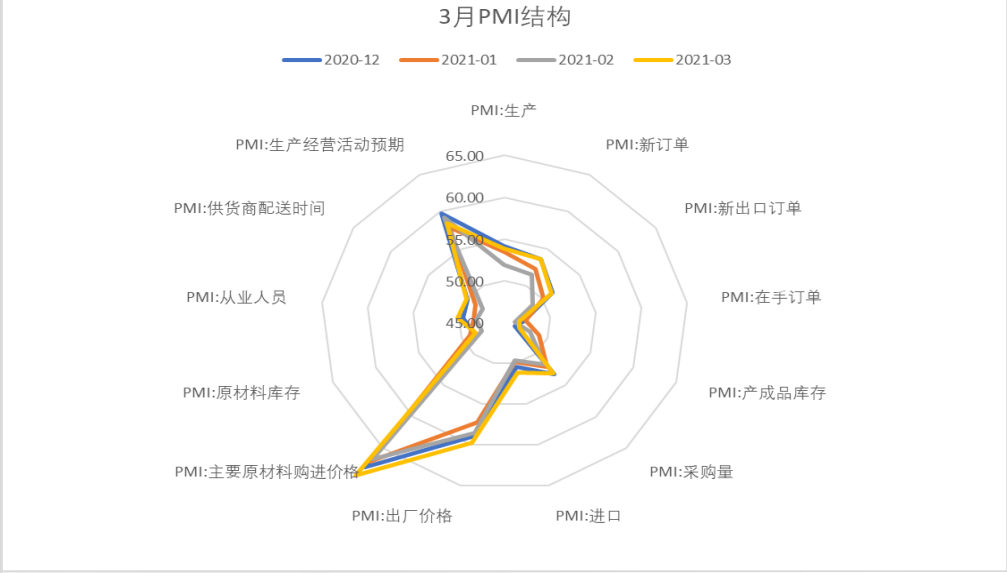
数据来源：WIND、山西证券研究所

国内经济：3月经济数据强于预期，复苏逻辑仍将延续

3月PMI数据超预期，服务业、原材料价格、新订单、新出口订单、进口表现抢眼。

- 3月份，中国制造业采购经理指数（PMI）为51.90%，较上月上升1.30个百分点；中国非制造业商务活动指数为56.30%，较上月上升4.90个百分点。
- 1-2月疫情影响被市场忽略，市场复苏逻辑在1-2月经济数据出炉后出现颓势。
- 3月PMI扩张生产和需求复苏强劲。3月制造业生产指数（供给）和新订单指数（需求）分别为53.9%和53.6%，较上月上升2.0和2.1个百分点，反映出了经济内生动力。非制造业尤其是服务业修复超季节性，3月建筑业和服务业新订单，分别增长5.6和7.3个百分点，疫情过后随着春季生产回暖，双双有超季节性回升。
- 原材料购进价格和出厂价格仍然处于高位。3月主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为69.4%和59.8%，相比上月各增长了2.7和1.3个百分点，上游原材料3月以来持续处于高位，PMI购进价格和出厂价格高企。
- 大型企业去库存体现出消费释放，小型企业采购和补库存明显。
- 经济复苏强劲，扩张态势明显，大概率央行在货币政策上维持紧平衡，关注4月月中的各项经济数据，谨防央行在货币政策上有所收紧。





数据来源：WIND、山西证券研究所

国内政策：《政府工作报告》为多行业基本面带来利好

国内：

- 3月两会顺利闭幕。作为“十四五”规划开局之年，今年《政府工作报告》在强调保持经济增速和政策延续性等短期目标的同时，也聚焦包括构建双循环新发展格局、科技创新自主可控以及降低碳排放在内的中长期问题。本次《报告》中总量目标淡化，而产业政策方面笔墨更浓。其中重要看点主要包括：

1. 赤字率下调至3.2%，专项债新增规模3.65万亿，不搞“急转弯”，财政力度支撑力度略有下降并不意味着顺周期行情的结束。
2. 优化落实减税政策，帮助市场主体恢复元气，看好线下服务消费2021年恢复正常发展。
3. **加大力度鼓励创新，驱动经济高质量发展，科技创新仍是我国资本市场的长期布局主线。**
4. **供给侧改革，扶持先进制造业发展，制造业、工业互联网、5G建设预计年内将有产业促进政策不断出台。**
5. 稳步推进注册制改革， 完善常态化退市机制，投行业务占比较大券商有望占据先机。
6. 坚持“房住不炒”基调，加大租赁住房供给，楼市难出现大行情。
7. 今年安全成为报告中的一大高频词，粮食安全行情有望贯穿全年。
8. **首提制订2030年前碳达峰、碳中和各项工作，环保、新能源、工业清洁生产有望迎来高速发展期，而碳排放高的传统行业也有望迎来新一轮环保催生的“供给侧改革”。长期来看，碳中和主题具备较强的确定性，不少行业有望迎来戴维斯双击机会，从供给侧改革、能源改革、环保技术及设备，三面出击，关注电解铝、钢铁、水电、光伏、节能改造、碳捕捉与封存、能源再生等板块机会。**
9. 提反垄断、防止资本无序扩张，平台经济受压制，二线手机游戏企业受扶持，中证1000有望跑赢沪深300。

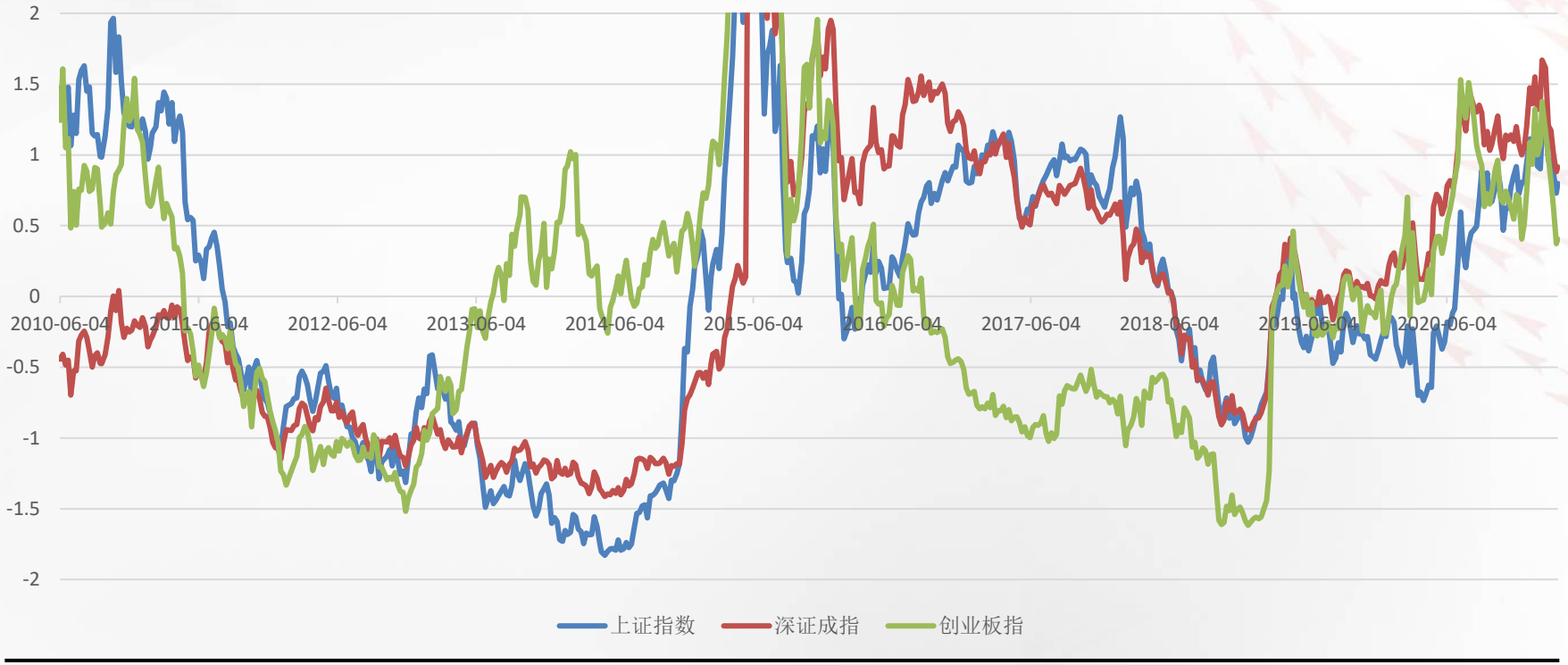
数据来源：WIND、山西证券研究所

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议
一季报潜在超预期阶段性机会

三大股指估值节后持续回调

- 单从指数历史估值来看，对比近十年数据，3月指数大幅回调，目前，创业板指已经跌回0.5倍标准差之下，沪深两市已经跌至+1倍标准差之下。

标准化后的指数PE



数据来源：WIND，山西证券研究所

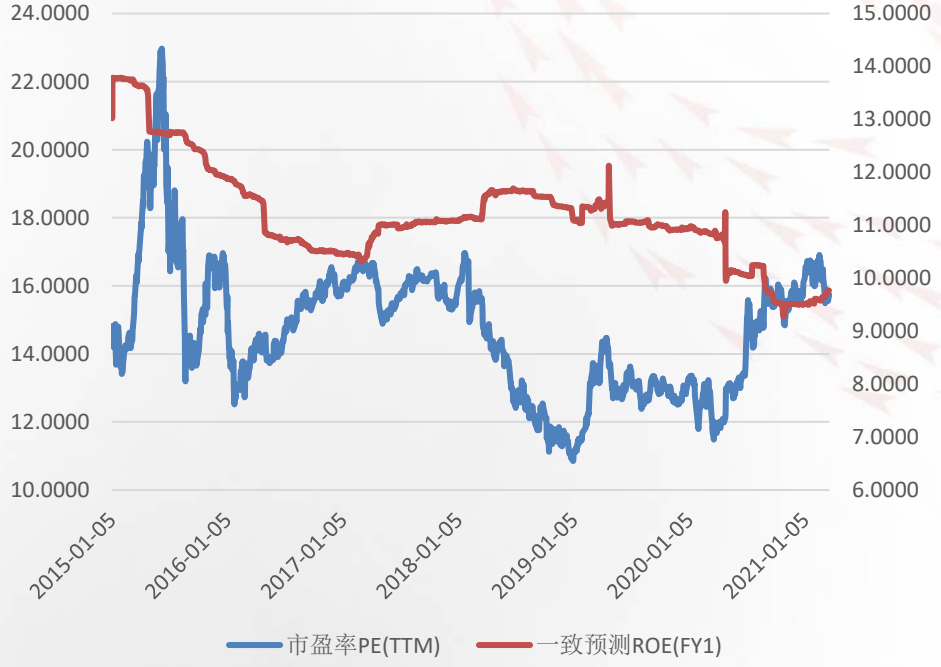
上证指数估值有望随着业绩复苏抬升

- 根据因子测试，上证指数估值PB解释力度更强。根据预期ROE和PB相对位置来看，沪市目前估值处于合理位置。
- 随着经济复苏，企业盈利回暖，目前预期ROE已有反弹迹象，中期来看，如果沪市个股盈利回归历史均值，上证指数有望维持震荡向上走势。

上证指数：预期ROE-PB（LF）



上证指数：预期ROE-PE

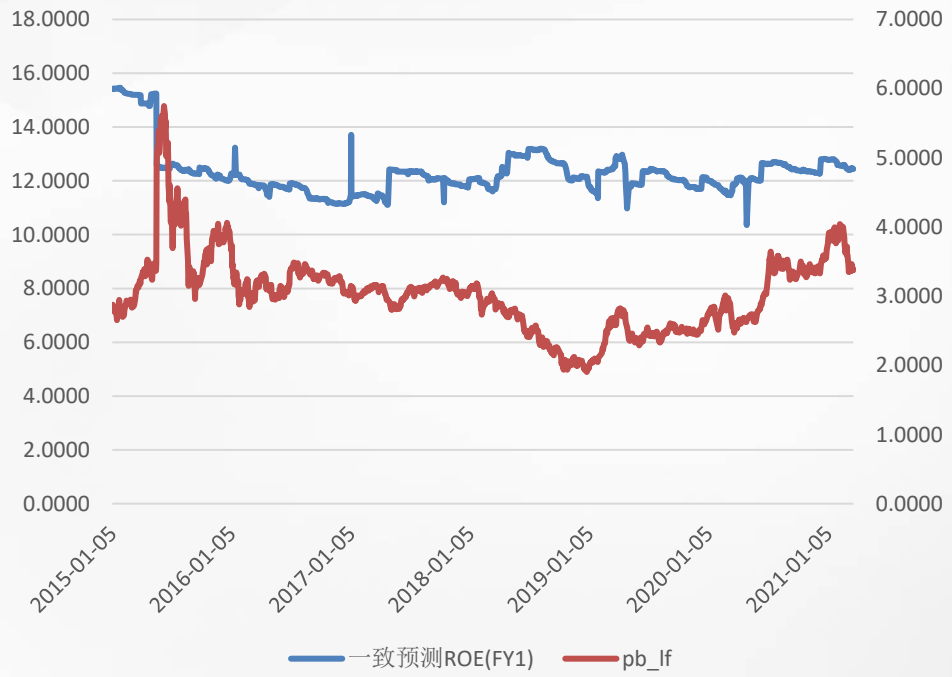


数据来源：WIND，山西证券研究所

深证成指估值回调至合理区间偏高水平

- 节后深市跌幅超过13%，目前深市市盈率已经回到去年七月份水平。
- 目前深成指预期ROE处于历史中上水平，从预期ROE和PE相对位置来看，对比去年全年，深市目前估值处于合理区间，在宏观经济环境持续复苏的背景下，未来深市内个股盈利水平将维持高位，在估值维持稳定状态下，指数或呈震荡走势。

深成指数：预期ROE-PB（LF）



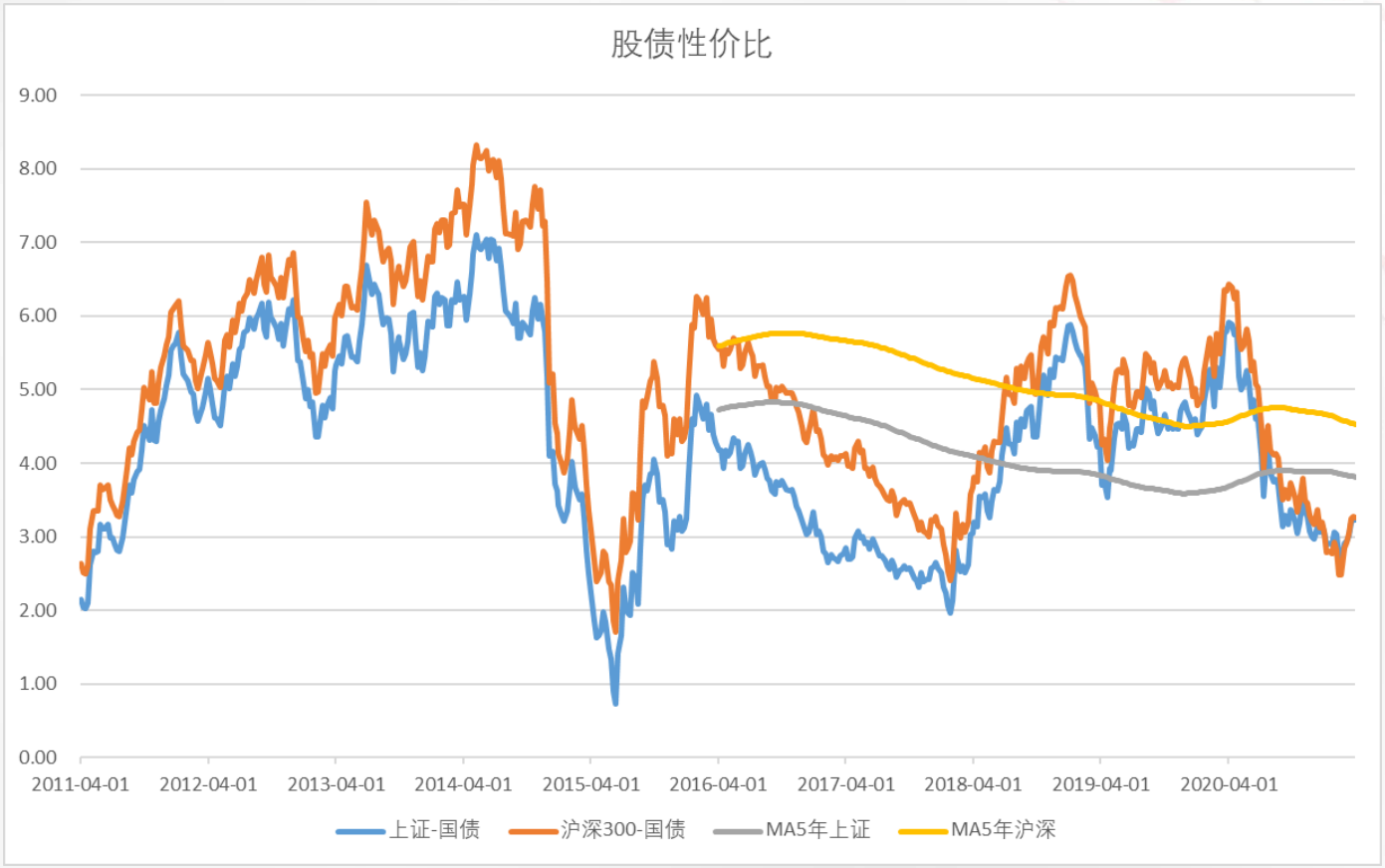
深成指数：预期ROE-PE



数据来源：WIND，山西证券研究所

三大股指估值节后持续回调

- 从E/P-国债利差来看，目前A股性价比处于2018年以来较弱的区间，主要因素我们认为有1.2020年疫情影响企业业绩普遍疲软。2.货币政策刺激市场推升估值。
- 通过测算，我们认为股票风险利差仍有进一步向上修复的动力，其中部分来自于企业盈利能力提升，部分则是来自于货币收紧下的估值回落。



数据来源：WIND，山西证券研究所

A股行业板块估值分化显著收敛

山西证券 SHANXI SECURITIES

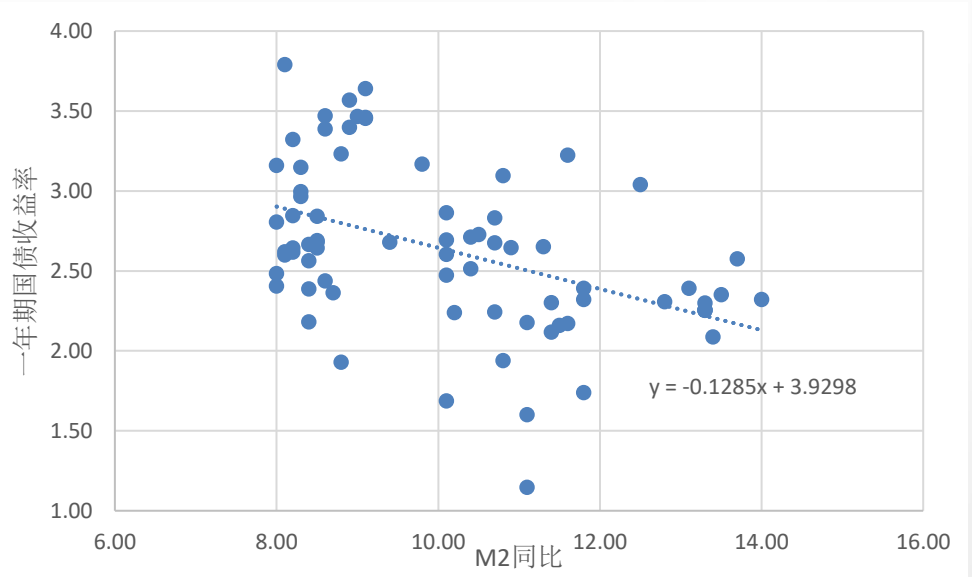
山西证券股份有限公司 SHANXI SECURITIES CO., LTD.

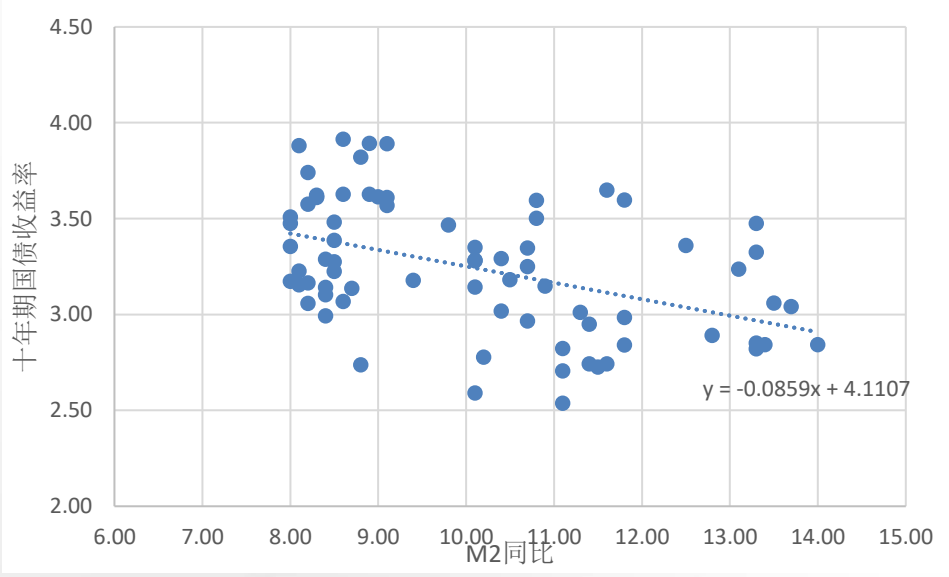
A股行业估值表

	采掘	化工	钢铁	有色金属	建筑材料	建筑装饰	电气设备	机械设备	国防军工	汽车	家用电器	纺织服装	轻工制造	商业贸易	农林牧渔	食品饮料	休闲服务	医药生物	公用事业	交通运输	房地产	电子	计算机	传媒	通信	银行	非银金融	综合
PE	16.5	34.6	15.8	54.4	15.3	8.6	47.7	31.4	67.2	31.5	27.1	35.5	27.7	25.8	17.7	52.1	178.0	44.7	18.1	26.0	8.8	48.8	66.7	36.4	35.2	7.9	16.4	35.1
历史最高	85.7	66.0	142.9	122.4	44.4	31.2	87.3	115.3	223.4	33.4	28.3	52.8	97.6	60.0	102.3	54.5	182.2	65.8	32.7	37.6	28.4	100.1	143.6	125.7	85.2	10.4	36.1	101.9
历史最低	11.0	13.2	5.8	22.6	10.2	8.1	21.2	13.4	28.6	11.3	10.7	18.6	14.9	13.8	15.6	16.7	24.9	24.1	14.1	12.4	8.0	23.2	29.5	19.5	28.8	4.7	10.9	22.7
过去1年PE																												
过去10年PE范围																												
PE分位数	40.8%	73.3%	29.1%	71.6%	30.8%	0.8%	88.3%	55.0%	48.3%	97%	98.3%	79.1%	31.6%	54.1%	5.0%	97.5%	99.1%	84.1%	15.0%	91.6%	5.0%	52.5%	79.1%	33.3%	15.8%	93.3%	31.6%	37.5%
PB	1.1	2.9	1.1	3.1	2.3	0.9	4.3	2.8	3.3	2.3	4.0	1.8	2.1	1.3	3.9	10.5	8.3	4.7	1.4	1.5	1.2	4.2	4.0	2.5	2.2	0.8	1.8	2.1
历史最高	3.9	4.5	2.4	6.1	4.1	3.6	6.3	5.6	7.9	3.9	4.4	5.2	5.5	4.6	6.3	11.0	8.5	7.4	3.9	3.4	3.4	6.2	14.2	10.6	5.9	1.7	3.8	6.5
历史最低	0.9	1.6	0.7	1.7	1.5	0.8	1.6	1.7	1.9	1.4	1.8	1.5	1.5	1.3	2.4	3.1	2.5	2.6	1.3	1.1	1.1	2.1	2.4	1.7	1.3	0.7	1.5	1.2
过去1年PB																												
过去10年PB范围																												
PB分位数	11.6%	78.3%	45.0%	56.6%	63.3%	1.6%	90.8%	63.3%	62.5%	60.8%	95.8%	13.3%	43.3%	3.3%	72.5%	98.3%	99.1%	81.6%	6.6%	48.3%	4.1%	86.6%	43.3%	17.5%	25.0%	14.1%	30.8%	22.5%

宏观资金面：宏观流动性目标明确，利率仍有上行空间

- 3月20日，中国人民银行行长易纲在中国发展高层论坛2021年会圆桌会上表示，我们有较大的货币政策调控空间。中国货币政策始终保持在正常区间，工具手段充足，利率水平适中。我们需要珍惜和用好正常的货币政策空间，保持政策的连续性、稳定性和可持续性。人民银行行长在圆桌会上的发言和前期表述保持一致，宏观流动性政策落脚点M2同比预期不变。
- 根据政府工作报告表述，M2和名义GDP增速相匹配，我们预测今年M2同比在9%左右。国债是收益率和M2同比数据相关性超过0.45，因此，我们可以根据线性回归结果得到，一年期国债收益率中枢将维持在2.77%附近，十年期国债收益率中枢3.34%附近。因此，未来利率还有一定的上行空间。



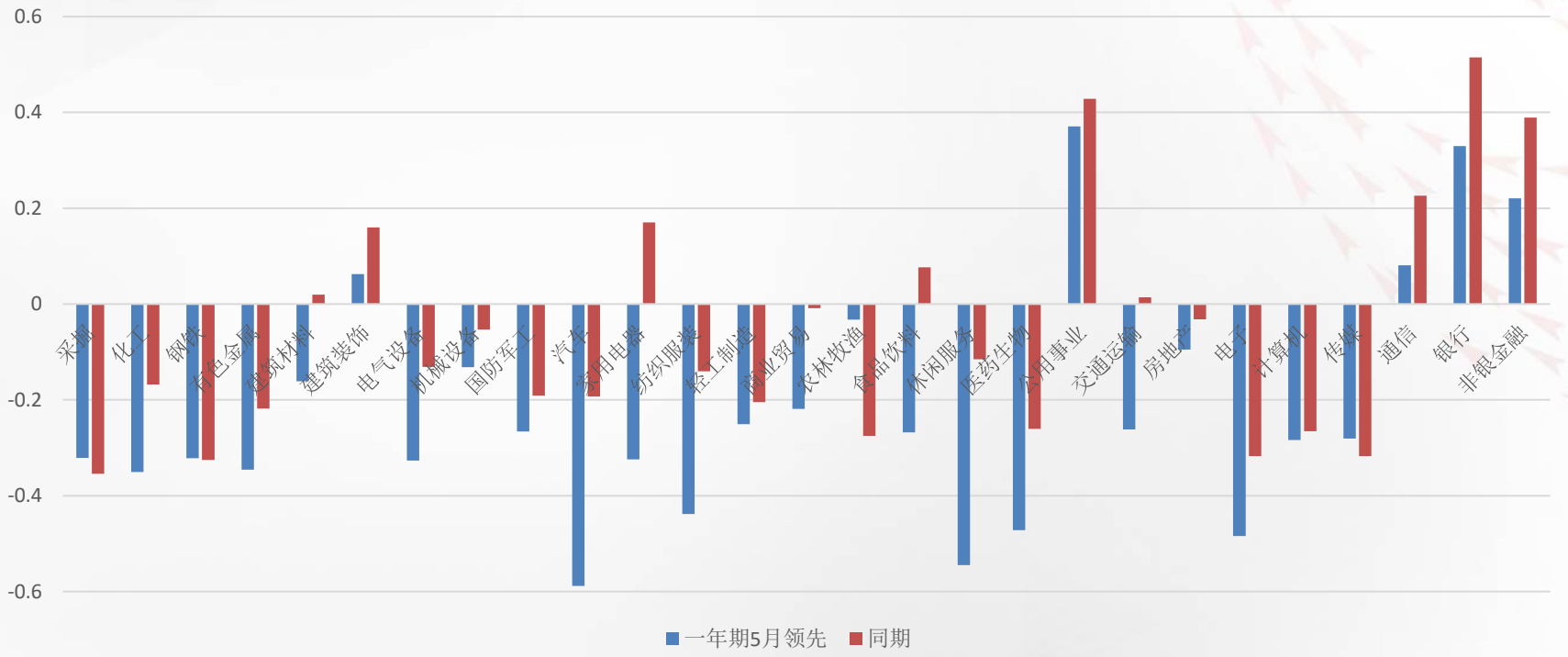


数据来源：Wind、山西证券研究所

利率抬升期间，公共事业和金融板块有望受益

- 从数据分析得知，一年期国债利率和5个月后信用利差的相关性达到峰值。
- 一年期国债收益率领先信用利差5个月，而信用利差直接影响企业杠杆率、企业未来盈利预期，也会反映到企业估值上，根据数据进一步观察分析，我们发现一年期国债收益率对不同行业公司的估值影响不一，如下图所示，**汽车、家电、医药、电子行业受短端利率上行的负面影响较大；而公共事业和银行板块则明显受益。**

一年期国债和行业PE相关系数



数据来源：Wind、山西证券研究所

资金：人民兑美元由升转贬，外资流入继续减速

- 从图中可以看到，自去年12月开始，中美利差有所下降，该趋势一直持续至今，根据无套利原理和实证检验，中美国债利差对于汇率有较强的先行特性，因此短期来看美元有升值趋势。去年下半年，人民币兑美元持续升值一定程度上加大了国内资本市场对外资的吸引，该因素导致的外资流入将继续下降。

汇率和利差



数据来源：WIND、山西证券研究所

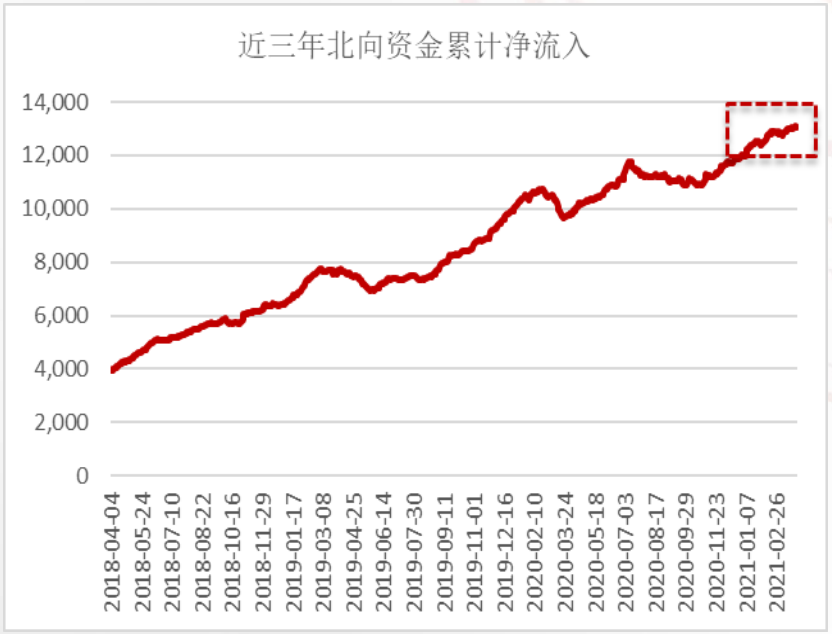
资金：北向资金流入减缓

- 今年以来北向资金流入较去年四季度有所收缓，但对比去年全年来说，净流入已超过去年净流入总额的一半。二月底至三月初，在流动性边际收紧、市场大幅下跌背景下，北向资金呈现净流出态势，而随后随着市场进入震荡态势，净流入较前期有所回暖。然而与去年四季度相比流入速度仍有所下降，我们预测后期市场横盘震荡背景下，北向资金将继续维持小幅流入，市场增量资金有限。

北向资金月度净流入



北向资金累计净流入

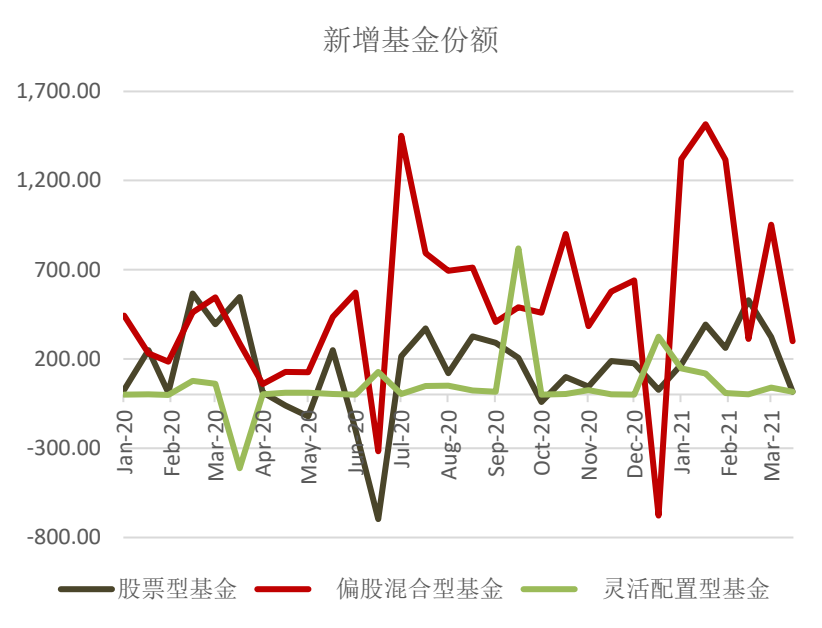


数据来源：Wind、山西证券研究所

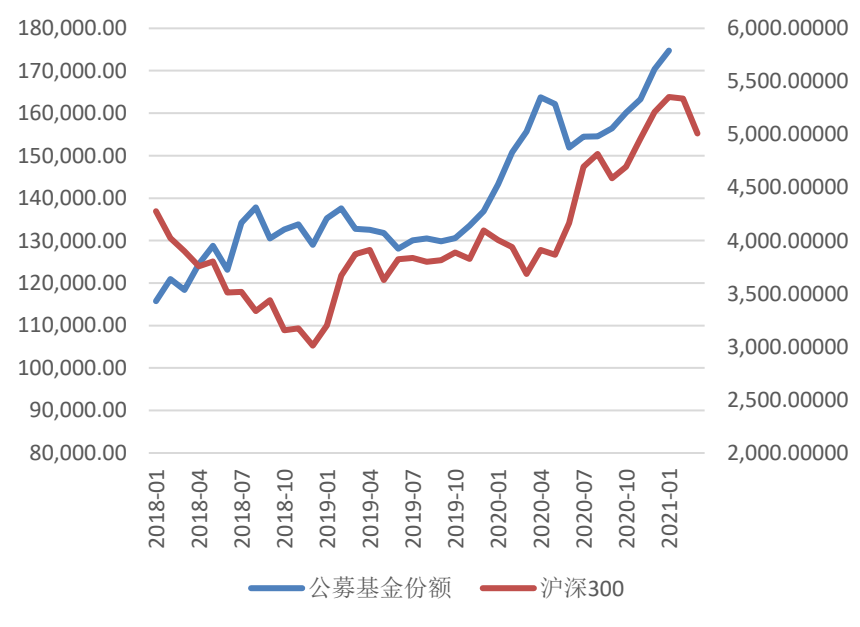
资金：基金发行市场热度降温

- 3月新发基金规模环比降幅显著，公募基金发行规模连降两周，环比减幅扩大，发行规模降至2020年以来历史均值之下，基金发行市场热度继续降温。
- 自去年年初开始，A股指数快速上涨，公募基金份额同步上升，根据上个月我们进行的同比数据测算，虽然3月和4月同比数据由于基数原因依旧维持较高增速，但是由于A股节后的大幅调整，成交量环比数据下滑或将持续。

基金份额变化



沪深300点位和基金份额



数据来源：Wind、山西证券研究所

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议
一季报潜在超预期阶段性机会

二季度大势研判观点：宽幅波动、结构调整、均衡偏弱

- **A股市场将延续宽幅波动、结构调整格局，中短期相对均衡但趋势偏弱。**
- **市场风格仍是周期价值优于成长，行业配置推荐顺周期+大金融+碳中和的主线方向**，但要关注行业边际变化和估值收敛的情况，在具体选股上也要注意估值与业绩的匹配度。

- 底仓保持相当比例的稳健品种配置，包括前期我们推荐的**银行保险**，还有近期持续推荐的**公用事业**，估值相对安全，基本面也有明确的改善预期，历史回测发现金融和公用事业在一定程度上可以对抗通胀和加息风险，另外公用事业板块近期也受到了碳中和政策的提振，后续大概率维持强势。

- 进攻仓的**顺周期**可以继续跟进，逻辑仍然是全球经济复苏、原材料、工业品供给弹性较弱，供需缺口短期难以弥合，重点看有色、机械、化工等品种，美联储会议仍然偏鸽，暂时不会逆转全球经济和通胀上行的进程，也没有从根本上破坏中上游周期板块的逻辑。以有色来看，当前估值并未充分反映有色周期的价值。

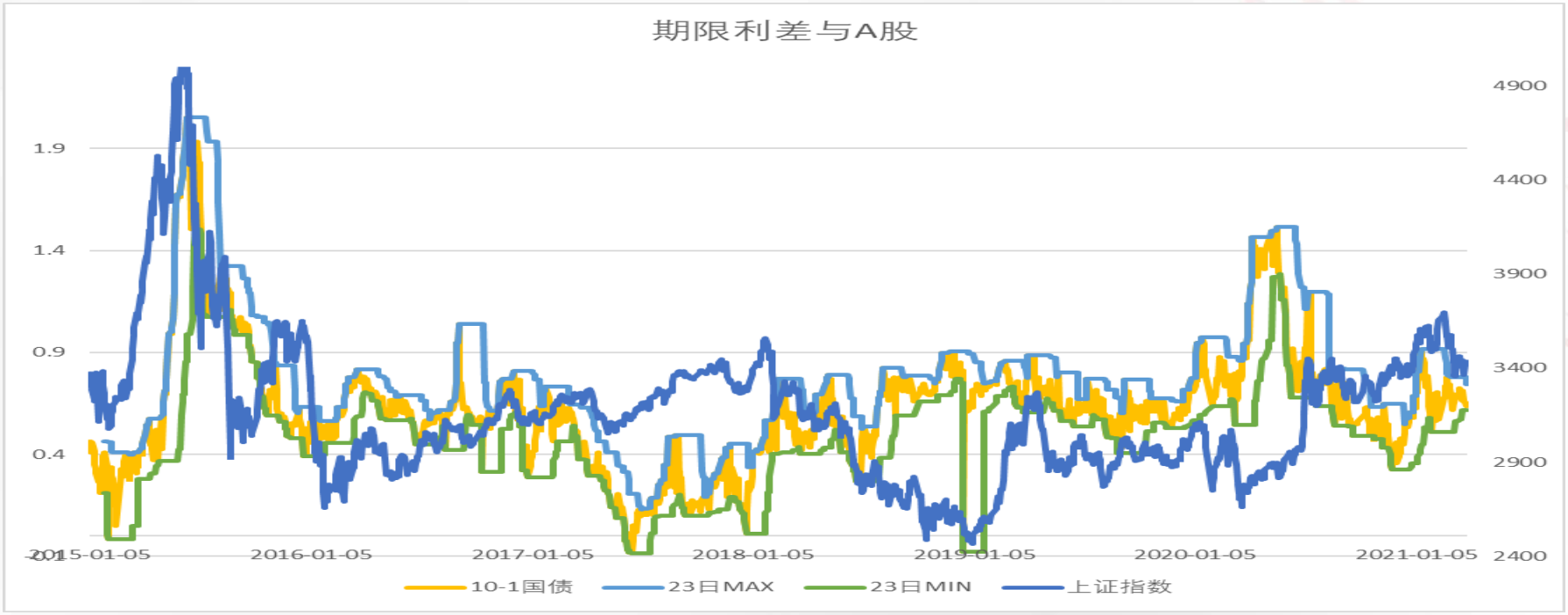
- **长期来看，碳中和主题具备较强的确定性，不少行业有望迎来戴维斯双击机会，从供给侧改革、能源改革、环保技术及设备，三面出击，关注电解铝、钢铁、水电、光伏、节能改造、碳捕捉与封存、能源再生等板块机会。**

数据来源：Wind、山西证券研究所

- **我们从期限利差与A股的历史关系回测来看，通常期限利差创新低会对市场形成显著的压制，而期限利差创新高会对市场形成显著的刺激。**

（如图所示，只在轨道上下沿会给出明确信号，中间区域不作考虑）

- 目前来看，短端利率流动性紧张问题得到较大程度的缓解，但在1-2月经济数据不达预期的情况下期限利差再度承受压力接近下轨，短期市场存在压力。不过流动性和基本面单独一方均尚不足以拉动明显的单边行情，市场整体仍将保持区间震荡，重点关注结构性机会。



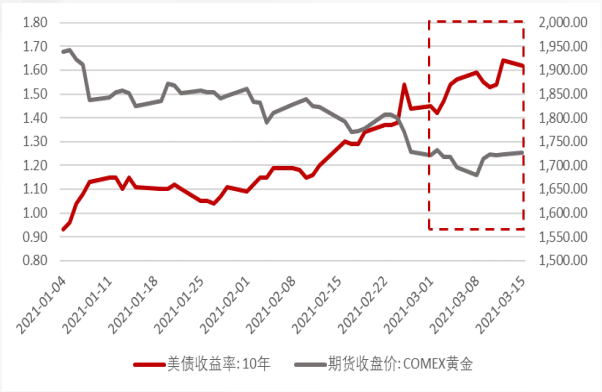
数据来源：Wind、山西证券研究所

国债收益率上行往往对风险资产/A股形成压制

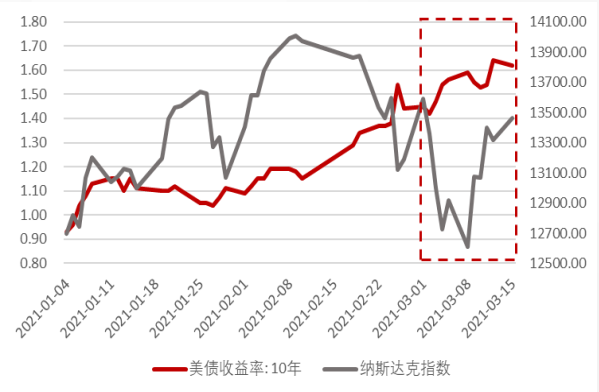
海外/国内：

- 全球经济体复苏和再通胀预期下，美债收益率快速上行。美债利率走高期间，全球风险资产普遍震荡下行。3月以来纳斯达克指数/创业板指分别宽幅震荡/震荡下跌。回顾过去市场表现，美债收益率上行同样对A股形成压制。美债利率上行区间，A股往往表现不及其他时期。

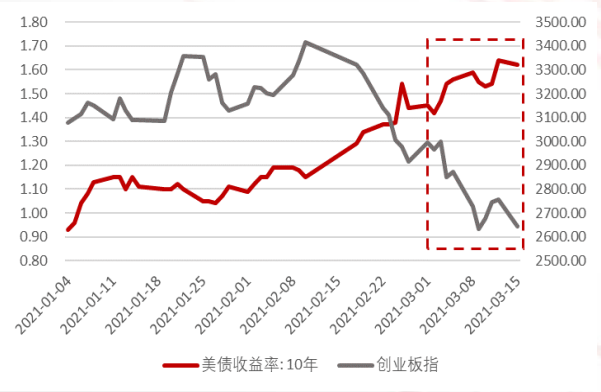
美债收益率/COMEX黄金



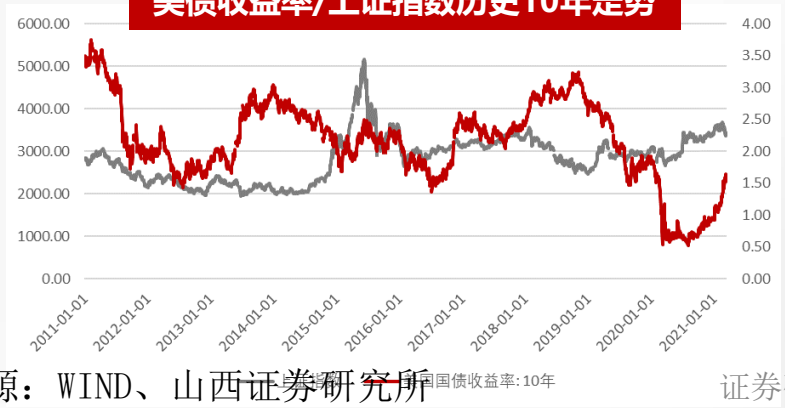
美债收益率/纳斯达克指数



美债收益率/创业板指



美债收益率/上证指数历史10年走势



美债收益率/创业板指历史10年走势



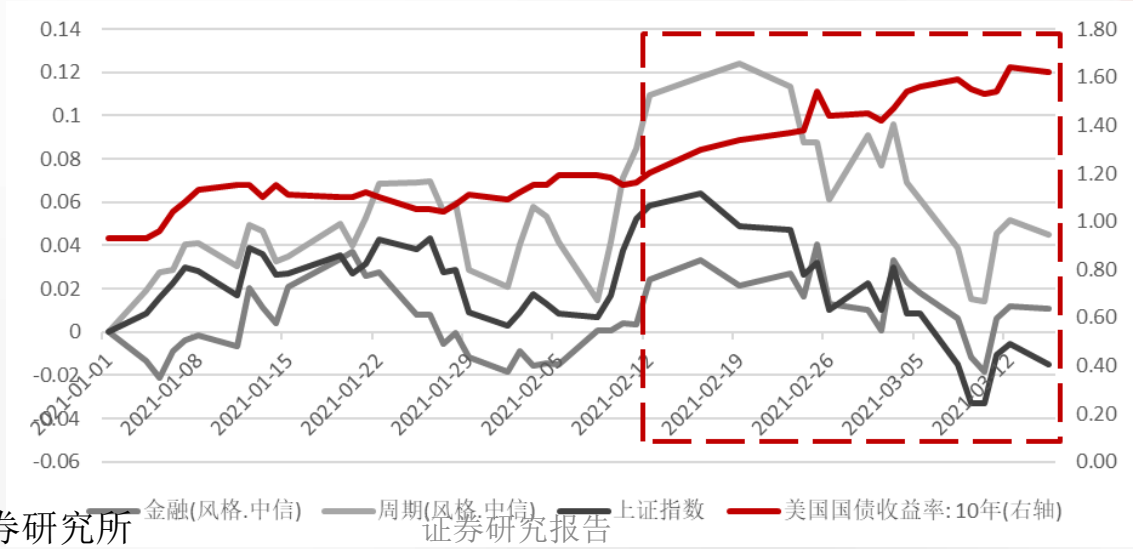
数据来源：WIND、山西证券研究所

本轮美债率上行期间，周期、金融板块表现较好

国内：

- **本轮美债率上行期间，周期和金融板块相对表现较好。**
- 金融行业表现强势的主要原因在于经济回暖及通胀走强下，期限利差及信用利差2个利差快速扩大。期限利差升高带动银行、保险投资端收益率显著上升、而信用利差升高带动银行、保险资产端收益率上行。两个带动下，金融机构业绩将得到明显改善，金融板块走强。
- 而周期板块表现强势的主要原因则在于经济回暖下提振周期品需求，然而主要供给国目前疫苗接种仍落后于需求国、大宗品库存仍处低位，供需紧平衡叠加补库存将推动价格上涨，同时高通胀预期将进一步推动涨价。

金融/周期股在利率上行期间表现优于A股整体



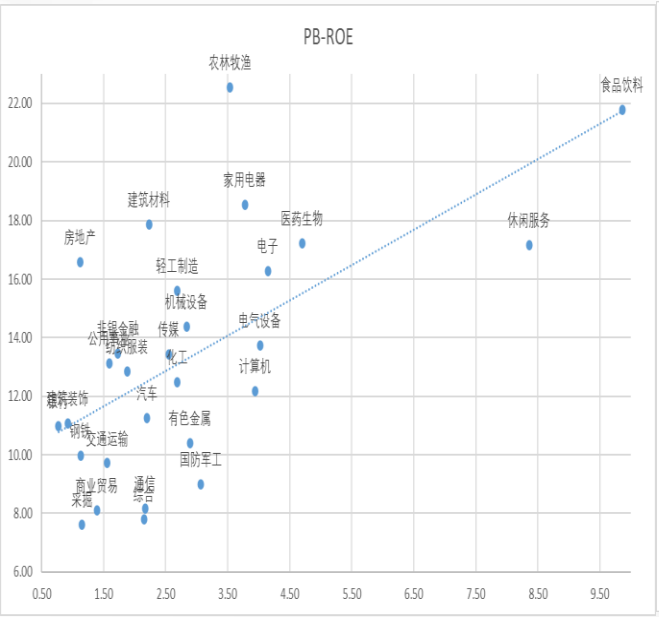
数据来源：WIND、山西证券研究所

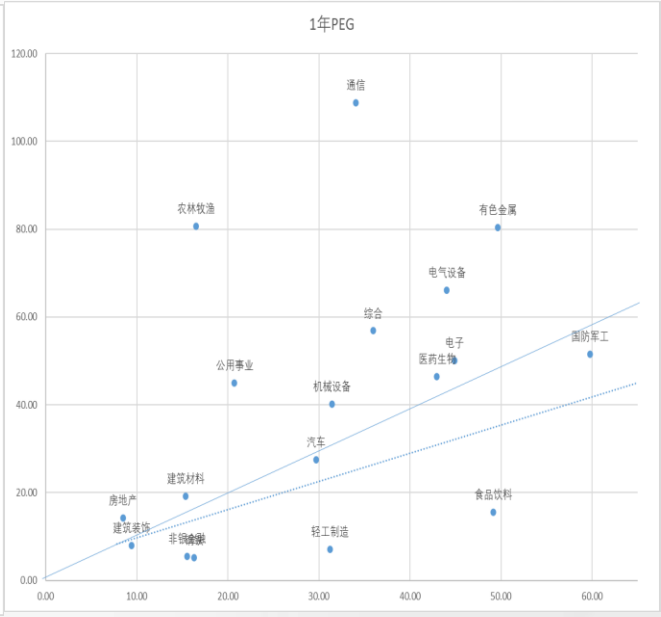
PB-ROE\PEG架构

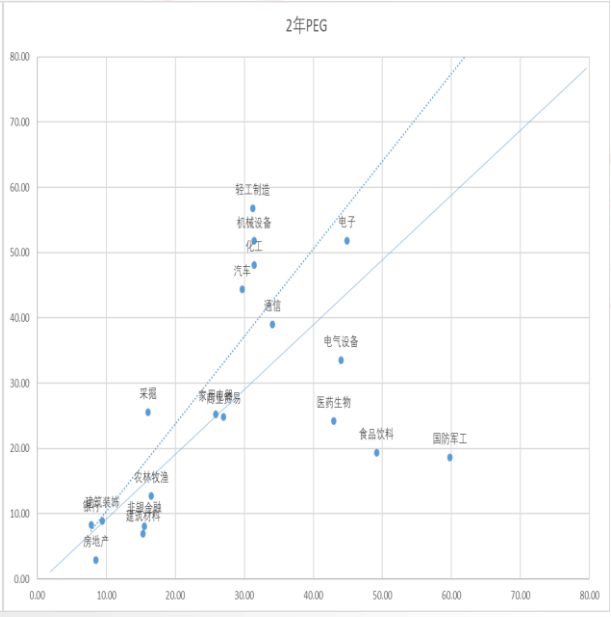
- 从PB-ROE的架构来看，前期抱团板块在经历了最近两个月的大幅调整后性价比有显著回升，虽然未出现显著低估现象，但是在板块中已经开始体现出了部分配置价值。

- 从1年PEG的架构来看，1年期通信（我们研究发现目前行业景气度不高，当前不值得过分介入）、有色、电气设备、农林牧渔、医药、公用事业具备较强的爆发力。

- 从2年PEG的架构来看，爆发力较强的板块增速性价比有显著降低，采掘、汽车、化工、机械、轻工则后来居上。

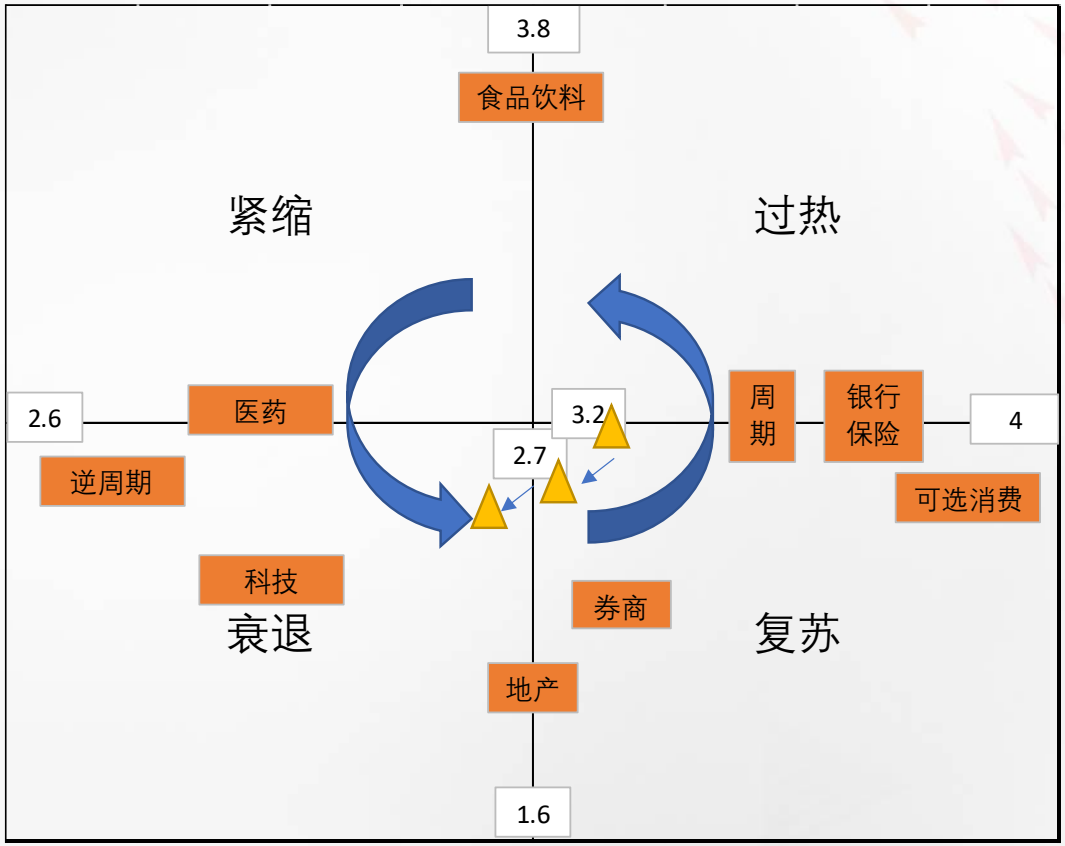






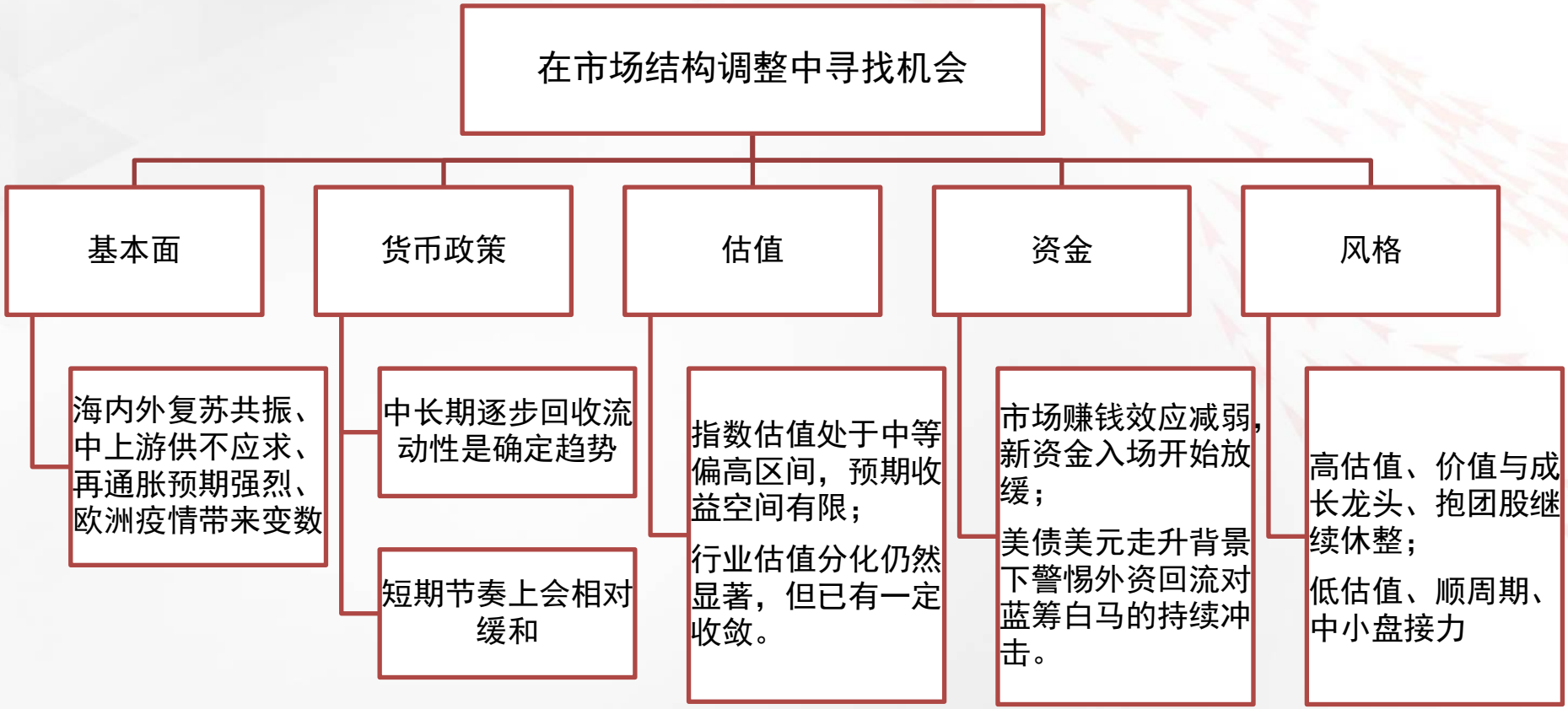
数据来源：Wind、山西证券研究所

- 根据利率波动区间我们发现，目前市场复苏逻辑较3月初有所钝化，主要原因我们认为有两个方面。
- 一方面1-2月经济数据不达预期，市场对复苏进程存在疑虑。
- **另一方面，海外疫情影响全球经济回暖进程，海外股票风格与A股共振后影响A股复苏板块。**

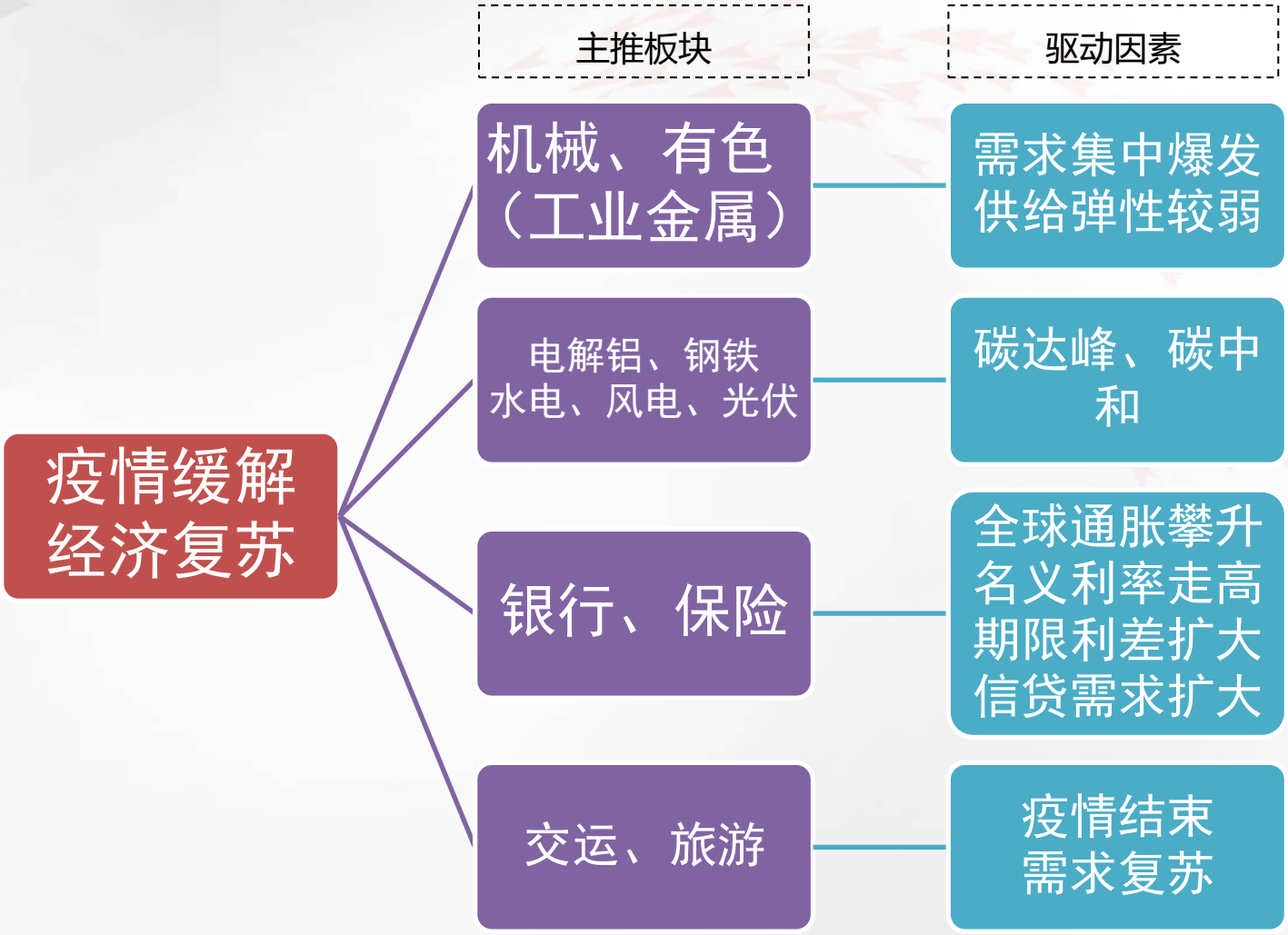


数据来源：Wind、山西证券研究所

大势研判观点


在市场结构调整中寻找机会
基本面
货币政策
估值
资金
风格
海内外复苏共振、中上游供不应求、再通胀预期强烈、欧洲疫情带来变数
中长期逐步回收流动性是确定趋势
短期节奏上会相对缓和
指数估值处于中等偏高区间，预期收益空间有限；
行业估值分化仍然显著，但已有一定收敛。
市场赚钱效应减弱，新资金入场开始放缓；
美债美元走升背景下警惕外资回流对蓝筹白马的持续冲击。
高估值、价值与成长龙头、抱团股继续休整；
低估值、顺周期、中小盘接力

市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议
一季报潜在超预期阶段性机会


主推板块
驱动因素
疫情缓解
经济复苏
机械、有色（工业金属）
需求集中爆发
供给弹性较弱
电解铝、钢铁
水电、风电、光伏
碳达峰、碳中和
银行、保险
全球通胀攀升
名义利率走高
期限利差扩大
信贷需求扩大
交运、旅游
疫情结束
需求复苏

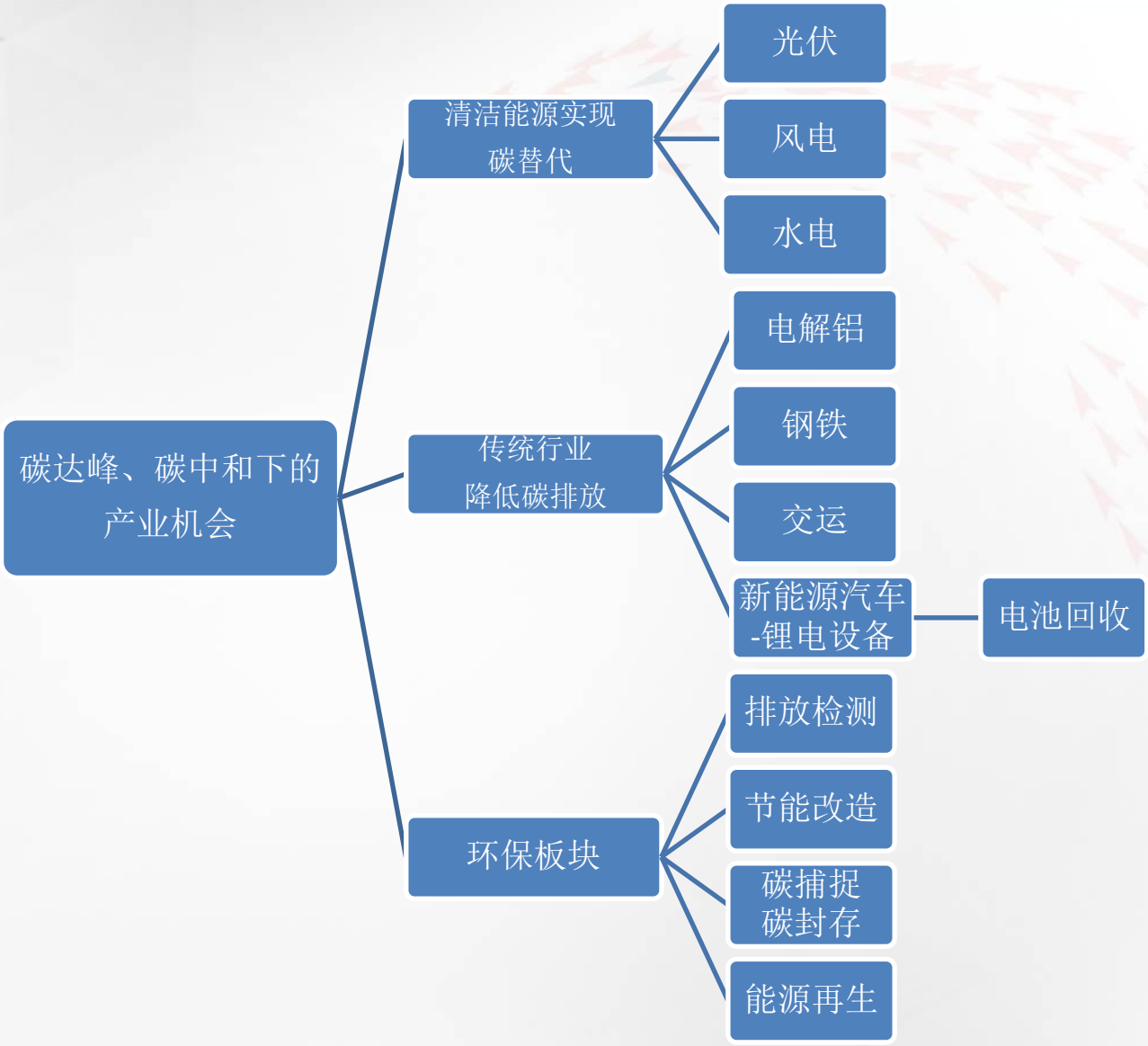
《政府工作报告》推动生态环境从“碳减排”进入“碳达峰”时代

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 3月两会召开，“绿色经济”与“碳达峰、碳中和“是今年《政府工作报告》中新增的产业亮点。

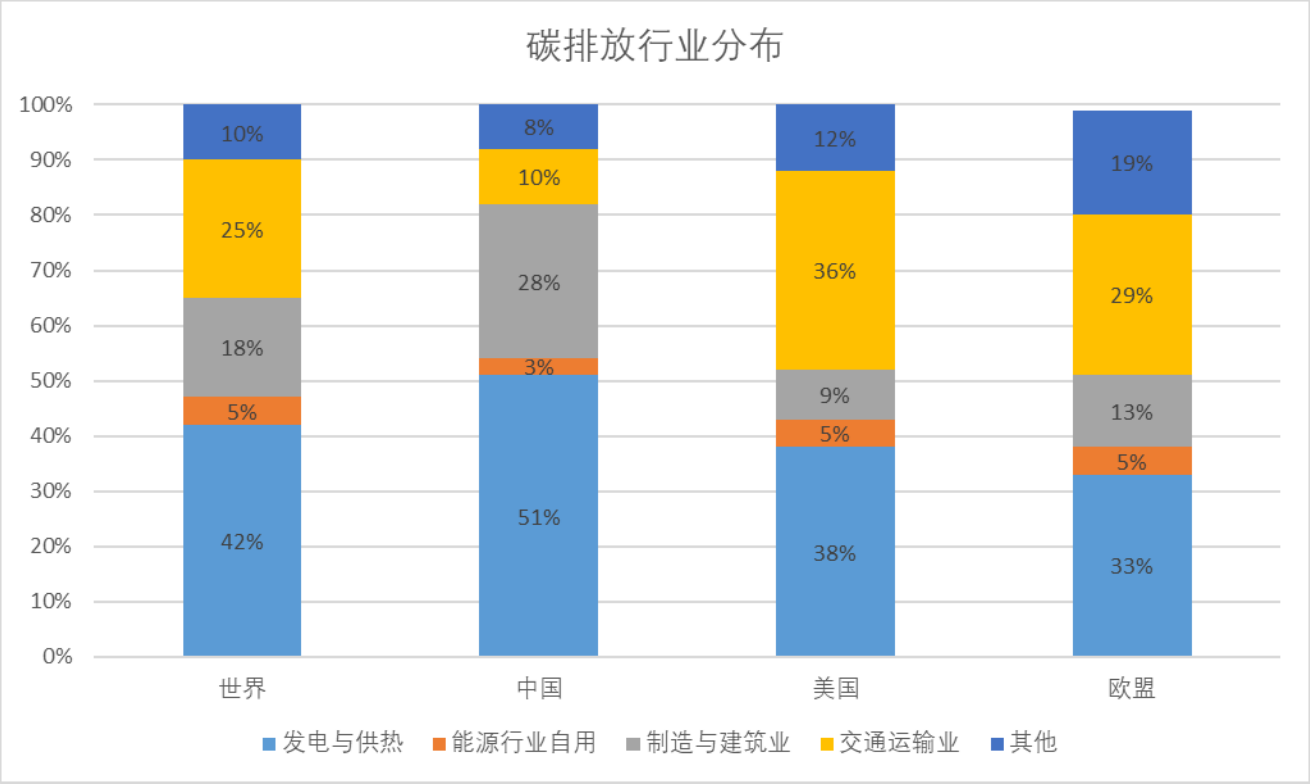
- 报告明确强调扎实做好碳达峰、碳中和各项工作，要求制定好2030年前碳排放行动方案，**生态环境从“碳减排”努力进入“碳达峰”努力时代。**目前全球已有逾120个国家做出碳中和承诺，我国2019年碳排放超过了98亿吨，全球占比28%，且近年来碳排放量仍然陡峭上升。自2020年下半年以来，碳达峰、碳中和目标成为下半年以来高层会议的重点，我国密集出台法律法规，推动碳达峰、碳中和加速落地目前全国已有82个低碳试点省市提出碳达峰目标，其中2020年和2025年前达峰地区分别有18和42个。大力发展新能源环保产业将是2025乃至2030年前确定的趋势。

两会政府工作报告	八项重点工作之一：制定好2030年前碳排放行动方案。优化产业和能源结构。推动煤炭清洁高效利用，大力发展新能源，在确保安全的前提下积极有序发展核电。扩大环境保护、节能节水等企业所得税优惠目录范围，促进新型节能环保技术、装备和产品研发应用，培育壮大节能环保产业。加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。实施金融支持绿色低碳发展专项政策，设立碳减排支持工具。
中央经济工作会议	八项重点任务之一：做好碳达峰、碳中和工作 加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能源消费双控制度。要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应。要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。
<碳排放权交易管理办法>	应对气候变化和促进绿色低碳发展中充分发挥市场机制作用，推动温室气体减排，规范全国碳排放权交易及相关活动，适用于全国碳排放权交易及相关活动
全国生态环境保护工作会	要编制实施 2030 年前碳排放达峰行动方案，加快建立支撑实现国家自主贡献的项目库，加快推进全国碳排放权交易市场建设，深化低碳省市试点，强化地方应对气候变化能力建设
《关于统筹和加强应对气候变化与生态环境保护相关工作的指导意见》	以二氧化碳排放达峰目标与碳中和愿景为牵引，以协同增效为着力点，坚持系统观念，全面加强应对气候变化与生态环境保护相关工作统筹融合，增强应对气候变化整体合力，推进生态环境治理体系和治理能力现代化，推动生态文明建设实现新进步
气候雄心峰会	到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上
第十四个五年规划和二〇三五年远景目标（建议）	加快推动绿色低碳发展。降低碳排放强度，支持有条件的地方率先达到碳排放峰值，制定2030年前碳排放达峰行动方案


碳达峰、碳中和下的产业机会
清洁能源实现碳替代
光伏
风电
水电
传统行业降低碳排放
电解铝
钢铁
交运
新能源汽车-锂电设备
电池回收
环保板块
排放检测
节能改造
碳捕捉碳封存
能源再生

碳中和有望成为长期投资方向

- **政府工作报告中首次将碳达峰、碳中和列为重要议题，高层对环保重视程度前所未有。**
- 我国当前化石能源占比超80%，其中煤炭占比超过5成，石油接近2成，能源结构改革空间巨大。
- 我国碳排放市场进入第一个履约周期，2021年2月1日，《碳排放权交易管理办法(试行)》正式施行，地方政府响应积极，政策落地速度有望超预期。
- 碳排放层面，我国发电供热、制造业与建筑业占比相对较高，具备较大的压缩空间。

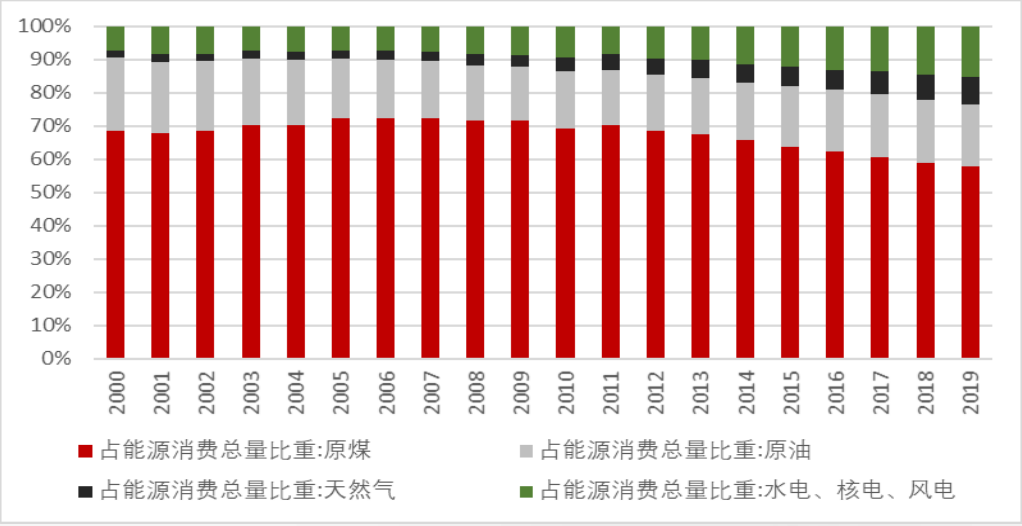


数据来源：Wind、山西证券研究所

电力减排加速新能源在能源结构中的占比

- 目前我国火电发电占比仍超50%，随着“碳中和、碳达峰”的推进，对于清洁能源发电量的要求将逐渐上升，而这一要求将显著提升光伏、风电装机规模。
- 根据发改委提出的发展规划与气候峰会目标，2030年风电、光电总装机量将达到12亿千瓦。我国2015-2019光电、风电合计装机量为2.53亿千瓦，年均增长6322.56千瓦万。未来十年装机有望提升超7.5亿千瓦，年均增幅达到约6900万千瓦，年均装机增速超过9%。利好光伏设备和风电设备企业发展。

能源消费结构



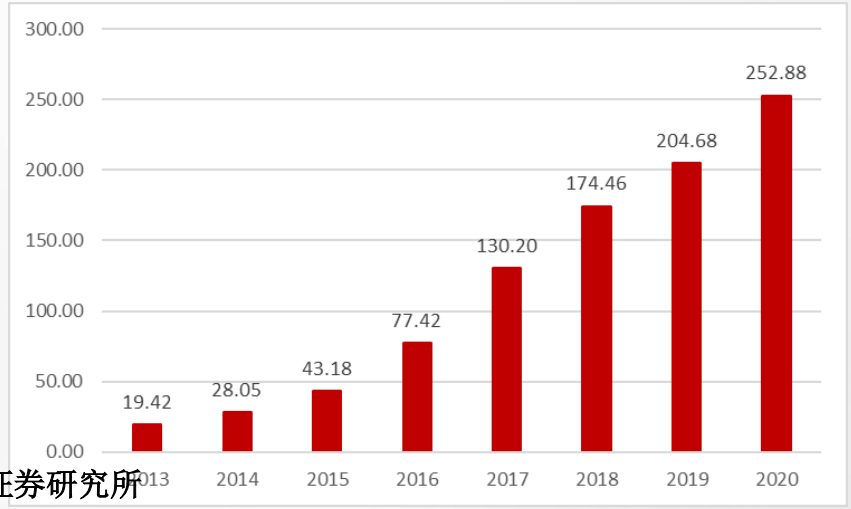
数据来源：国家能源局、山西证券研究所

光伏：技术迭代推动设备更新

- 截至2020年末，全国光伏发电装机容量253.43GW，考虑到我国将在2060年实现碳中和的目标，光伏还将有近26倍的增长空间，因此未来成长空间巨大。中国光伏行业协会预计2021年保守情况下我国光伏新增装机达55GW，乐观情况下达65GW，而2020年全年光伏装机仅为48.2GW，意味着2021年行业增速至少将达到14%；十四五期间，保守情况下年均光伏新增装机为71GW；乐观情况下达88GW。光伏装机高需求背景下，光伏设备需求同样保持高景气。

- 而除了原本的装机需求外，光伏设备上游涵盖的硅片、电池片两个环节，去年技术也出现更新迭代，对于设备需求起到进一步提振：
- 硅片：大尺寸硅片可以大幅提升电池片和组件制造环节的生产效率，同时带来成本下降，而高薄片化进一步降低生产成本，因此硅片大尺寸化和薄片化将成未来主要发展趋势。考虑到现有设备无法兼容，硅片设备将迎来新一代更新。
- 电池片：考虑到转换效率天花板问题，现有的主流电池片技术PERC技术未来发展限制明显，而HJT技术因其高转换效率、双面率及低温度系数将引领新一代技术迭代，而PERC和HJT技术设备完全不兼容。目前多个厂家已经开始率先布局，应用效果良好。

2020年光伏装机量大幅增长



数据来源：国家能源局、山西证券研究所

风电：海上发电迎来黄金发展期

- 风电方面，2020年国内风电新增装机71.67GW，同比增加178.4%。《2021年全球风能报告》显示，2020年我国新增陆上和海上风电装机容量均位列全球第一，其中陆上风电新增装机48.94GW，海上风电新增装机3.06GW。

- 我国海上风电资源丰富。资料显示，我国海上可开发和利用的风能储量为7.5亿千瓦，是陆上风能资源量的3倍，开发前景广阔。广东、江苏、浙江等沿海省份近期陆续发布十四五新能源规划，重点推进海上风电发展，仅上述三省新增装机就超过32GW，年均装机量为2020年的两倍，海上风电迎来发展“黄金期”。

- 按照20年设计寿命推算，我国最早投运的一批风电机组已经陆续步入“暮年”，数据显示，我国有超过1000万千瓦风机将于2025年接近或达到设计寿命，且此后将呈现逐年递增态势。超过设计寿命的风机，不仅发电量会下降，出现坠落、折断等重大事故的几率也会增加，极大影响了风场的经济性和安全性。今年2月国家能源局发布的《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知（征求意见稿）》中提出“启动老旧风电项目技改升级”，推动老旧风电机组维修更换。

- 海上风电迎来黄金发展期、第一批风电机组迎来更换期背景下，风电整机（尤其是大容量、抗台风海上风电机组）、机组零部件龙头受益。

- 光伏、风电的另一个行业增长点则在于碳排放权交易。碳排放市场有望提升风电、光伏项目盈利能力：在碳达峰限制电力行业碳排放的大背景下，免费碳排放额无法满足传统发电企业的碳排放需求，传统发电企业只能通过技术改造降低能耗和排放、购买碳排放配额、接受处罚的选项中进行选择，而为了节能减排，处罚成本将显著高于购买配额和技术改造。当前技术改造难度较大，配额交易需求较大。风电、光电企业可以通过配额交易获取额外收益，对冲补贴退坡影响，显著提升项目盈利能力。数据显示，我国试点运行碳排放交易市场的成交项目中，项目数量最多的即为风电（35%），其次是沼气利用（18%）、光伏（17%）、水电（13%）。

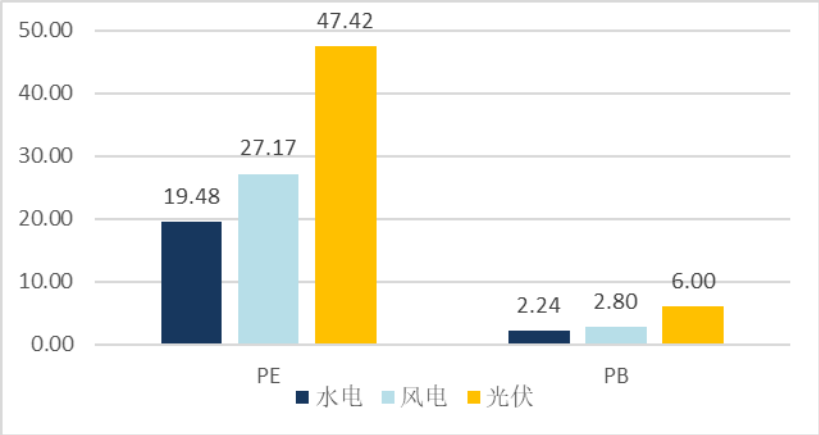
水电：大型水电具备稀缺性，将迎估值提升行情

- 截至2020年底，水电发电在我国发电结构中占比在15%左右。随着未来火电的发电量逐步被水电、光伏和风电替代，水电的发电量占比可能进一步提升。

- 水电作为发电能源有两大优点：第一，相比于火电，水电耗能较低，平均每度电碳排放约20克/千瓦时，而火电的平均每度电碳排放约840克/千瓦时；第二，相比于光伏和风电，水电发电的成本较低，调控能力强，受气候影响程度相对较少。

- 水电属于典型的重资产模式，建设投入较大、因此行业壁垒较强。大型水电具备稀缺性，预计将应估值提升行情。十三五水电发展方案中，明确建立中小水电破坏生态环境惩罚退出机制。据不完全统计2022年前将关闭小水电站超7000座。而大型水电站由于需要移民安置、协调各个部门的配合，同时建设周期普遍较长，短期难兑现。根据十四五电力发展规划研究，到2035年我国水电装机量将达4.9亿千瓦，当前水电装机量为3.58亿千瓦，未来年均装机1320万千瓦，年均增速仅为2.5%，当前A股水电具备较强的稀缺性，具备估值提升动力。

行业估值对比



数据来源：wind、山西证券研究所

钢铁与电解铝是制造业排放大户，减排压力或迫使新一轮供给侧改革

- 制造与建筑业方面，电解铝与钢铁碳排放占比超过40%，是最大的两个碳排放行业，明显高于全球碳排放占比（全球钢铁7%）产能压缩动力较大。目前几个电解铝、钢铁大省将碳中和目标显著提前，上海为2025年、江苏为2026年、山东、广东为2028年，预计上述省份行动力度将超预期。

电解铝：

- 目前行业中普遍预测电解铝排放将采用基准线法而不用历史强度法进行碳排放计量，能源高效的电解铝企业将显著收益。

- 初期预计电解铝行业碳排放额度将以免费的形式发放，但仍有较大缺口，预计在5%-8%范围，电解铝行业或迎来新一轮“碳中和”下的供给侧改革。

- 电解铝行业用电量巨大，无法做到自身碳中和，但可以通过新能源减少排放。目前来看光伏技术无法满足电解铝行业用电需求，水电特性则可以满足电解铝企业需求。

- 但是小水电破坏当地生态现象严重，政策关停力度较大，电解铝企业自己新建小水电可能性较低。因此，水电生产电解铝短期难有新增产能，而目前拥有水电生产能力的铝厂或具有天然的成本优势，有望迎来戴维斯双击。

钢铁：

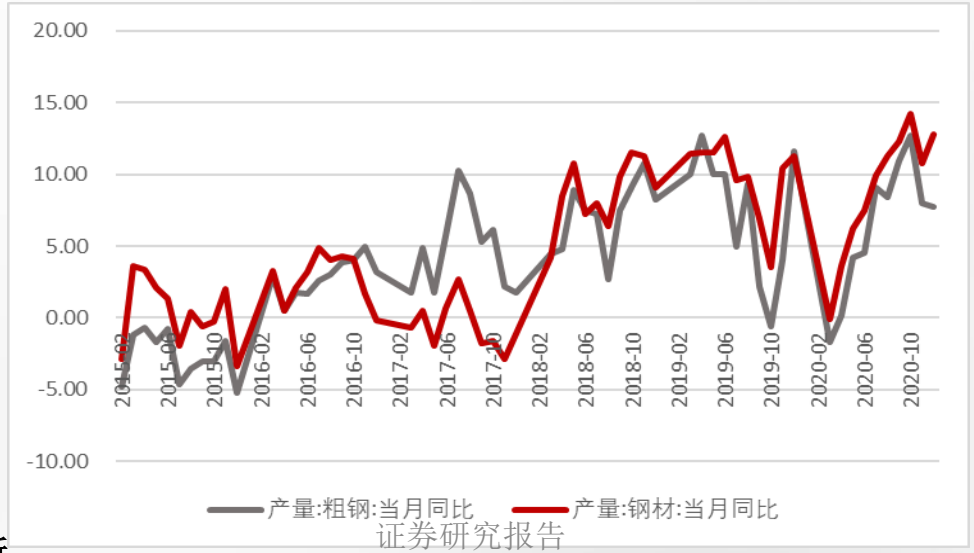
- 我国粗钢产量占全球一半以上，加上我国钢铁以长流程工艺为主，碳排放量占全球钢铁行业碳排放量60%以上。与电解铝行业类似，钢铁行业碳排放初期仍有免费发放配额，但缺口较大，目前只有通过缩减产能、提高能源使用效率与新能源使用比例、直接购买碳排放额来应对“碳中和”趋势，短期来看缩减产能是对绝大多数钢厂最切实可行的手段。

碳达峰、碳中和目标下，钢铁行业供给端将受严格压制

- “碳达峰、碳中和“目标下，碳排放高的传统行业有望迎来新一轮环保催生的“供给侧改革”，目前钢铁行业碳排放量已经开始受压制。今年工信部已多次表态“钢铁压减产量是我国完成碳达峰、碳中和目标任务的重要举措，确保 2021年全面实现钢铁产量同比下降。”然而目前钢铁产量同比依然保持高增长态势，距离钢铁产量同比下降距离较远，因此我们预期2021年钢铁行业将迎来更为严厉的供给压制。目前具体压缩的产量数字仍未公布，但在前期供给侧改革经验积累下，预期今年产量压缩落地节奏更快。

- 3月“碳中和”政策对钢铁行业影响开始显现。内蒙 10 日出台相关政策，表示今年起不再审批焦炭、钢铁等新增产能项目，同时要求有效容积 1200 立方米以下炼钢用生铁高炉、公称容量 100 吨以下炼钢转炉、公称容量 100 吨以下电弧炉原则上 2023 年底前全部退出。唐山是我国钢铁生产第一大重镇， 2020年唐山粗钢产量1.44亿吨，占全国产量近14%。今年以来唐山限产政策频繁发布，今年以来唐山已经启动五次二级应急响应，3月初唐山集中开展大气污染综合治理“攻坚月”，对100 家重点涉气企业实行严格的排污总量减排管控， 按照基准线法重修核定排放量，要求总体减排量不低于45%，本轮执行力度及强度及力度高于以往，供给收缩预期再度升温。我们认为唐山政策出台仅仅是供给端压缩的开始，后期其他省份也将陆续跟进。

粗钢/钢材产量当月同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

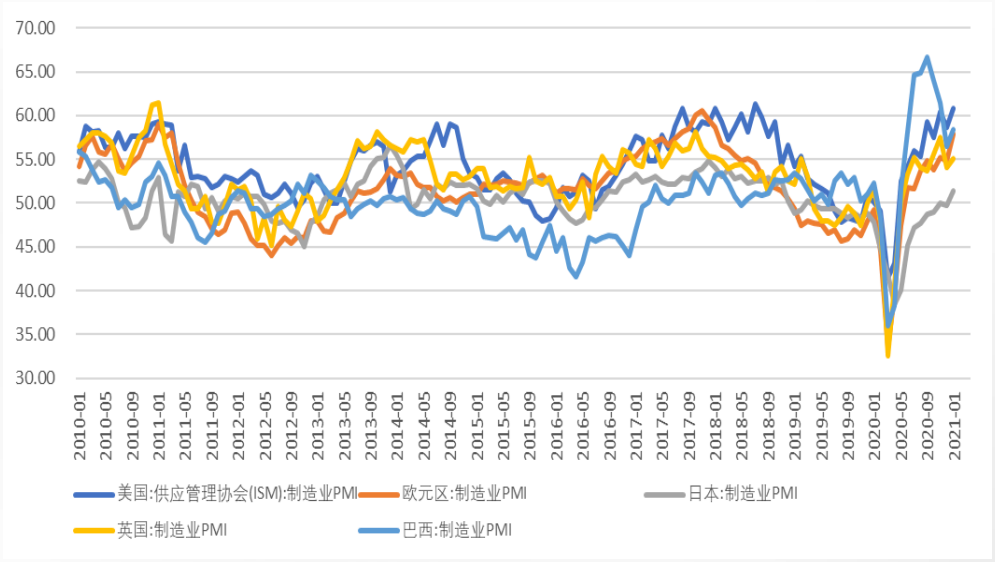
证券研究报告

全球经济复苏推升钢铁需求，供需紧平衡下价格有望上涨

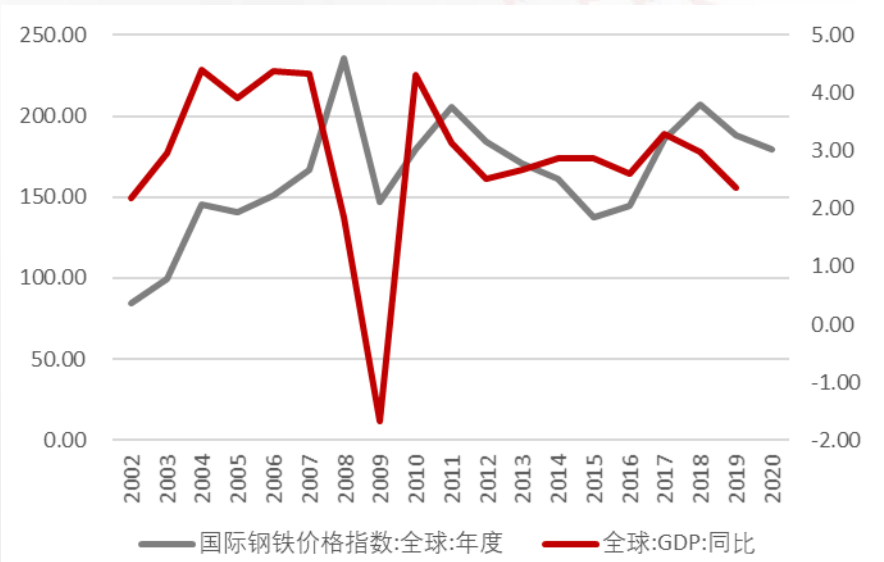
- 中国钢铁工业协会数据显示，2019钢铁下游需求主要来自于建筑（地产、基建）及机械两大行业，高度依赖于制造业景气度。目前全球经济复苏态势良好， 2月份，美国制造业PMI60.80，较上月上升2.10；欧元区制造业PMI57.90，较上月上升3.10；日本制造业PMI51.40，较上月上升1.60，我国PMI为50.6，已经连续十二个月处于复苏区间。目前IMF、OECD、世界银行等组织都对2021年全球经济给予较好预期。经济复苏预期下，下游需求将得到有效支撑。

- 整体来看，**我国粗钢产量在全球占比超过50%**，国内第二次供给侧改革下全球钢铁供给收缩预期将进一步升温，而经济恢复背景下需求的复苏将进一步推高钢价。钢铁行业将转向供需紧平衡格局，钢铁价格有望强势上涨。全球经济增速与钢价指数呈现的高度正相关正是这一点的佐证。而在钢铁价格得到强劲支撑背景下，我们看好今年钢企业绩表现。

全球: 主要经济体PMI



国际钢铁价格总数/GDP



数据来源：Wind、山西证券研究所

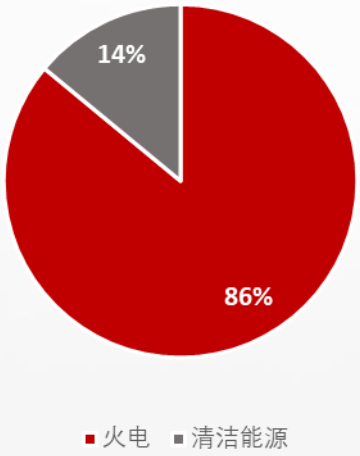
电解铝行业能源结构向水电倾斜

- 电解铝行业数据，每吨火电铝排放二氧化碳量约为11.2吨；而水电铝基本不产生碳排放，同等规模下比火电铝可减少约3000万吨/年的碳排放，但其占电解铝比重仅有14%左右。相比全社会发电结构中火电68.5%的占比，电解铝产业中86%的占比明显偏高，导致我国电解铝行业碳排放量占全社会总量达5%。

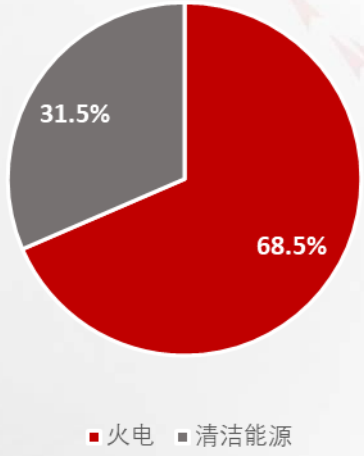
- 内蒙古是电解铝第一大省，截至2020年12月建成产能611.5万吨，占全国总产能高达14%。今年内蒙古限制电解铝行业政策密集发布，《关于确保“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施》要求从今年1月1日起钢铁、电解铝行业实行总量控制，除已经完成或正在产能置换和利用粉煤灰提取氧化铝生产电解铝项目外，不再审批新增产能项目，3月包头市发改委也下发通知提出关停自备电厂部分机组以及对限制类企业实行限产措施，推动对于火电电解铝产能缩减预期。

- 目前行业产能布局发生根本性变化，新增产能已经逐渐向水电铝倾斜。在迎来新一轮供给侧改革背景下，看好以水电为主的电解铝企业未来发展。

电解铝用电结构



全国用电结构



数据来源：Wind、山西证券研究所

新能源汽车发展下，锂电设备行业充分受益

- **动力电池全产业链需求旺盛，全球汽车电动化趋势下，锂电设备企业将受益。**
- 近年新能源汽车销量持续增长， 1月新能源汽车销量17.9万辆，同比增速238.5%。电动车放量情况下与之对应的动力电池装机量也持续增长，而产能限制成为装机量无法大幅增加的一大原因。今年动力电池产业迎来新一轮扩产，宁德时代、比亚迪等厂商均不同程度的推动扩产计划。
- “碳中和、碳达峰”的提出进一步促进动力电池发展，锂电设备随之迎来新一轮发展机遇。
- 同时值得注意的是，受益于国际化产业转移影响，我国锂电设备行出现一大批先进企业，其中行业龙头企业在世界上也是少数具备锂电池整线生产设备能力的企业。全球拥抱电动化趋势下，企业也将受益于海外锂电设备需求。
- 动力电池装机量逐年提升的同时，新能源汽车生命周期末端的电池回收也成为一大重点问题。在中国锂产业形势研讨会商，有关专家表示从2020年开始动力电池报废量翻倍成长，但因前期装机量较小，因此总量尚且不多，然而未来几年内将迎来井喷式退役，预计2023年我国退役电池将累计高达250.65Gwh，约197.77万吨。赛德美资源再利用研究院表示，到2030年，仅回收锂离子电池的市场每年就可创造180亿美元（约1178亿元）的价值。
- 我国目前已有多家企业通过控股、合作等方法布局动力电池回收市场，遍布动力电池全生产线，其中包括宁德时代、比亚迪等电池企业，杉杉股份、中天鸿锂等材料企业，北汽新能源、东风汽车等车企以及纯动力电池回收公司等，而我们相信未来布局回收市场的企业将在业务、成本方面相较竞争者更具优势。

碳中和、碳达峰下，碳排放监测系统市场规模有望大幅提升

- 无论是控制二氧化碳排放，推动碳排放尽早达到峰值，还是计算碳排放和碳补偿，都需要利用碳排放统计监测系统。
- 今年年初，随着《全国碳排放权交易管理办法（试行）》的发布，中国的碳排放权交 易市场将进入全面实施阶段，预期今年6月底碳市场将启动上线交易。
- 同时今年年初《火力发电企业二氧化碳排放在线监测技术》也同步发布，要求碳排放占比较大的火力发电行业采用直接监测法对二氧化碳排放进行连续监测，填补了我国碳排放在线监测领域相关标准空白，河北、浙江等省份也开始了对电力系统碳排放监测系统的建立工作。
- 未来随着碳排放市场上线、更多地方政府启动监测平台的搭建和要求的完善，碳排放监测相关产业链有望迎来前所未有的发展时刻。
- 具体碳排放监测系统方面，早在2018 年 4 月，国家发改委气候司就发布了《关于委托中国电力企业联合会开展发电行业碳排放交易相关工作的函》，其中明确提出“开展烟气排放连续监测系统（CEMS）在碳排放监测领域的应用研究”。
- 国际市场研究机构Markets and Markets2021年1月发布的报告显示，全球CEMS市场规模将在2021年-2025年间总计提升7.37亿美元，期间年复合增率达到8%，而中国将成为CEMS最大的区域市场。因此十四五期间，我国CEMS市场规模年均增速将至少达到10%，考虑到我国CEMS市场尚处于起步阶段，同时行业技术壁垒较高，看好已掌握相关技术的龙头公司未来发展。

节能、回收利用、工艺改造、碳捕捉封存等技术值得关注

- 实现碳排放达峰后稳中有降，归根结底要通过科技创新赋能。目前来看，技术突破主要有4大方向。

- 节能提效：工业节能、建筑节能及节能设备将受益。政府工作报告中涉及能源、电力的内容很多，单位GDP能耗指标已经成为一个衡量经济发展质量的指标，被列入宏观经济指标体系中。企业的用能成本包括两个部分，一个是价格，一个是消耗的能源总量。降价只是一个方面，降低能耗不仅能降低成本，还有更大的综合效益。加大技术创新力度，大力建设智能电网与泛在电力物联网可能是最切实有效的节能提效方案。实现用能状态全面感知、应用智能互动，通过技术创新推动节能管理实现突破。发展综合能源服务产业，建设综合能源系统，实现由设备级节能向系统级、平台级节能转变，提高系统整体运行效率，势在必行。

- 回收利用：再生资源的回收利用可以有效减少初次生产过程中的碳排放，如废钢、电池回收、垃圾分类及固废处理。固废资源利用行业兼具环保+循环经济减排属性。固废资源利用既可处置危废又可深度资源化提炼废铜、废铅等多种再生金属以及金银等稀有金属，与尾矿（共伴生矿）处置等路线异曲同工，工艺路线兼具环保+循环经济减排属性，将成为碳中和背景下环保行业的“新主线”。固废处理供需不匹配，实际危废处理比例仅25%左右。过去危废倾倒、漏报现象较普遍，行业需求得不到释放；同时，由于固废企业处置利用种类供需不平衡，获取渠道单一，环评及建设期长导致部分企业有牌照却无实际处置能力等原因，固废处理企业产能利用率极低，实际固废处理比例可能仅25%左右，产能缺口大，固废处置能力供不应求。

- 工艺改造：基于碳中和目标，中国各门类的产业都面临着新挑战，其中既涉及使用能源的零碳化，很多也需要进行生产工艺、技术的转换。比如高炉焦炭炼钢将转向绿色氢气炼钢，汽车和船舶的燃油将被电动和燃料电池技术取代，生物合成技术将取代化工技术产生丰富的零碳并且可回收降解的工业材料。其他运用方向则主要集中在电池技术升级、智慧电网、分布式电源、特高压、能源互联网、装配式等方面。

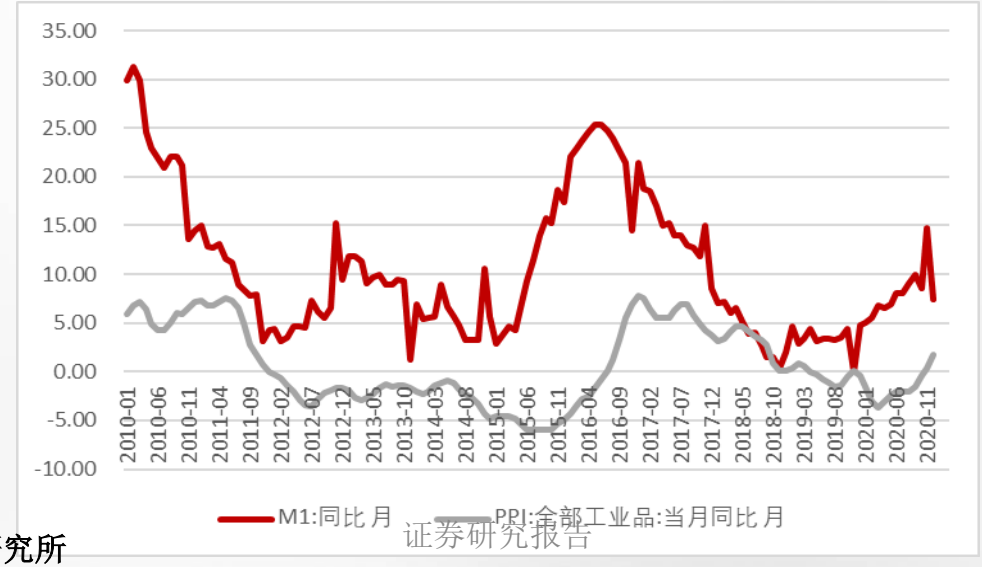
- 碳捕捉：碳捕捉利用是碳达峰与碳中和技术路径之一，碳捕捉（CCS）就是在二氧化碳排放之前就对其捕捉，然后通过管线或者船舶运到封存地，最后压缩注入到地下，达到彻底减排的目的，主要有燃烧后捕捉(PCC)、燃烧前捕捉(IGCC)和氧气燃烧三种方式。 由于CCS仍存在脱碳技术难、捕捉成本高、封存风险大等问题，目前还未大规模应用，在能源生产中分离出了二氧化碳已经基本成功，CCS取得技术突破，我们预计随技术成熟和成本下降，CCS的应用领域将会逐步展开。

为什么我们要继续推荐顺周期？

- 我们自去年Q3尾声便看到了2021年大宗商品的机会，4季度持续推荐复苏顺周期，2021年年度策略与资产配置报告更是首当其冲强烈看多商品、顺周期以及相关对应A股板块的机会，市场表现业如期而至。

- 历史数据显示，M1与PPI同比增速呈高度相关性，且M1较PPI具有约六个月的领先性。目前M1仍处于上行区间，意味着至少今年上半年PPI将延续上行趋势。
- PPI-CPI扩张区间，成长股表现强于消费。
- 同时，过去五年中，相较其他风格，中信周期、稳定指数与PPI呈现更高相关性（分别高达+0.4021、+0.7243，成长、金融、消费相关性则分别为-0.0948、-0.002、-0.2272。）
- 四月迎来年报披露月，自去年下半年经济加速恢复背景下，预期年报及一季报结果将超预期。国内外经济复苏背景下，对于顺周期行业产品需求将进一步提升。
- 前期市场回调后，目前机械设备、有色金属行业估值分位皆处于历史中位。截至机械设备行业PE处于55.58分位，市净率处于66.54分位，有色金属行业PE处于64.58分位，市净率处于46.87分位，行业表现尚未完全反应下游需求。

MI同比较PPI同比具有9个月领先性



数据来源：Wind、山西证券研究所

证券研究报告

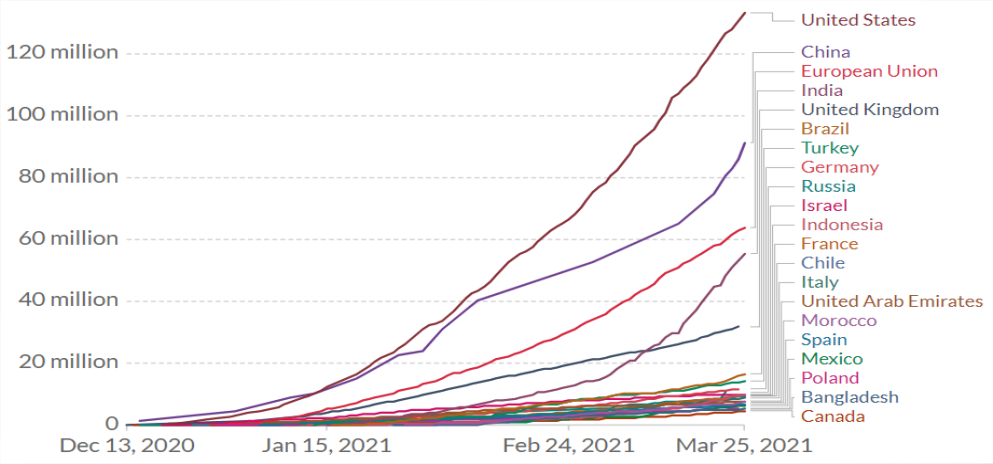
有色板块主要投资逻辑

- 疫情全面转好，经济复苏动力较强。
- 美联储宽松政策持续，美元指数低位震荡，短期对有色品种压力较小。
- 拜登基建刺激计划将进一步推高有色品需求
- 供需缺口出现，有色下游主要需求国疫苗接种情况良好，病例显著减小，而上游供给国疫苗供给匮乏。
- 当前估值并未充分反映有色品价格涨幅

全球疫苗接种顺利，每日新增确诊人数明显下降

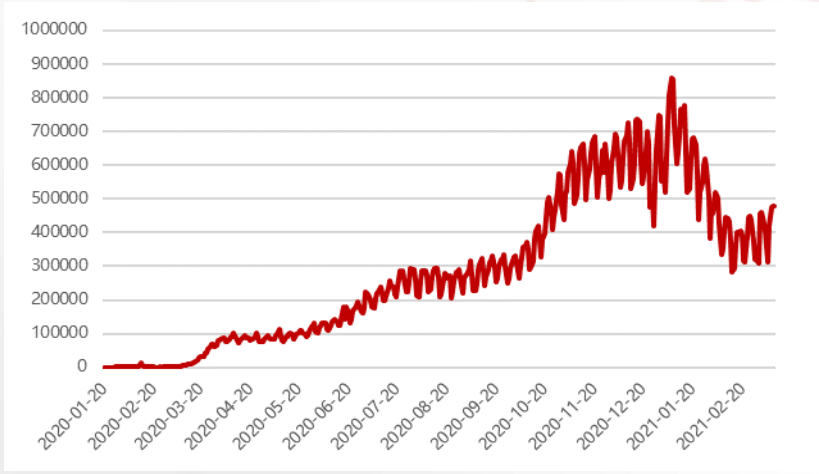
- 目前全球疫苗推进超预期。截至3月25日，全球共注射5.1亿剂疫苗，其中美国、中国、欧盟、印度、英国分列全球前五，分别注射1.33亿、9135、6385、5550、3177万剂。
- 近期，阿斯利康新冠疫苗由于存在严重不良反应可能性，在全球十多个国家被暂停接种，再度引发全球对于疫苗进一步短缺的担忧。然而随着3月强生疫苗获批，后续接种速度有望进一步提升。
- 在启动新一波封城措施后，欧洲国家疫情有望得到缓解。

全球: 疫苗总接种剂量



数据来源：WHO、山西证券研究所

全球:新冠肺炎确诊病例当日新增



数据来源：Wind、山西证券研究所

经济复苏预期加强，对工业金属需求增长

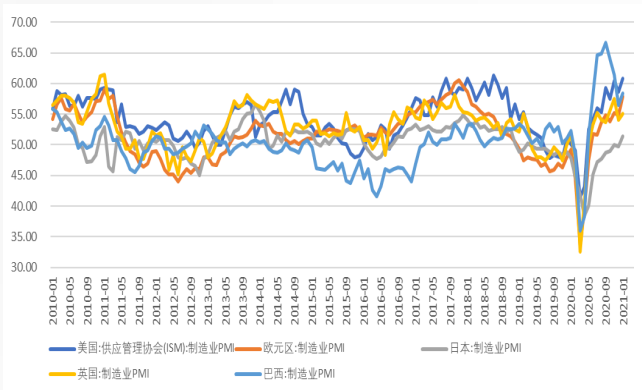
- 3月10日，美国1.9万亿美元财政刺激法案获众议院通过，已经开始执行。

- 各国近日公布的经济数据皆好于预测值，为全球带来更强的经济复苏预期：
  - 2月份，美国制造业PMI60.80，较上月上升2.10，服务业PMI59.80，较上月上升1.5；欧元区制造业PMI57.90，较上月上升3.10，服务业PMI45.70，较上月上升0.3；日本制造业PMI51.40，较上月上升1.60，服务业PMI46.30，较上月上升0.2。同时美国通过1.9万亿美元的新冠纾困救助法案，进一步推动经济复苏进度。

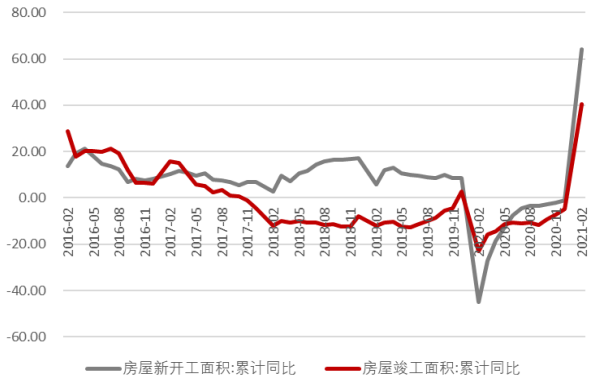
- 全球经济复苏预期助长工业金属需求。

- 国内终端需求延续回暖态势：房地产方面，1-2月房地产各项数据相较20年及19年同比均出现增长，新开工面积累计同比增长64.3%，竣工面积累计同比增长40.4%。电力设备行业，1-2月电网投资同比增长64.9%。家电行业，12月空调、冰箱、洗衣机产量同比增速分别为-2.9%，+8.1%，-5.1%。汽车行业，2月汽车产、销量分别为150.3、145.5万辆，同比增长419%、365%。新能源汽车产、销量分别为10.3、11.0万辆，同比增长724%、585%。

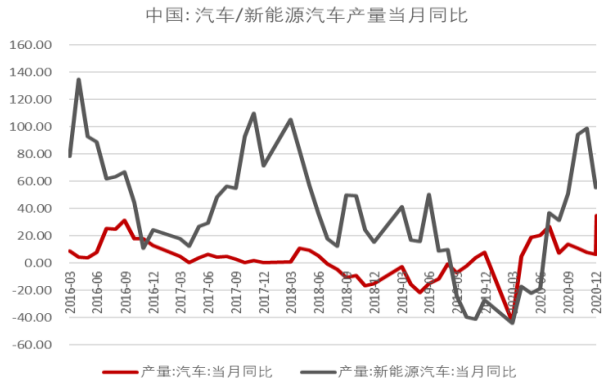
全球主要经济体PMI



房地产新开工/竣工面积累计同比



汽车/新能源汽车产量:当月同比



数据来源：Wind、山西证券研究所

工业金属供给刚性，新兴国家疫苗接种影响供需紧平衡

- **铜供给预计将持续受到扰动难以快速提升。**2020 年受疫情影响，主要产铜国产量均一定程度下降。铜矿山方面，根据国际铜研究小组（ICSG）2020 年 10 月数据显示， 2020 年全球铜矿山产量 2022.3 万吨，同比下降 1.5%。 但 2021 年疫情结束后铜矿产量恢复，预期 2021 年全年产量将达到 2115.1 万吨，同比增加4.6%。精炼铜方面，ICSG 预测 2021 年精炼铜供给量达到 2481.5 万吨、需求量达到 2474.5 万吨，全球供需状况由 202 年的短缺 5.2 万吨转为过剩 7 万吨。但值得注意的是过剩的 7 万吨不到供给量的 1%，同时铜供给量受天气、罢工、意外事件等因素影响存在极大的不确定性，因此供需预期将维持在紧平衡状态。

- **政策施压铝供给，产量增幅难追上需求回暖速度。**十八大以来国家对电解铝行业进行了宏观调控，在《关于印发清理整顿电解铝行业违法违规项目行动工作方案的通知》、《关于印发部分产能严重过剩行业产能置换实施办法的通知》等政策的影响下，电解铝总产能“天花板”形成，铝新增产能极其有限，因此供给量将继续保持低增速。根据 SMM 预计，2021 年我国电解铝产量将增长 218万吨，增幅 5.9%，而电解铝消费增速将为 6%，因此供需将同样保持在紧平衡状态。

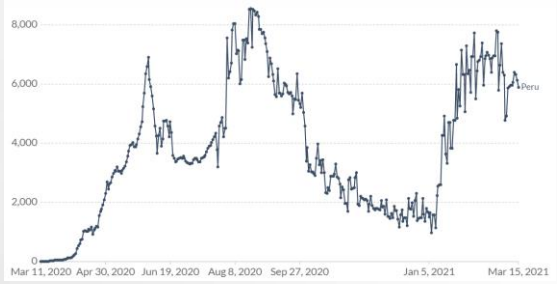
- **同时，新兴国家疫苗接种缓慢一定程度上也将影响工业金属供给。**作为世界第二大产铜国的秘鲁目前每百人仅1.49人接种疫苗，总接种疫苗数仅47.6万剂，然而国内疫情仍十分严重，每日新增确诊迅速飙升。为应对这一状况，2月秘鲁第四次延长卫生紧急状态至9月，疫情管控封锁下产能受限，因此预期2021年矿产铜产量将继续受到一定影响。 2020 年秘鲁铜产量大幅下降 12.5%至 215 万吨。

ICSG2021年预测（单位：万吨）

	铜矿山产量			精炼铜产量			精炼铜需求量		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021
产量/需求量	2052.8	2022.3	2115.1	2404.5	2443.4	2481.5	2442.8	2448.6	2474.5
同比增速	-0.2%	-1.5%	4.6%	-0.1%	1.6%	1.6%	-0.2%	0.2%	1.1%

数据来源：ICSG、山西证券研究所

秘鲁:新冠肺炎确诊病例当日新增



数据来源：WHO、山西证券研究所

拜登大规模基建计划：影响几何？

大规模基建计划：

- 由于美国主要依赖于州和地方政府而非国家对进行基建建设及维护，数十年来美国政府在基础设施方面的投入一直不足，基建新建投资额从2000年以来一直下降。美国土木工程师协会（ASCE）统计，2019年美国在基础设施上的支出仅占GDP的2.5%，远低于欧洲国家的5%及中国的8%。ASCE对美国2021年基础设施状况的评级为“C-”，意味着美国基础设施状况堪忧。ASCE 2021年报告认为，未来十年美国基建投资总缺口已经达到2.59万亿美元，如果不弥补，到2039年美国将损失10万亿GDP。

- 针对美国基础设施落后现状，在正式通过1.9万亿经济刺激法案后，拜登提出下一步经济复苏计划，即总规模达**2万亿美元、为期10年的基建计划**，主要用于**建设基础设施及绿色能源发展**。其主要内容包括高速公路、桥梁、港口、电网、宽带和水利系统等传统意义上的基础设施项目建设，以及包括电动汽车充电站、零排放巴士、零碳发电设施等用于解决气候变化的清洁能源基础设施。

- 对经济的影响方面，美联储研究表示，基建投资的财政乘数平均位2，即每1美元的基建投资可以推动GDP增长2美元。因此如果2万亿美元的基建投资计划在未来10年内实施，美**国GDP年均增速有望提升0.2%，其中实施前五年GDP增速更大**。同时，将**在未来十年内为美国创造超千万就业岗位**。

基建资金来源：

- **税收将成为2万亿基建计划主要的资金来源**。1.9万亿经济刺激计划之后美国政府债务率高达140%，继续动用国家资金将是不可行的做法，同时加税是拜登竞选口号之一，大概率将履行。 因此，民主党计划提高最高边际税率及工资税，目前考虑的方案包括最高收入人群个人所得税最高边际税率从目前的37%上调至39.6%，并将公司税率从21%提高至28%。如果推出，该方案将是自1990年代以来美国的最大规模增税方案。

拜登大规模基建计划：影响几何？

山西证券 SHANXI SECURITIES

通过可能性及最早落地时间：

- 本周三拜登将初步概述以交通运输为重点的重建美国基础设施的计划。虽然加大基建投入是两党共识，但共和党一直以来更关注传统基建领域，**反对将基建与绿色能源绑定**，目前共和党已经对拜登推出的基建方案表示质疑，表示其方案真实内容是大规模增税。

- 虽然美国大多数法案在国会中只要遵循“简单多数”的原则即可通过，然而少数党议员可以通过“议事阻碍”无限延迟投票的进行，只有同意票达到60票时才能终止辩论、通过法案。然而考虑到民主党在参议员席位远少于60位，因此想要绕开议事阻碍，必需动用“调和程序”，拜登提出的1.9万亿财政刺激政策通过即是在共和党成员0票支持情况下使用了这一程序。然而根据预算法规定，动用预算和解程序有次数限制，每财年仅可使用一次，而1.9万亿救助方案使用预算和解程序，因此想要再次动用该程序最早需要等到下一财年，即2021年10月1日，因此**最早落地时间即为10月，并在未来10年内其中进行，其中多数投资计划在前5年落地实施**。

对于有色金属的影响：

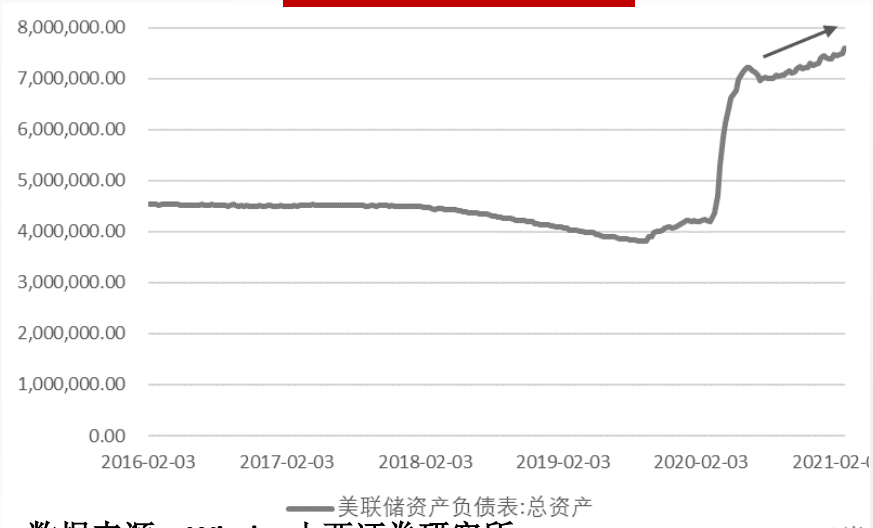
- 经济复苏计划中的相当一部分资金将用于**绿色能源发展，其中拜登已经初步表示在第一个任期内投入4000亿美元用于清洁能源，占总投资规模高达20%，同时到2035年实现无碳发电、2050年实现100%清洁能源经济。目前美国火电发电占比约60%，**而研究数据显示，可再生能源系统中的平均用铜量超过传统发电系统的8-12倍，其中风力发电机组每兆瓦用铜量约为6吨，太阳能光伏发电每兆瓦使用约4吨铜。同时，新能源汽车的动力电池及充电桩建设也对锂、镍等金属依赖性极大。因此如果政府启动大规模基建项目，考虑到其资金将主要流向绿色能源发展，包括铜、锂、镍等有色金属中期需求将大幅增长。

全球央行维持超宽松货币政策，通胀预期加强

- 美国：对于近期市场对美联储货币政策边际收紧的担忧，美联储1月议息会议表示将继续维持联邦基金利率区间0%-0.25%水平不变，每月购买1200亿美元资产规模力度也将继续执行，“直到充分就业和物价稳定”。
- 对于市场开始关注的超宽松货币政策引发不必要的通胀压力问题，美3月5日美联储主席鲍威尔讲话中表示，美联储认为当前的政策依然是合适的，因为“失业率还很高，劳动力市场距离充分就业还非常遥远”。他承认目前某些资产的价格“在某种程度上”的确很高，但是“美国经济要重回疫情前的状态，依然有很长的路要走”，同时认为“通胀并不是目前需要担心的问题”，表示通胀水平依然较低。暗示美联储中期内将坚持当前这一超宽松货币政策。同时，财政政策方面，美国3月10日通过1.9万亿美元经济刺激法案，3月开始实行。在这一背景下，美国国债收益率持续上升，10年期美债收益率从年初的0.9%左右上升至1.64%，市场对于通胀预期持续升温。

- 欧洲：欧洲央行会议纪要同样表示“充足的货币政策仍然至关重要”，也在向市场释放政策持续宽松的信号。

美联储资产负债表



数据来源：Wind、山西证券研究所

10年期美债收益率

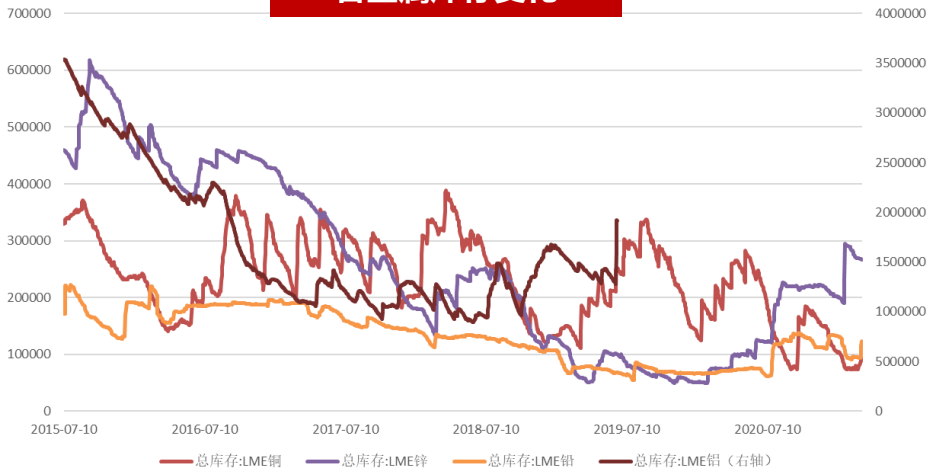


数据来源：Wind、山西证券研究所

主动补库存周期开启，价格跟随需求上升

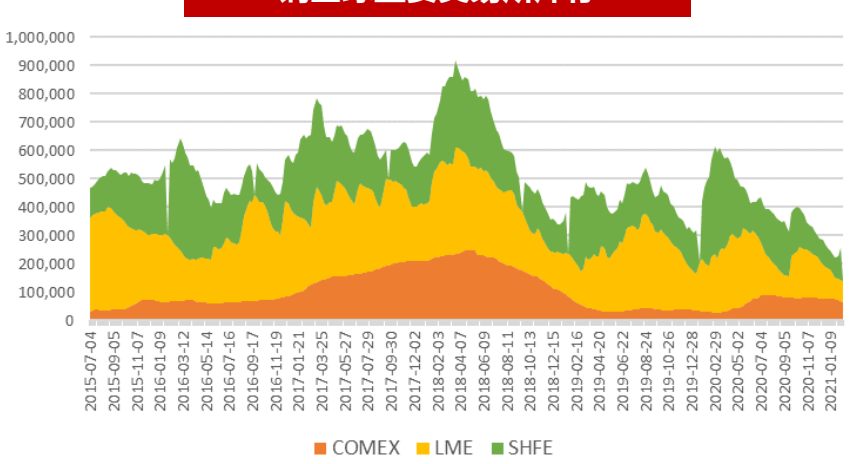
- 2020 年工业金属库存下滑明显，当前铜、铝等工业金属库存都属于历史低位，处于被动去库存阶段和主动补库存阶段的交界区域。
- 在被动去库存阶段，供给保持稳定的同时需求开始复苏，价格触底反弹；而主动补库存阶段，供给跟随快速上升的需求一起上升，价格讲继续上涨。当前铜、铝的库存及价格走势都印证了我们这一判断。
- 伴随 2021 年经济复苏需求回暖，将开启补库存周期，为有色金属价格提供必要的支撑。

各金属库存变化



数据来源：Wind、山西证券研究所

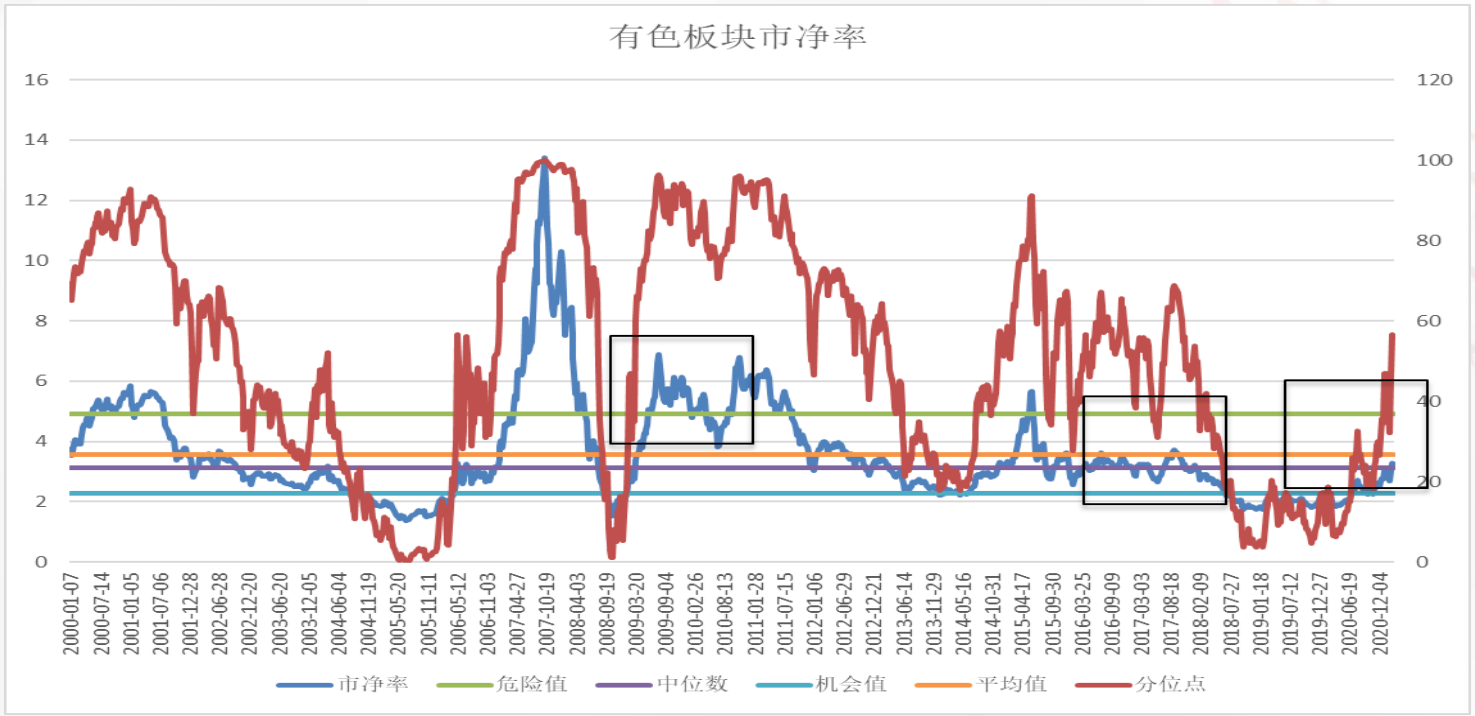
铜全球主要交易所库存



数据来源：Wind、山西证券研究所

有色强周期开启，估值仍未充分反映周期的价值

- 从历史估值比较的角度来看，当前估值并未充分反映有色周期的价值。
- 当前估值较2017年供给侧改革时3.5-3.7倍PB相比仍有10%以上空间，2017年铜价在6600美元水平，铝价在2100美元水平。
- 与2009年大基建周期5.5倍PB相比更是有70%以上空间，2009年铜价达到7700美元水平，铝价达2500美元水平。
- 当前铜价位于9000美元水平，铝价也来到2200美元水平，当前有色板块估值并未充分反映有色品钟价格涨幅。



数据来源：Wind、山西证券研究所

工程机械板块投资逻辑

- 工程机械产业保持高景气，行业利润延续增长。
- 工程机械方面，内循环背景下，两新一重等新型基础建设投资将持续对工程机械需求形成提振；下游房地产及基建需求持续向好，经济复苏下工程机械主要产品销量均出现不同幅度增长，
- 机器自动化方面，今年自动化设备投资新周期来临，叉车及工业机器人迎来新一波需求。
- 光伏设备方面，“碳中和、碳达峰”背景下光伏设备迎更大机遇。硅片大尺寸化、薄片化以及HJT电池片技术成为主流，设备迎来更新迭代。
- 锂电装备方面，动力电池扩产下，锂电设备行业充分受益。

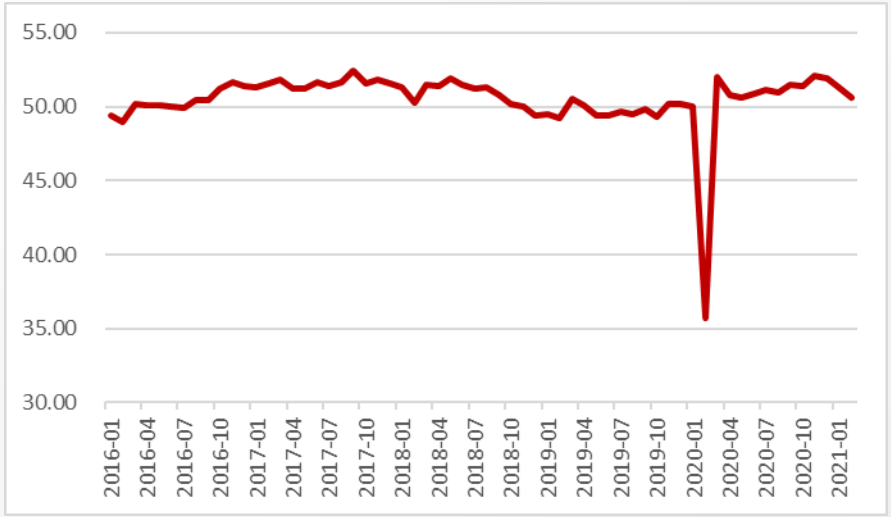
工程机械产业保持高景气，行业利润延续增长。

- 今年2月，中国制造业采购经理指数(PMI)为50.6%，连续12个月位于临界点以上。其中设备制造业PMI为52.2%，生产指数和新订单指数均位于53.5%以上；高技术制造业PMI较上月下降超过1个百分点，但仍保持在53.6%的较高水平，行业快速增长。月度PMI有所下降主要受到春节假期的季节性影响，但因就地过年政策与前几年相比明显偏高。

- 分行业看，12月份，41个大类行业中有40个行业增加值保持同比增长。通用设备制造业增长62.4%，专用设备制造业增长59.2%，电气机械和器材制造业增长69.4%。2020年12月份，规模以上工业企业实利润总额同比增长20.1%。这是继11月单月同比增速下降后，再次实现掉头向上，也是连续7个月月度增速保持两位数增长。

- 行业PMI工程机械持续保持高景气，行业利润保持高增长。

PMI连续12个月位于临界线以上

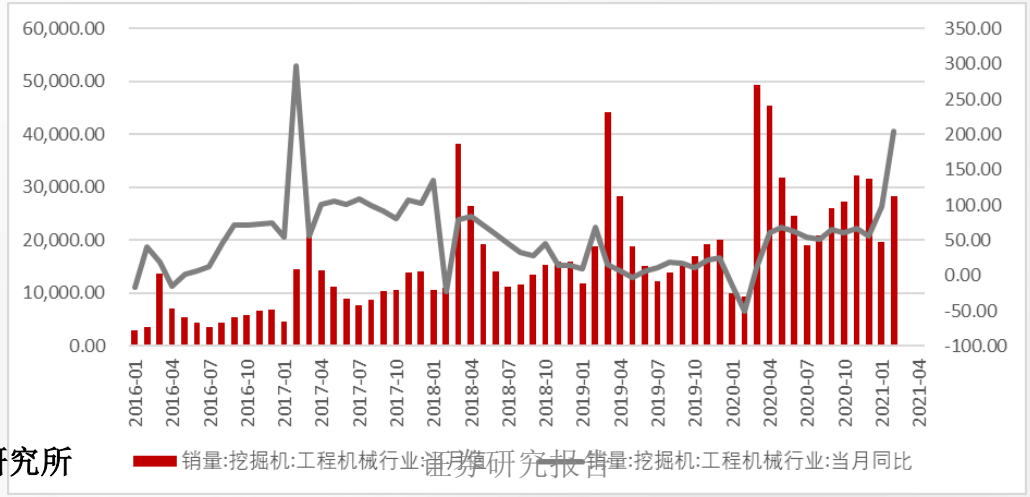


数据来源：Wind、山西证券研究所

工程机械方面：挖掘机销量同比大超预期，旺盛需求支持行业提价

- “内循环”大背景下，两新一重等新型基础建设投资将持续对工程机械需求形成提振。
- 3月中国工程机械工业协会公布2月挖掘机销量数据。2021 年 2 月挖掘机销量 2.83 万台，同比增长 205%，大超CME此前预期（同比增长137%），其中国内销售2.46万台，同比增长 255.5%；出口 0.37万台，同比增长 57.9%，去年四季度以来随着海外需求复苏，出口增速维持在50%以上。分吨位来看，2月小挖、中挖、大挖销量分别同比增长221.6%，396.8%以及191.2%。受行业旺盛需求影响，各大挖掘及代理商纷纷宣布涨价。3月为挖掘机传统销售旺季，2018-2020年3月挖掘机销量逐年提高，分别为3.8万台、4.4万台、4.9万台，因此2021有望进一步提升。量价齐升背景下，我们看好行业一季度财报表现。
- 其他工程机械主要产品也有不同幅度的增长，其中汽车起重机销量1-2月同比增长83%，履带起重机1-2月同比增长197%，升降工作平台1-2月同比增长181%。
- 此外，政策方面，非道路移动机械国四排放标准确定于 2022 年底实施， 叠加上一轮行业高峰的存量设备也已经使用约8-10年，今年将进入更新换代期，工程机械的更新需求有望推升。此外，未来随着全球疫情逐步缓解，挖掘机出口预计也将延持稳步复苏态势。

挖掘机销量创历年2月新高



数据来源：Wind、山西证券研究所

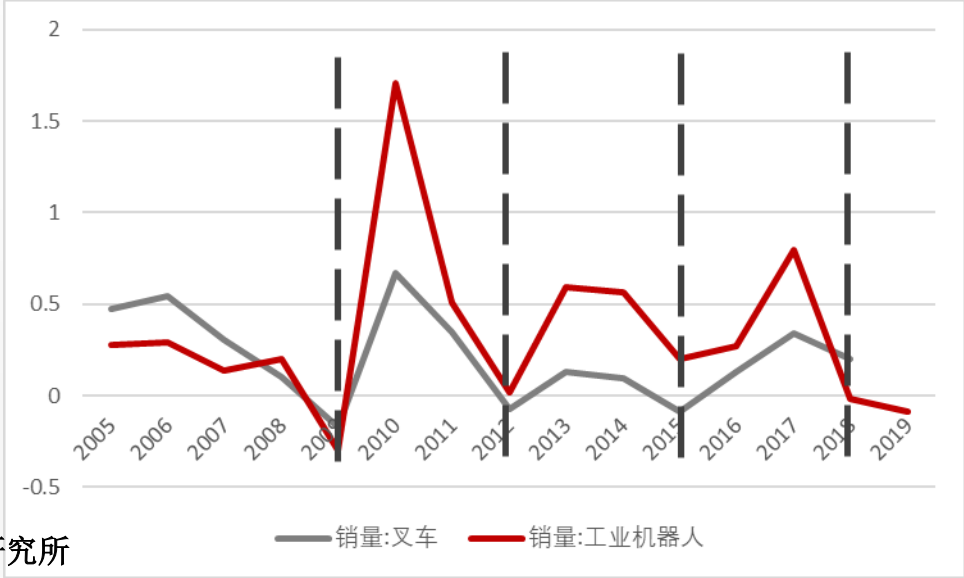
证券研究报告

- 05年至今数据来看，我国自动化设备投资每3-4年就会经历一个完整的上升到下降的周期，而上一轮周期是2015-2019年。去年由于新冠疫情影响销量同比增速处于较低水平，而今年行业数据显示，1-2月工业机器人累计产量45433套，同比增加117.6%，创历年新高。我们判断是今年将成为新一轮自动化周期的开始，为行业带来投资机会。

- 我国工业机器人发展潜力巨大，背后的主要原因有二：其一，我国目前工业机器人密度仅为140台/万人，远远低于排名前二的新加坡和韩国（密度分别为831、744万台/万人），也远远低于发达国家200台/万人的平均水平。其二，今年政府报告及十四五规划均提出推动制造业优化升级，工业机器人作为制造业自动化升级改造的重要方向之一将有望深度受益于政策支持。

- 而叉车方面发展势头同样不容小觑。去年至今叉车对美国出口大幅增加，同时近年来需求持续向好：我国社会物流费用占GDP比重仍高于发达国家水平，物流成本仍相对较高，在电动搬运车代替手动搬运趋势下，叉车需求受持续推动。

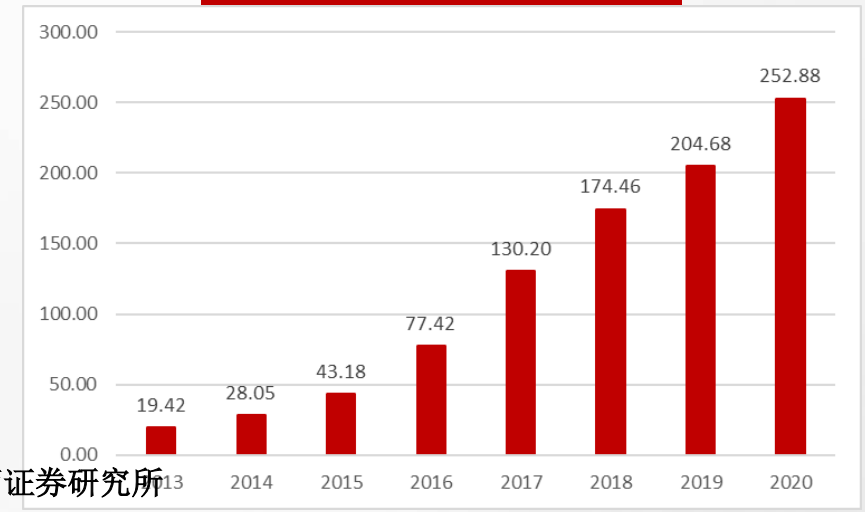
自动化设备投资呈显著周期性



数据来源：Wind、山西证券研究所

- 碳中和中我们提到，电力领域减排将显著提升新能源领域装机速度，预计光伏、风电装机规模将显著提升。
- 根据发改委提出的发展规划与气候峰会目标，2030年风电、光电总装机量将达到12亿千瓦。我国2015-2019光电、风电合计装机量为2.53亿千瓦，年均增长6322.56千瓦万。未来十年装机有望提升超7.5亿千瓦，年均增幅达到约6900万千瓦，年均装机增速超过9%。
- 光伏设备上游涵盖硅片、电池片两个环节，去年技术出现更新迭代：
- 硅片环节：大尺寸硅片可以大幅提升电池片和组件制造环节的生产效率，同时带来成本下降，而高薄片化进一步降低生产成本，因此硅片大尺寸化和薄片化将成未来主要发展趋势。考虑到现有设备无法兼容，硅片设备将迎来新一代更新。
- 电池片环节：考虑到转换效率天花板问题，现有的主流电池片技术PERC技术未来发展限制明显，而HJT技术因其高转换效率、双面率及低温度系数将引领新一代技术迭代，而PERC和HJT技术设备完全不兼容。目前多个厂家已经开始率先布局，应用效果良好。

2020年光伏装机量大幅增长

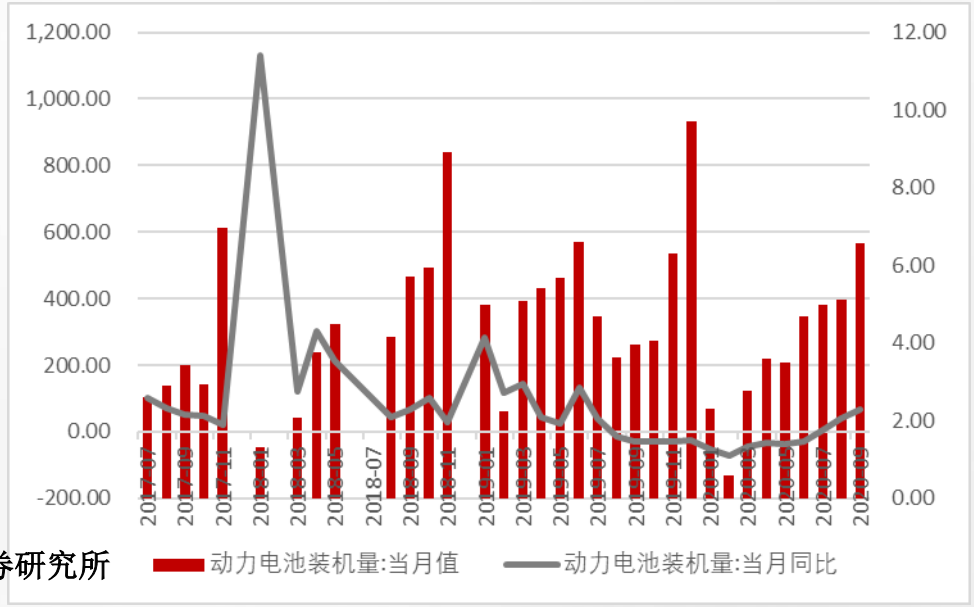


数据来源：国家能源局、山西证券研究所

锂电装备：动力电池扩产下，锂电设备行业充分受益

- 动力电池全产业链需求旺盛，全球汽车电动化趋势下，锂电设备企业将受益。
- 近年新能源汽车销量持续增长， 1月新能源汽车销量17.9万辆，同比增速238.5%。电动车放量情况下与之对应的动力电池装机量也持续增长，而产能限制成为装机量无法大幅增加的一大原因。今年动力电池产业迎来新一轮扩产，宁德时代、比亚迪等厂商均不同程度的推动扩产计划。
- “碳中和、碳达峰”的提出进一步促进动力电池发展，锂电设备随之迎来新一轮发展机遇。
- 同时值得注意的是，受益于国际化产业转移影响，我国锂电设备行出现一大批先进企业，其中行业龙头企业在世界上也是少数具备 锂电池整线生产设备能力的企业。全球拥抱电动化趋势下，企业也将受益于海外锂电设备需求。

动力电池装机量



数据来源：Wind、山西证券研究所

通胀复苏预期延续，大金融推荐逻辑不变！

- 金融板块配置的必要性我们在2020年尾声的再平衡策略中便不断提及，2021年Q1对大金融的强调也从未断过，金融板块当前配置必要性仍然较高。
- 通胀预期再起，美国国债利率快速上行，TIPS位于低位。
- 大宗商品全面走高，进一步推升全球通胀预期，加速资金对类可变利率品的需求。
- 美联储短期未调整货币政策，通胀向上阻力不在，助推名义利率快速抬升。
- 美联储政策调整时间可能提前，预计年内可能大幅降低购债力度，加息可能提前至2022年，大金融有备无患。
- 从历史上来看，美国通胀走高以及中国PPI升高3%对A股、美股的打压是比较明显的，其间大金融防御性凸显。
- 原理上来看，在通胀走高的背景下长短利差有望快速扩大，银行、保险的盈利能力有望显著提高。
- 虽然全球货币政策调整仍待时日，但已经需要考虑在行业配置上的均衡对冲了。

美国通胀预期快速走高

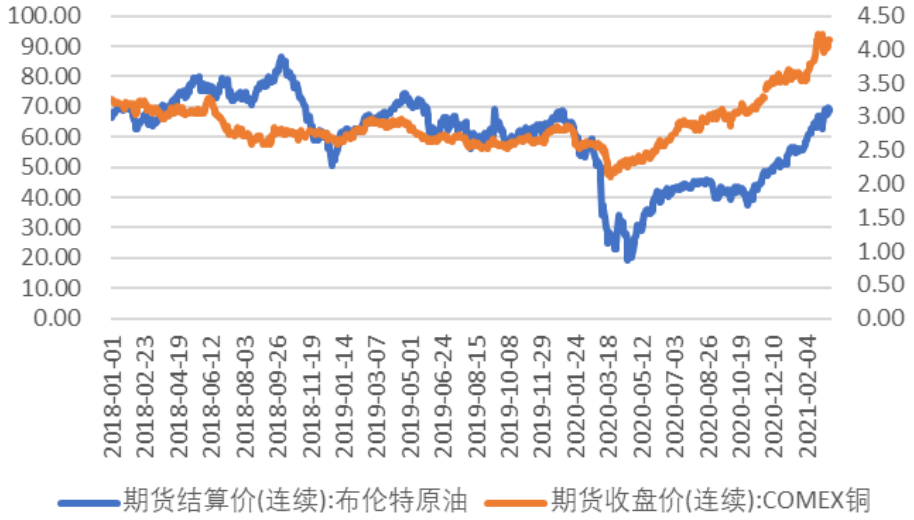
- 2020年二季度开始，美债收益率与TIPS实际收益率开始背离，截止2021年3月中，这一现象进一步加深，利差接近2006年以来峰值，通胀预期显著转强，美国CPI预期在2.2%左右水平并仍在迅速上升。
- 同时，我们也可以看到在供给受限、需求快速反弹的当下，大宗商品如原油、有色等都快速上行。大宗商品逻辑基本已经较为确定，向上动力仍然很强，因此我们认为通胀预期仍将进一步走高。

美国:TIPS/10年期国债收益率



数据来源：Wind、山西证券研究所

大宗商品价格

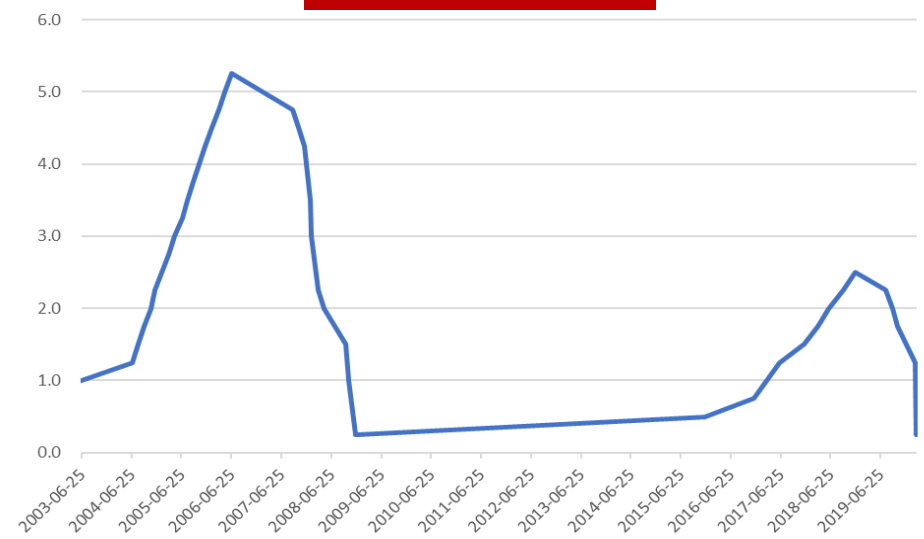


数据来源：Wind、山西证券研究所

通胀预期影响美联储政策

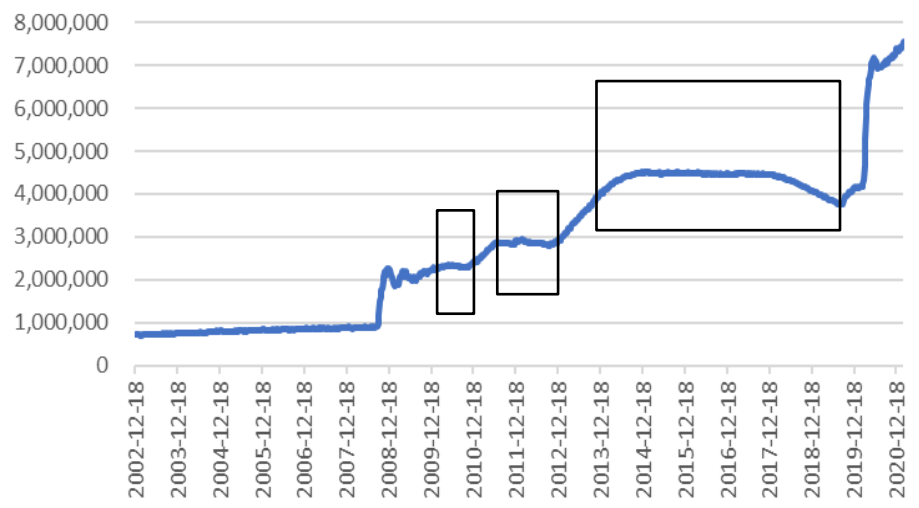
- 从历史数据来看，在通胀预期显著升高的情况下美联储货币政策都偏向鹰派，虽然并不是每次都会提升基准利率，但是停止扩表、缩表等操作方式也屡见不鲜。
- 我们判断，美联储货币政策调整时间节点可能提前，预计年内可能大幅降低购债力度，加息缩表从原预期2023年中提前至2022年。

美联储基准利率



数据来源：Wind、山西证券研究所

美联储资产负债表

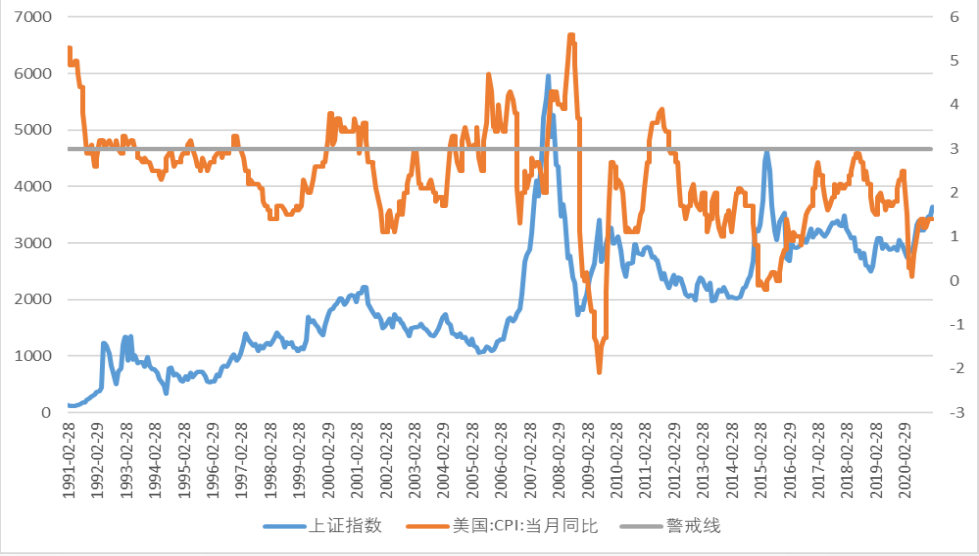


数据来源：Wind、山西证券研究所

美国CPI以及我国PPI对A股影响较为明显

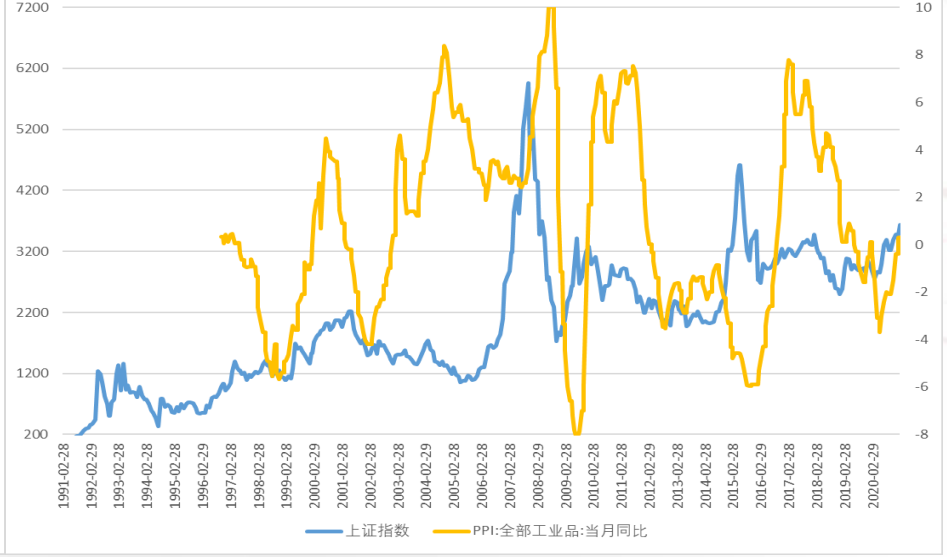
- 从历史数据来看，美国通胀数据对A股影响较为明显，从历史来看，在美国CPI数据高于3%区间或通胀快速上涨期，往往会对A股产生较强的压力。
- 与美国CPI相似的是我国PPI快速上升也会对A股形成较强的压制。
- 从原理来看，在美国CPI走高的背景下全球流动性收缩预期走强，市场会经历杀估值效应。此外，考虑到全球经济增速长期放缓的趋势，PPI上行难被下游消化，大部分行业成本上行业绩承压。

美国CPI与A股



数据来源：Wind、山西证券研究所

PPI与A股



数据来源：Wind、山西证券研究所

通胀后时代，稳健型品种占据主导地位

- 从过去15年中，我们观察到全球通胀预期有5次较为明显上行期，分别是2008Q4-2010Q1,2010Q3-2011Q1,2011Q4-2012Q3,2016Q2-2016Q4与本轮。而在通胀预期快速上行结束后的1个季度，申万2级108个行业中，表现最为亮眼的十个行业中大多数为防御性板块。
- 站在当前维度，考虑到前期涨幅、估值、盈利能力来看，这些行业中保险、银行最具备配置价值。



数据来源：Wind、山西证券研究所

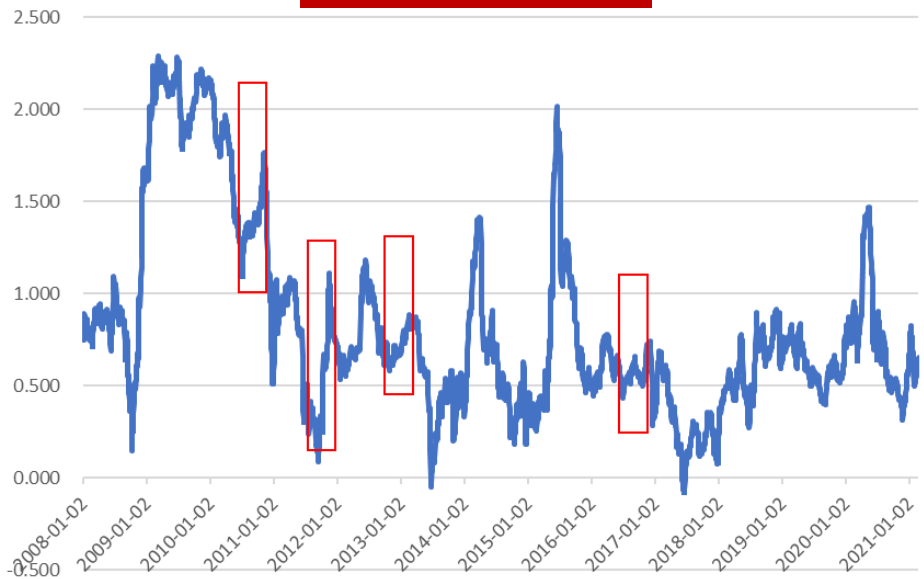
	2010Q2	2011Q2	2012Q4	2017Q1	平均排名
铁路运输Ⅱ	16	18	6	15	13.75
运输设备Ⅱ	30	28	5	23	21.5
保险Ⅱ	11	14	21	41	21.75
白色家电	57	16	14	2	22.25
水泥制造Ⅱ	62	11	15	3	22.75
船舶制造Ⅱ	24	4	59	13	25
银行Ⅱ	34	35	1	33	25.75
稀有金属	22	31	47	9	27.25
航空装备Ⅱ	47	9	25	30	27.75
饮料制造	15	1	102	5	30.75

数据来源：Wind、山西证券研究所

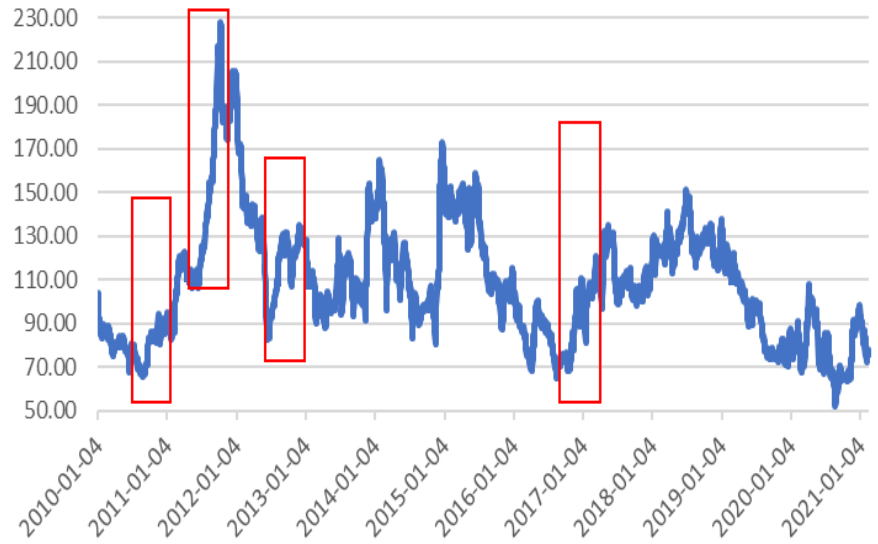
通胀后时代两个利差迅速扩大，大金融盈利预期显著改善

- 金融行业表现强势的主要原因我们判断在于2个利差快速扩大。在全球通胀预期快速走高后的一个季度，我国期限利差与信用利差都显著拉大。
- 期限利差方面：期限利差因经济回暖或通胀走强快速升高，银行、保险投资端收益率显著上升。
- 信用利差方面：信用利差因在强经济、高通胀的环境下企业资金需求旺盛而显著上升，银行、保险资产端收益率明显上升。
- 在两个利差快速上升的环境下，金融机构业绩预期得到显著改善，进而反映至大金融板块整体走强。

期限利差



信用利差(中位数): 全体产业债



数据来源：Wind、山西证券研究所

数据来源：Wind、山西证券研究所

疫情得到有利控制，看好国内旅游、交运全年复苏

- 根据文旅部微信公众号消息，疫情低风险地区对剧院、上网场所等人数比例不再统一限制；本次政策端取消低风险地区演出场所等接待人数比例限制，直接利好即将到来的清明、五一小长假，**年内旅游及相关产业预计持续复苏。**

- 得益于疫情防控好转、疫苗的快速推广以及出行政策进一步放宽，**清明节将迎来今年“跨省游”的首次高峰。**
- OTA数据来看，以旅游为出行目的酒店预订量大幅上升。目前清明假期国内机票预订量已经接近2019年同期水平，同比去年增长4.5倍，成都、上海、三亚成为酒店热度最高前三城市。

- 今年五一假期连休5天落地，携程数据显示五一黄金周区间内的机票搜索量大幅上涨，较2020/2019年分别同比增加175%/102%，“五一”黄金周有望成为疫情以来最大的出游高峰。截至目前，热门出行航线上海-三亚、北京-三亚以及上海-重庆票价同比分别上涨了46%、112%、16%，总体经济舱票价同比2019年增长11%。



数据来源：携程旅行、山西证券研究所

- 小长假天数增加带动旅游出行消费边际效应大增，国内游预计呈现上涨态势。

- 从出行方式来看，清明、五一期间自驾游、中短途游仍是消费者出行热门选择；
- 从细分市场来看，私家团、高星酒店等高品质产品逐渐成为消费者出行首选。

- 携程数据显示，清明节报名跟团游的人数环比3月同期增长15倍；跟团游平均出游天数达到4天左右。近期报名私家团的人数与2019年清明节同期相比增长260%，其中报名4天以上私家团的人数占比七成。私密、回归家庭、一单一团专车专导的私家团引领了跟团市场复苏增长，同时也验证了中高端需求回流国内的巨大市场潜力。

表 1：取消人数限制相关受益标的

标的	相关景区
宋城演艺	宋城千古情、三亚千古情等实景演出
中青旅	乌镇、古北水镇
黄山旅游	黄山景区、宏村、西递
张家界	张家界武陵源核心风景区
天目湖	天目湖山水园、南山竹海、御水温泉等
峨眉山 A	峨眉山风景区
丽江股份	丽江古城、印象丽江实景演出
长白山	长白山风景区
首旅酒店	三亚南海观音景区、北京环球影城（5 月开业）

数据来源：山西证券研究所

疫情得到有利控制，看好国内旅游、交运全年复苏

- 3月28日起中国民航将执行2021年夏秋航季航班计划。对比今年与2019年夏秋航季的航班量，也可以观察到目前行业景气度基本恢复至2019年水平：客货航班计划共101606班/周（具体班次则为111893班/周），同比2019年夏秋航季同比增长 15.4%。环比上个航季增加7.2%。虽然从总时刻口径来看，考虑到国际航班的大幅下降，全行业总时刻仍较疫情前下降2.8%，但在国内时刻大幅增长情况下，行业基本已经复苏至疫情前，而后期随着疫苗接种下疫情缓解以及“疫苗护照”在各国批准，航空业景气度有望进一步提升。

- 国内航线航班方面，国内航空公司共计划安排国内航班每周92756班，同比2019年夏秋航季增长26.3%。其中，客运航班每周90460班，同比增长26.0%；货运航班每周2296班，同比增长39.3%。

- 港澳台航线航班方面，各航空公司共计划安排港澳台航班每周2234班，通航43个内地/大陆航点，同比2019年下降44.1%。其中，客运每周1921班，同比下降44%；货运航班每周313班，与上同航季基本持平。

- 国际航线航班方面，国内外航空公司计划安排国际客货运航班每周6616班。其中，客运每周644班，同比下降96.33%，环比基本持平，共通航57个国家、75个境外城市；货运每周5972班（全货运3182班、客改货2790班）较2019年同比大幅增长190.47%，环比增长32.8%，共通航52个国家、106个境外城市。

国内航班	2019	2021	港澳台/国际航班	2019	2021
客货运航班总班次/周	96997	101606	港澳台客货运航班/周	3997	2234
国内航班/周	73420	92756	国际客货运航班/周	19580	6616
客运航班/周	71772	90460	客运航班/周	17524	644
货运航班/周	1648	2296	货运航班/周	2056	5972

数据来源：山西证券研究所

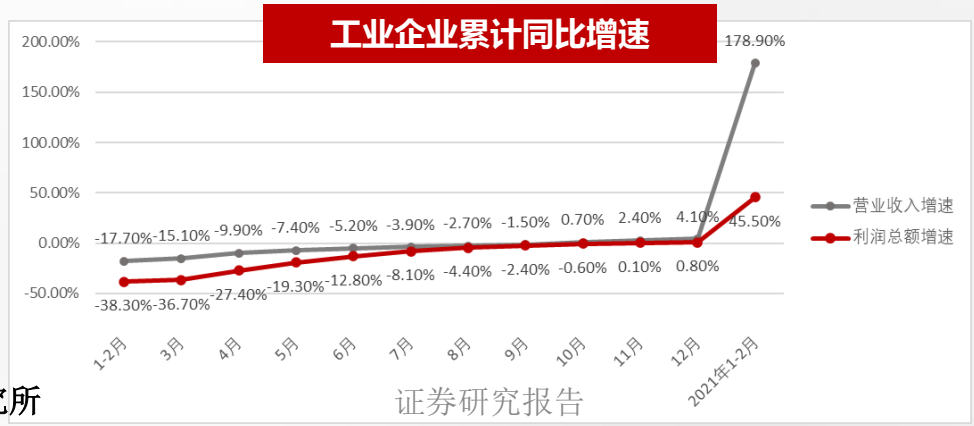
市场及策略回顾
基本面变化
估值与流动性
大势研判与市场策略
重点行业边际变化及行业配置建议
一季报潜在超预期阶段性机会

- 4月进入一季报披露期，各家公司将陆续公布其2021年一季度表现。我们将通过三个方法来对一季报中可能超预期的板块做出预测，分别是：
  1. 通过21年1-2月各项经济数据观测行业一季度景气度
  2. 利用去年三季报数据对今年一季度表现做出推测
  3. 通过目前已经公布一季报业绩预警的各板块公司净利润分布来对今年一季报行业表现预测

- 工业企业方面，今年1-2月全国规模以上工业企业实现利润11140.1亿元，比2019年1-2月同比增长72.1%，两年平均增长31.2%，延续了去年下半年以来较快增长的良好态势。

- 低基数叠加“就地过年”两大因素下，生产销售较去年明显提前，行业利润较快增长。今年1-2月，规模以上工业增加值同比增长35.1%，两年平均增长8.1%；营业收入同比增长45.5%，两年平均增长9.4%。在41个工业大类行业中，38个行业利润总额同比增加，增长行业占比超90%。其中，24个行业利润增速超过100%。而工业规模以上工业亏损企业亏损额同比减少28.6%，减亏明显。

- 行业利润率也在成本压力缓解下显著提升。今年1-2月，规模以上工业企业每百元营业收入中的成本同比减少1.16元，单位成本降至近年较低水平；每百元营业收入中的费用同比减少1.38元。成本费用水平下降扩大了企业盈利空间，1-2月规模以上工业企业营业收入利润率为6.60%，同比提高3.15个百分点。



数据来源：Wind，山西证券研究所

经济复苏下一季度业绩可能超预期标的

- 从具体行业表现来看，上游与中游行业利润增速较快：

- 在41个工业大类行业中，计算机、通信和其他电子设备制造业利润总额同比增长5892%，汽车制造业增长2526%，化学纤维、化学原料和化学制品制造业分别增长688%/498%，电气机械和器材制造业增长431%，专用设备制造业增长399%，通用设备制造业增长319%，黑色金属冶炼和压延加工业增长271%，有色金属冶炼和压延加工业增长258%，煤炭开采和洗选业增长204%，纺织业增长143%，非金属矿物制品业增长87.0%，农副食品加工业增长45.8%，电力、热力生产和供应业增长44.7%；石油和天然气开采业下降28.7%。

- 整体来看，原材料制造业利润同比增长346%，两年平均增长46.4%。受产品价格上涨、成本为低价库存原材料等因素推动，相关行业企业利润率明显上升。其中，石油、煤炭及其他燃料加工业由同期亏损转为本期盈利，新增利润577.0亿元；化学原料和化学制品制造业利润同比增长498%。在投资回升带动、下游需求增加、金属类大宗商品价格上升等因素推动下，黑色金属冶炼和压延加工业利润同比增长2.71倍，有色金属冶炼和压延加工业增长2.58倍。以上4个行业合计拉动规模以上工业企业利润同比增长47.9个百分点。

- 装备和高技术制造业带动作用明显。1-2月，装备制造业和高技术制造业利润同比分别增长707%和308%；从两年平均看，分别增长55.3%、60.2%。从产品看，工程机械、载货汽车、新能源汽车、光伏电池、工业机器人、微型计算机设备等主要产品产量均实现翻番增长。其中，医药制造业受益于疫苗需求迅速增加、防疫抗疫产品增长较快等因素共同作用，利润同比增长95.4%。石油、煤炭及其他燃料加工业营业收入利润率同比提高7.69个百分点，医药制造业提高5.67个百分点。从产品看，医疗仪器设备及器械、与疫苗和检测试剂盒密切相关的生物药品制品均大幅增长。因此我们看好化工、有色金属、煤炭等上游顺周期行业表现。

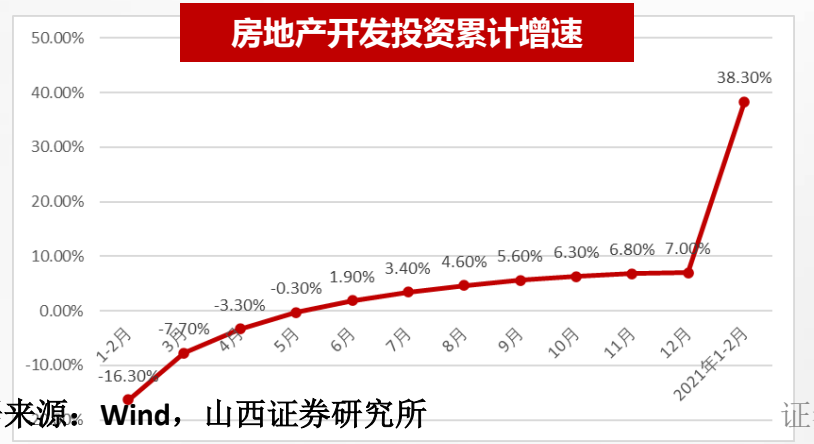
经济复苏下一季度业绩可能超预期标的

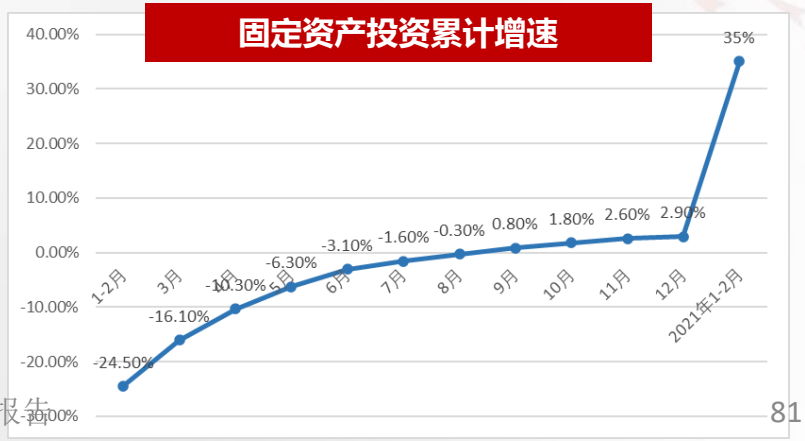
- 固定资产投资方面，1-2月，全国固定资产投资（不含农户）45236亿元，同比增长35.0%；比2019年同比增长3.5%，两年平均增速为1.7%，低于市场一致预期。分产业看，第一产业投资1037亿元，同比增长61.3%；第二产业投资12190亿元，增长34.1%；第三产业投资32009亿元，增长34.6%。第二产业中，采矿业投资增长15.8%；制造业投资增长37.3%；电力、热力、燃气及水的生产和供应业投资增长25.5%。第三产业中，基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长36.6%。其中，水利管理业投资增长47.2%；公共设施管理业投资增长42.3%；道路运输业投资增长30.7%；铁路运输业投资增长52.9%。

- 19年至今，制造业投资一直偏弱。而今年海外再度发酵背景下，海外主要经济体自我国进口量齿需提升，我国出口量逐渐加强，同时海外制造业受影响下我国制造业商品进口替代，因此制造业投资景气度较强。

- 1-2月房地产开发投资13986亿元，同比增长38.3%；比2019年同比增长15.7%，两年平均增长7.6%。其中，住宅投资10387亿元，增长41.9%。销售端1-2月，商品房销售面积17363万平方米，同比增长1.05倍；比2019年1-2月增长23.1%，两年平均增长11.0%。其中，住宅销售面积增长1.08倍。商品房销售额19151亿元，增长1.33倍；比2019年1-2月增长49.6%，两年平均增长22.3%。其中，住宅销售额增长1.44倍。

- 在房市高热度背景下，近两年地产端投资韧性一直相对较强。而国内军工持续回暖将对地产后周期消费领域，家电、建材等行业将得到明显提振。





数据来源：Wind，山西证券研究所

经济复苏下一季度业绩可能超预期标的

- 大众消费方面，2021年1-2月，受同期基数较低影响，消费市场同比增速较高,社会消费品零售总额同比增长33.8%，扣除价格因素，实际增长34.3%。与2019年1-2月相比，社会消费品零售总额增长6.4%，两年平均增速为3.2%。

- 受局部疫情影响，餐饮业及旅游业目前是唯二仍未恢复至疫情前水平的行业。1-2月，餐饮收入同比增长68.9%，两年平均下降2.0%；限额以上单位客房收入同比增长42.5%，两年平均下降13.8%。在疫情持续防控的背景下，我们看好今年两大行业的修复空间。

- 在国家陆续出台政策促进消费带动下，商品零售明显恢复。1-2月商品零售额同比增长30.7%，与2019年1-2月相比,增长7.7%，两年平均增速为3.8%。分渠道来看，网上零售额同比增长30.6%，增速比上年同期提高27.6%，比2020年全年提高15.8个百分点，两年平均增速为16.0%；而实体零售额同比增长45.2%，两年平均增长4.1%，发展相对慢于实体店。商贸零售行业中，更多布局于线上销售的品牌明显受益于疫情居家。

- 商品类别看，1-2月，限额以上单位粮油食品类、饮料类、烟酒类、通讯器材类和文化办公用品类商品零售额两年平均增速均超过10%、限额以上单位化妆品类、金银珠宝类和日用品类商品零售额同比增速均超过30%。

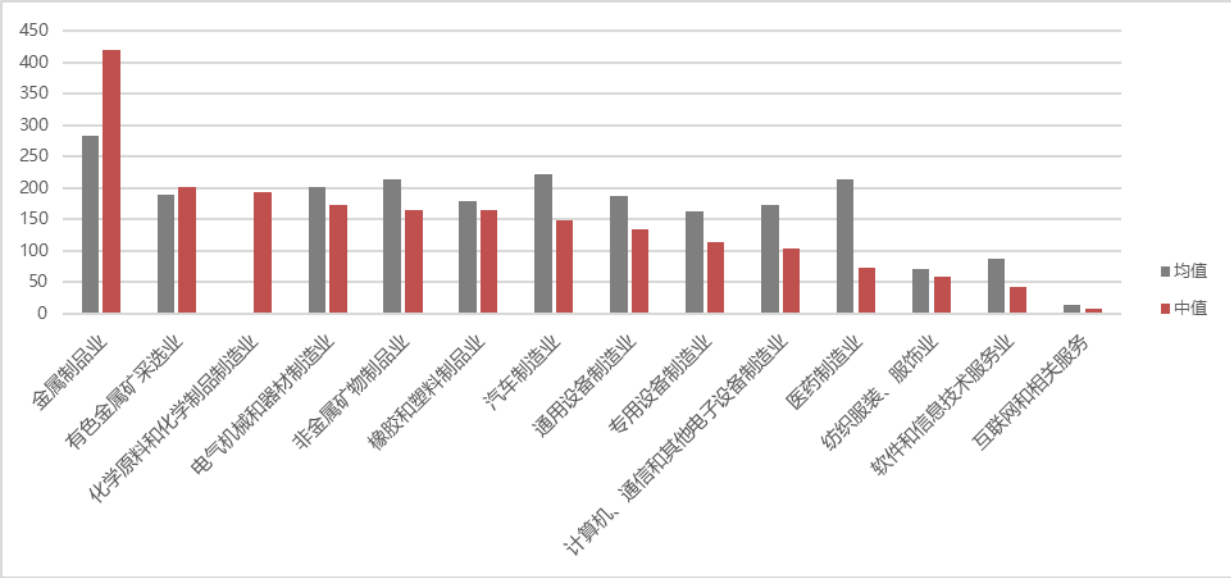
- 在促进汽车消费政策带动下，汽车消费需求持续释放，1—2月份，限额以上单位汽车类商品零售额同比增长77.6%，两年平均增速为5.8%。去年由于居家影响2月销量仅达平时月消费额的10%-20%，因此汽车行业一季报中低基数影响将十分显著。

经济复苏下一季度业绩可能超预期标的

- 截至3月30日，共有210家A股上市公司公布一季报业绩预警。由于去年一季度疫情居家影响，目前已公布一季报预警的公司除一家外全部实现业绩增长。

- 我们按照证监会行业对公布一季报业绩预警的公司做出分类，并剔除公布公司数少于5家的行业以及少数极值来对各行业净利润同比增速进行中值统计，行业排名前五位为：金属制品业、有色金属矿采选业、化学原料和化学制品制造业、电气机械和器材制造业、非金属矿物制品业。靠后的则由互联网和相关服务、软件和信息技术服务业、纺织服装业、医药制造业以及计算机、通信和其他电子设备制造业。**化工、有色、机械顺周期行业盈利增速居前，而TMT、纺织服装及医药生物相关行业盈利增速则相对居后。**

各证监会行业归母净利润同比增速



数据来源：Wind，山西证券研究所

经济复苏下一季度业绩可能超预期标的

山西证券 SHANXI SECURITIES

- 考虑到去年下半年起经济持续回暖，国内各项指标保持稳定，我们借助三季报中各行业营收、利润增速来对可能的业绩超预期公司做出预测。**去年三季度化工、电气设备、采掘、汽车、钢铁等受益于经济复苏的顺周期板块净利润增速居前，一季度业绩高表现有望在去年下半年后延续**，同时低基数效应将使得今年一季度营收/净利润同比大幅增长。农林牧渔、医药生物等板块则在疫情期间受影响小，因此一季度基数将相对较高。

营收同比增速

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	Q2较Q1增速变化	Q3较Q2增速变化
消费	-11.96	-5.48	0.35	6.48	5.82
稳定	-12.51	-6.87	-4.00	5.64	2.87
周期	-16.69	-13.49	-10.67	3.20	2.82
科技	-3.85	6.50	9.00	10.36	2.50
金融	2.37	5.85	7.02	3.49	1.17

归母净利润同比增速

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	Q2较Q1增速变化	Q3较Q2增速变化
周期	-96.96	-35.40	63.80	61.56	99.21
金融	-4.85	-22.58	3.58	-17.73	26.16
稳定	-49.39	1.35	24.12	50.75	22.77
消费	-14.71	16.08	30.20	30.80	14.11
科技	-31.81	62.34	14.14	94.16	-48.20

	2020Q2	2020Q3	2020Q3较2020Q2增速变化		2020Q2	2020Q3	2020Q3较2020Q2增速变化
综合	22.91	313.36	290.45	食品饮料	25.80	18.19	-7.61
化工	-42.26	99.10	141.36	建筑材料	24.44	17.33	-7.11
电气设备	43.42	83.39	39.97	家用电器	-17.63	16.42	34.05
农林牧渔	119.82	78.84	-40.98	建筑装饰	7.70	16.30	8.60
采掘	-75.31	76.02	151.33	轻工制造	-12.92	11.96	24.88
汽车	36.50	62.82	26.32	传媒	-17.68	10.36	28.04
国防军工	-23.60	51.26	74.86	通信	12.94	9.08	-3.86
医药生物	36.22	50.69	14.48	房地产	-4.44	3.95	8.38
钢铁	-25.06	49.66	74.72	银行	-23.71	-4.76	18.95
机械设备	56.82	47.23	-9.59	计算机	-1.96	-9.63	-7.67
有色金属	-13.16	38.97	52.13	休闲服务	-89.19	-23.46	65.73
公用事业	37.66	38.46	0.80	交通运输	-71.25	-25.84	45.41
非银金融	-23.69	35.17	58.86	纺织服装	-4.88	-45.37	-40.49
电子	34.69	32.33	-2.36	商业贸易	-10.17	-50.67	-40.50

数据来源：Wind，山西证券研究所

除业绩超预期，高股息策略也需要关注

- 3月随着年报不断披露，大批公司公布股息计划，高股息个股层出不穷，市场反应强烈。
- 我们统计分析发现近期，高股息个股总共有3大类型特征：1.2020年业绩在疫情催化下爆发强势。2.大股东持股集中。3.估值偏低，现金流良好，发展空间有限，未来计划CAPEX低的传统行业，如资源以及银行板块。
- 根据我们统计，因A股的政策环境，高股息博弈往往短期会有不错的效果可以博得超额收益。
- 根据资金性质来看，随着险资与银行理财资金加大规模入场，资产、负债现金流匹配成为了重要的投资目的之一，高股息分红配置力度有望得到加强。
- 但根据历史统计，长期来看高股息策略表现一般，主要原因在于高股息公司往往发展空间有限，业绩增长乏力。
- 高股息策略虽然在市场下跌过程中不能幸免，但其反弹最早，力度较强，在震荡行情中更受到资金青睐。

数据来源：Wind，山西证券研究所

风险提示

- 疫情再度大规模出现
- 疫苗接种进度不达预期
- 经济数据大幅下滑
- 中美摩擦再度升级
- 政策力度不达预期，宏观流动性大幅收紧
- 美债收益率过快抬升

数据来源：Wind、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

特别声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券策略团队

分析师：

麻文宇 CFA
SAC NO：S0760516070001
TEL:010-83496336
Email:mawenyu@sxzq.com

梁迪柯CFA
SAC NO：S0760518070001
TEL:010-83496302
Email:liangdike@sxzq.com

研究助理：

翟子超 FRM
TEL:13681033618
Email:zhaizichao@sxzq.com

太原	北京
太原市府西街69号国贸中心A座28层	北京市西城区平安里西大街28号中海国
邮编：030002	际中心七层
电话：0351-8686981	邮编：100032
http://www.i618.com.cn	电话：010-83496336