申港证券
SHENGANG SECURITIES

申港证券二季度策略专题-抓住核心资产反弹+碳中和+外贸出口三大超额收益

2021/3/29

申港证券研究所
分析师 曲一平
SAC执业证书编号：S1660521020001
quyiping@shgsec.com

摘要

- 1本轮经济复苏是过去20年来第三次PPI转正后的全面复苏，核心特点是弱地产周期下的外贸导向型复苏，以中游原材料及中游制造业和消费端农林牧渔行业快速复苏为主要特征。从风格来看，此前消费>成长>周期>金融>稳定有望在二季度重新占据主导。
- 2美国十年期国债利率二季度上升空间预计20-30bp左右（反馈2022年度的一次加息预期），在美联储第一次加息之前（预计2022年下半年），A股市场核心资产有着估值反弹修复的超额收益机遇。
- 3碳中和规划将带来中国能源革命，这一转折点将是2021年六月成立全国碳权市场、碳价统一。在传统火电迎来减排变革同时，清洁能源的水电、核电、风电、光伏迎来全行业估值重构，碳减排能力将成为超额收益资产重要增量。
- 4 欧洲和美国的全面复苏将会进一步激活全球贸易市场扩张，外资已经开始布局A股高海外营收占比的龙头企业，具备海外市场优势的企业可以持续获得超额收益。

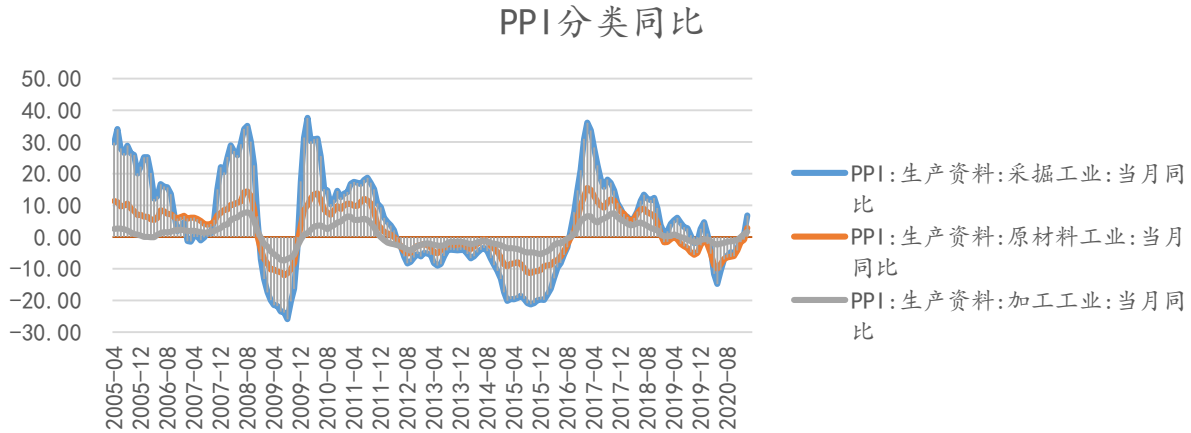
CONTENT

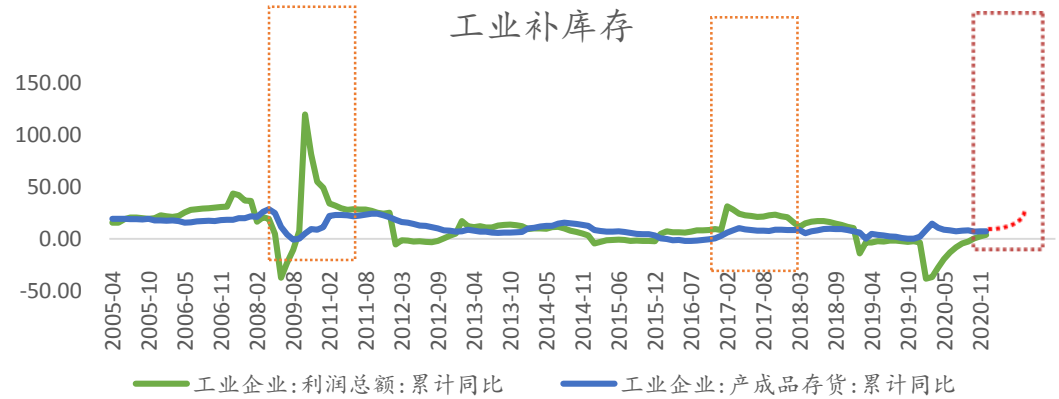
01. 本轮经济复苏的特点
02. 核心资产反弹超额收益
03. 碳中和主题超额收益
04. 外贸出口主题超额收益

1.1 20年来第三次PPI转正的全面复苏

- 通过对比2009年12月和2016年9月PPI转正后的经济复苏规律，目前中国正处于PPI转正第二个月的复苏初期。我们预计本轮PPI上升高点在2021年6月，工业利润增速高点在2021年5月，补库存高点在2021年三季度。

经济复苏牛	PPI转正节点	PPI高点	工业利润高点	补库存高点
2009四万亿刺激复苏	2009.12	2010.5	2010.2	2011.3
2016-17供给侧改革复苏	2016.9	2017.3	2017.2	2017.4
2020-21疫情后全球流动性复苏	2021.1	预计2021.6	预计2021.5	预计2021三季度





资料来源：WIND，申港证券研究所

1.2 申万一级行业营收同比增速

- 过去五年来看，在降息周期的15年二季度至16年三季度的房地产业持续扩张给中游的钢铁、交运、建材带来了长达2年的持续复苏周期。
- 本轮经济复苏机制，则是疫情后从必选消费的农林牧渔和机械设备、电气设备、轻工制造的中游工业品领域呈现高度景气。

		2015-3-31	2015-6-30	2015-9-30	2015-12-31	2016-3-31	2016-6-30	2016-9-30	2016-12-31	2017-3-31	2017-6-30	2017-9-30	2017-12-31	2018-3-31	2018-6-30	2018-9-30	2018-12-31	2019-3-31	2019-6-30	2019-9-30	2019-12-31	2020-3-31	2020-6-30	2020-9-30	2020/12/31（WIND一致预期）
上游原材料	有色金属	-3.6	7.1	-1.6	-8.7	-2.3	-1.7	11.1	33.2	35.6	23.7	18.6	-1.0	15.1	5.5	0.0	15.9	6.6	9.6	19.0	8.4	8.0	18.4	15.5	14.1
	采掘	-23.3	-24.5	-27.3	-19.5	-13.6	-17.1	2.5	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	3.2	8.9	[illegible]	-19.9	-12.0	-16.5
中游原材料	化工	-19.0	-14.5	-25.7	-23.6	-7.7	-8.6	1.8	29.8	45.9	29.5	26.3	14.7	10.5	18.2	28.9	26.8	14.6	12.2	-2.3	-6.7	[illegible]	-23.0	-15.9	-11.4
	公用事业	0.0	-4.4	-2.9	3.5	-4.2	2.8	7.3	4.4	20.9	13.7	22.2	17.4	17.3	19.2	10.4	13.4	16.6	10.7	14.2	13.8	-10.4	3.2	3.4	10.5
	钢铁	-17.4	-26.5	-28.7	-30.8	-20.4	5.8	22.0	39.7	75.5	40.1	41.4	17.2	1.1	18.2	13.0	19.4	5.2	0.8	4.5	5.6	-1.3	2.4	2.4	4.3
中游工业品	轻工制造	6.1	5.3	4.2	9.0	7.0	7.7	8.8	25.8	17.4	19.8	32.2	23.9	20.9	22.6	8.5	0.0	-0.1	-2.6	5.0	12.2	-15.2	0.4	12.0	14.4
	交通运输	3.2	0.5	4.2	6.9	5.5	12.1	9.3	36.0	57.0	60.8	50.8	30.6	15.1	11.0	19.3	14.0	10.7	7.6	8.1	12.4	-12.4	[illegible]	3.3	-0.7
	建筑装饰	11.6	-0.8	2.5	9.6	4.9	4.8	5.3	8.5	5.1	13.7	11.8	8.1	14.4	8.3	5.8	13.3	13.8	18.1	16.1	15.2	-9.0	[illegible]	22.2	13.0
	建筑材料	-10.7	-11.2	-6.6	-3.2	3.0	10.1	4.7	30.3	31.7	32.0	[illegible]	44.2	29.6	26.5	30.7	29.0	29.8	24.7	15.0	3.6	-23.0	[illegible]	[illegible]	[illegible]
	机械设备	-1.8	14.2	2.0	20.6	11.9	-10.0	5.8	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	9.7	11.5	-11.	22.7	23.4	11.1
	国防军工	13.0	3.7	7.7	4.8	4.2	-8.0	-2.7	26.3	10.2	2.9	5.3	4.0	-0.1	20.8	15.0	-2.9	14.0	0.9	-3.4	10.4	3.	14.2	26.7	11.8
	电气设备	5.1	6.4	6.4	23.6	18.3	15.6	6.2	10.4	[illegible]	19.2	23.9	13.1	22.0	16.2	6.7	5.2	13.6	2.1	12.6	19.5	-10.	19.9	24.6	22.9
下游消费品	汽车	3.5	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	22.9	14.9	18.5	18.1	14.0	13.7	10.9	-1.9	-10.4	-7.7	-10.1	-1.6	9.8	-29.	11.4	19.0	2.1
	家用电器	4.9	-5.2	-5.8	-10.4	0.3	5.3	20.5	[illegible]	30.5	38.1	28.3	23.3	19.4	15.2	9.9	9.2	5.6	6.0	3.0	1.9	-24.	-0.2	13.4	2.0
	房地产	-0.7	66.1	42.1	34.9	111.7	14.9	31.0	22.9	10.8	2.8	0.8	13.7	21.5	27.2	35.1	11.3	22.4	22.7	18.9	17.4	-3.	7.2	14.6	11.0
	休闲服务	9.6	21.7	21.6	6.0	19.9	24.6	17.8	30.0	40.8	28.3	28.5	31.2	24.2	32.4	20.6	14.7	23.2	-6.3	-5.6	1.8	-48.	-42.0	-25.6	-29.0
	医药生物	14.8	41.0	13.1	18.4	13.7	14.7	14.2	26.4	17.1	21.7	21.2	15.5	24.6	18.0	23.5	14.1	16.1	14.7	10.5	9.8	-7.	3.8	10.4	9.6
	综合	-15.3	-8.2	20.5	30.3	41.1	32.6	21.2	32.4	27.8	48.4	17.3	29.7	23.1	2.9	12.8	13.2	28.1	10.9	2.7	-4.1	-7.	7.5	5.8	2.1
	食品饮料	7.1	1.9	7.3	2.1	11.1	7.0	5.4	22.1	13.9	12.9	22.4	11.5	16.7	16.2	9.0	23.2	16.0	15.1	13.8	16.7	0.	13.3	11.3	13.0
	商业贸易	-4.7	-1.6	10.5	23.1	10.7	14.3	1.6	19.4	20.4	28.6	28.6	14.7	10.2	7.8	10.8	2.4	7.1	6.4	3.7	2.1	-12.	1.7	7.3	-0.7
	农林牧渔	-2.7	3.0	-1.6	-1.0	-1.3	4.6	23.6	33.7	44.5	13.1	12.5	5.8	8.6	7.8	11.2	16.9	10.4	17.1	16.6	21.7	18.	27.4	34.7	60.5
	纺织服装	4.2	13.5	5.3	16.0	12.4	15.2	18.2	31.9	9.2	16.7	19.0	17.8	16.5	12.0	1.1	9.6	3.3	-2.8	2.1	89.6	-7.	20.4	-8.9	-22.7
TMT	通信	1.2	6.0	11.0	9.9	5.8	8.9	4.6	1.0	4.2	6.1	6.1	9.4	12.7	-0.4	3.7	2.0	-0.5	0.6	0.0	-1.6	-9.	7.7	7.8	4.7
	计算机	10.1	10.3	11.0	22.7	15.5	20.3	13.8	15.5	2.4	6.7	4.0	2.8	28.1	24.6	22.9	6.2	14.9	-0.2	8.8	13.0	-13.7	15.3	4.5	9.0
	电子	24.7	22.7	23.2	20.9	17.1	21.3	33.5	46.3	51.1	45.1	33.7	24.3	14.5	15.0	20.3	18.6	19.8	13.3	6.6	5.5	-0.5	9.9	10.2	11.0
	传媒	34.8	65.6	53.8	41.1	41.8	19.5	27.8	23.0	23.4	9.1	10.8	7.6	8.4	14.6	17.2	-0.7	4.6	-0.2	2.6	12.9	-20.8	-15.3	-10.5	-9.2
金融	银行	10.3	9.4	9.9	7.7	10.6	0.3	-4.5	-4.4	-1.8	-0.7	5.2	9.0	2.8	10.0	11.4	9.1	15.7	9.4	10.1	6.1	7.2	5.5	3.3	3.5
	非银金融	31.5	71.6	12.2	13.8	7.4	-16.8	20.1	-2.1	20.5	10.6	17.8	21.7	6.6	9.4	-1.6	-3.0	19.2	12.7	19.7	21.4	0.0	16.6	15.3	9.4

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.3 申万一级行业归母净利润增速

- 过去五年来看，2015年传媒、非银金融、房地产业利润增速居前。

- 2016年初开始的供给侧改革带来的上游原材料及中游钢铁行业的高利润增速持续了8个季度以上，一直延续至2018年。
- 本轮的复苏中利润增速靠前的分别是有色、采掘、化工上中游原材料利润率先恢复，并且贯穿着着农林牧渔、综合等必选消费的强复苏。

		2015-3-31	2015-6-30	2015-9-30	2015-12-31	2016-3-31	2016-6-30	2016-9-30	2016-12-31	2017-3-31	2017-6-30	2017-9-30	2017-12-31	2018-3-31	2018-6-30	2018-9-30	2018-12-31	2019-3-31	2019-6-30	2019-9-30	2019-12-31	2020-3-31	2020-6-30	2020-9-30	2020/12/31（WIND一致预期）
上游原材料	有色金属	103.0	58.7	-109.1	47.2	49.5	12.7	2223.4	193.2	316.6	92.2	111.8	129.2	59.1	14.7	-24.8	-223.0	-38.1	-23.8	-18.1	-2.0	-55.0	-13.2	39.0	166.4
	采掘	-77.2	-54.4	-84.5	-146.3	-189.2	-44.1	0.0	185.9	323.3	172.3	353.8	77.4	27.0	48.1	79.8	26.4	6.7	6.9	-18.6	-2.3	-89.4	-75.3	76.0	-21.2
中游原材料	化工	-57.0	46.2	-60.7	566.2	93.4	-23.2	120.9	160.9	136.0	16.9	48.0	-1.5	26.6	79.7	45.0	-62.2	-18.4	-15.3	-21.7	-304.2	-111.6	-42.3	99.1	41.8
	公用事业	0.0	-4.4	-2.9	3.5	-4.2	2.3	7.3	4.4	20.9	13.7	22.2	17.4	17.3	19.2	10.4	13.4	16.6	10.7	14.2	13.8	-10.4	3.2	8.1	57.7
	钢铁	-383.3	-268.1	-639.0	-1485.2	-146.0	428.7	132.1	116.0	377.8	33.9	406.1	237.4	93.1	170.8	20.0	-39.1	-45.8	23.2	-59.4	-37.5	-35.7	-25.1	49.7	5.6
中游工业品	轻工制造	6.1	5.3	4.2	9.0	7.0	7.7	8.8	23.8	17.4	19.8	32.2	23.9	20.9	22.0	8.5	0.0	-0.1	-2.6	5.0	12.2	-15.2	0.4	12.0	48.2
	交通运输	3.2	0.5	4.2	6.9	5.5	12.1	9.3	36.0	57.0	60.8	50.8	30.6	15.1	11.0	19.3	14.0	10.7	7.6	8.1	12.4	-12.4	-4.1	3.3	-61.1
	建筑装饰	11.6	-0.8	2.5	9.6	4.9	4.8	5.3	8.5	5.1	13.7	11.8	8.1	14.4	8.3	5.8	13.3	13.8	18.1	16.1	15.2	-9.0	17.6	22.2	9.2
	建筑材料	-10.7	-11.2	-6.6	-3.2	3.0	10.1	4.7	30.3	31.7	32.0	32.8	44.2	29.6	26.5	30.7	29.0	29.8	24.7	15.0	3.6	-23.8	14.8	18.2	18.8
	机械设备	-1.8	14.2	2.0	20.6	11.9	-10.0	5.8	38.2	17.4	28.6	29.0	19.6	24.1	22.4	10.2	15.8	18.1	3.8	9.7	11.5	-11.1	22.7	23.4	68.9
	国防军工	13.0	3.7	7.7	4.8	4.2	-8.0	-2.7	26.3	10.2	2.9	5.3	4.0	-0.1	20.8	15.0	-2.9	14.0	0.9	-3.4	10.4	3.5	14.2	26.7	74.6
	电气设备	5.1	6.4	6.4	23.6	18.3	15.6	6.2	10.4	1.6	19.2	23.9	13.1	22.0	16.2	6.7	5.2	13.6	2.1	12.6	19.5	-10.8	19.9	24.6	93.2
下游消费品	汽车	3.5	2.1	1.0	19.0	13.6	15.7	26.3	22.9	14.9	18.5	18.1	14.0	13.7	10.9	-1.9	-10.4	-7.7	-10.1	-1.6	9.8	-29.6	11.4	19.0	17.9
	家用电器	20.3	4.2	-12.7	-33.0	16.3	16.0	33.0	73.4	13.2	29.2	26.0	63.7	24.9	22.8	13.2	-88.6	6.4	11.6	17.9	88.3	-52.4	-17.6	16.4	-2.9
	房地产	-0.7	66.1	42.1	34.9	111.7	14.9	31.0	22.9	10.8	2.8	0.8	13.7	21.5	27.2	35.1	11.3	22.4	22.7	18.9	17.4	-3.2	7.2	14.6	12.1
	休闲服务	9.6	21.7	21.6	6.0	19.9	24.6	17.8	30.0	40.8	28.3	28.5	31.2	24.2	32.4	20.6	14.7	23.2	-6.3	-5.6	1.8	-48.5	-42.0	-25.6	-105.8
	医药生物	14.8	41.0	13.1	8.4	13.7	14.7	14.2	26.4	17.1	21.7	21.2	15.5	24.6	18.0	23.5	14.1	16.1	14.7	10.5	9.8	-7.7	3.8	10.4	55.8
	综合	-15.3	-8.2	20.5	30.3	41.1	32.6	21.2	32.4	27.8	48.4	17.3	29.7	23.1	2.9	12.8	13.2	28.1	10.9	2.7	-4.1	-7.7	7.5	5.8	100.6
	食品饮料	7.1	1.9	7.3	2.1	11.1	7.0	5.4	22.1	13.9	12.9	22.4	11.5	16.7	16.2	9.0	23.2	16.0	15.1	13.8	16.7	0.0	13.3	11.3	18.7
	商业贸易	-4.7	-1.6	10.1	23.1	10.7	14.3	1.6	19.4	20.4	28.6	28.6	14.7	10.2	7.8	10.8	2.4	7.1	6.4	3.7	2.1	-12.9	1.7	7.3	-34.9
	农林牧渔	-34.7	20.2	31.2	-12.8	339.7	123.7	124.5	112.6	2.3	-49.2	-14.2	-100.9	-3.8	-73.3	17.2	-310.0	-62.3	1134.8	54.4	761.3	387.7	119.8	78.8	111.6
	纺织服装	4.2	13.5	5.3	16.0	12.4	15.2	18.2	31.9	9.2	16.7	19.0	17.8	16.5	12.0	1.1	9.6	3.3	-2.8	2.1	89.6	-7.3	20.4	-8.9	-17.4
TMT	通信	1.2	6.2	11.0	9.9	5.8	8.9	4.6	1.0	4.2	6.1	6.1	9.4	12.7	-0.4	3.7	2.0	-0.5	0.6	0.0	-1.6	-9.5	7.7	7.8	-357.0
	计算机	10.1	10.3	11.0	22.7	15.5	20.3	13.8	15.5	2.4	6.7	4.0	2.8	28.1	24.6	22.9	6.2	14.9	-0.2	8.8	13.0	-13.7	15.3	4.5	47.8
	电子	18.0	15.0	0.7	-21.9	6.6	5.5	43.9	170.2	61.8	78.8	57.8	-77.2	7.3	-5.2	-7.8	-172.6	-16.3	-7.0	12.3	851.9	-12.4	34.7	32.3	52.6
	传媒	34.8	65.6	53.8	41.1	41.8	19.5	27.8	23.0	23.4	9.1	10.8	7.6	8.4	14.6	17.2	-0.7	4.6	-0.2	2.6	12.9	-20.8	-15.3	-10.5	-4746.6
金融	银行	10.3	9.4	9.9	7.7	10.6	0.3	-4.5	-4.4	-1.8	-0.7	5.2	9.0	2.8	10.0	11.4	9.1	15.7	9.4	10.1	6.1	7.2	5.5	3.3	-4.9
	非银金融	31.5	71.6	12.2	13.8	7.4	-16.8	20.1	-2.1	20.5	10.6	17.8	21.7	6.6	9.4	-1.6	-3.0	19.2	12.7	19.7	21.4	0.0	16.6	15.3	9.1

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.4 缺乏地产投资驱动的出口导向型复苏

- 根据2021年1-2月统计局公布的经济数据，我们看到疫情带来影响已经基本得到初步恢复。本次经济复苏有以下几大特点：
- 工业增加值近2年平均增速达到8.1%，强于2016年同期的6.1%但是大幅弱于2009同期的29.2%。
- 社会消费品零售近2年平均增速仅3.4%，国内消费端提升大幅弱于2009和2016同期的10%和14%。
- 全国固定资产投资（不含农户）近2年平均增速方面，基础设施投资和制造业投资明显偏弱，为-1.6%和-3.4%，大幅弱于2009和2016同期。
- 房地产投资近2年平均增速依然亮眼达到11%增速，超过2016年同期，但是弱于2009年同期。全国商品房销售面积和商品房销售额分别为7.6%和11%，大幅弱于2009和2016同期的房地产牛市周期。
- 进出口方面，在全球贸易没有全面解封下，货物进出口总额过去两年平均增速就达到32.2%，这是媲美2009年大复苏周期的高增速。进口和出口的同比增速也都大幅强于2016年同期，1-2月贸易顺差额达到了6759亿。

复苏拐点	2021PPI转正拐点后第2个月	2016PPI转正拐点后的第2个月	2009年PPI转正拐点后的第2个月
	2021年1-2月（过去两年平均增速）	2016年10月同比增速	2010年1月同比增速
全国规模以上工业增加值	8.10%	6.10%	29.20%
社会消费品零售	3.40%	10%	14%
全国固定资产投资（不含农户）	1.70%	8.30%	26.60%
基础设施投资	-1.60%	17.59%	28.60%
制造业投资	-3.40%	3.10%	23.60%
房地产开发投资	7.60%	6.60%	31.10%
全国商品房销售面积	11.00%	26.80%	38.20%
商品房销售额	22.30%	41.20%	70.20%
货物进出口总额	32.20%	-5.44%	44.53%
进口	14.50%	-1.70%	85.96%
出口	50.10%	-7.99%	21%
贸易顺差	6759亿（1-2月累计）	3201亿	965亿

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.5 中游制造细分行业工业利润增速领先

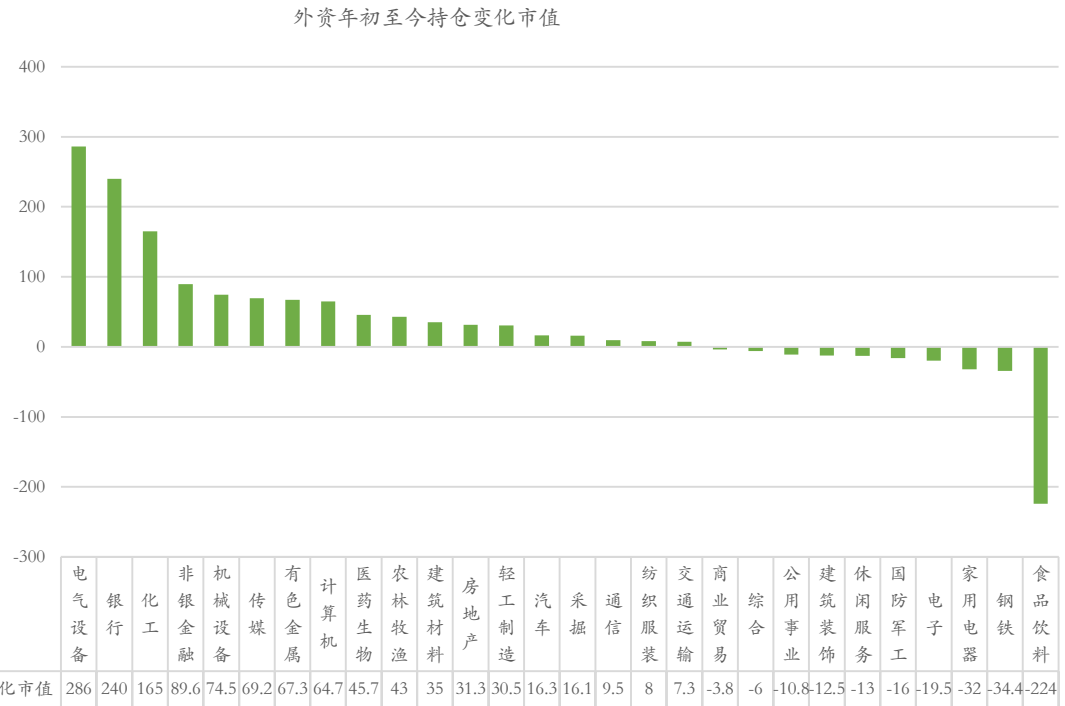
- 从统计局3月27日最新公布的分行业工业利润增速数据来看，经济已经实现了全面复苏。目前保持最强利润复苏力度的是中游制造涵盖的TMT制造业、汽车、化工、交运设备、电气设备、通用设备，这是典型的中游制造复苏趋势。包含电力、热力、燃气细分行业的公用事业持续2个季度稳定复苏，食品制造、农副产品和烟草等细分行业受疫情影响最小，保持了连续1年以上的扩张。

指标名称	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05	2019-06	2019-07	2019-08	2019-09	2019-10	2019-11	2019-12	2020-02	2020-03	2020-04	2020-05	2020-06	2020-07	2020-08	2020-09	2020-10	2020-11	2020-12	2021-1月和2月
计算机、通信和其他电子设备制造业:利润总额:累计同比	-21.60	-7.00	-15.30	-13.00	-7.90	-6.30	-2.70	3.60	6.00	4.10	3.10	-87.00	-12.00	15.00	34.70	27.20	28.70	26.10	15.50	12.60	15.70	17.20	5891.5
黑色金属矿采选业:利润总额:累计同比	130.40	164.60	185.20	229.00	327.30	232.10	180.80	178.00	189.50	170.70	396.50	-86.20	-47.80	40.30	20.90	24.20	24.30	31.30	44.50	46.40	45.00	74.90	3895.8
汽车制造:利润总额:累计同比	-42.00	-25.00	-25.90	-27.20	-24.90	-23.20	-19.00	-16.60	-14.70	-13.90	-15.90	-79.60	-80.20	-52.10	-33.50	-20.70	-5.90	1.50	3.00	6.60	7.20	4.00	2525.6
化学纤维制造业:利润总额:累计同比	-53.10	-19.70	-8.70	-16.60	-23.10	-25.80	-30.10	-29.10	-26.30	-22.80	-19.80	-74.50	-62.20	-60.40	-59.10	-41.90	-40.40	-33.40	-34.90	-30.00	-26.30	-15.10	688.1
仪器仪表制造业:利润总额:累计同比	-14.40	7.00	-2.30	0.00	4.70	3.00	2.20	4.80	5.40	6.30	5.90	-71.70	-33.20	-2.00	8.90	2.80	9.60	11.90	13.40	13.70	13.30	11.60	633.3
铁路、船舶、航空航天和其他运输设备制造业:利润总额:累计同比	83.70	63.60	67.60	42.90	33.20	26.50	27.60	22.70	13.10	8.70	11.90	-75.30	-33.20	-11.70	-6.50	-4.80	-1.60	-3.60	0.80	1.50	1.10	-1.50	508
化学原料及化学制品制造业:利润总额:累计同比	-27.20	-17.80	-16.00	-13.60	-13.80	-11.60	-13.10	-13.00	-25.30	-23.30	-25.60	-66.40	-56.50	-48.00	-38.60	-32.20	-27.60	-22.00	-17.70	2.80	10.50	20.90	498.4
电气机械及器材制造业:利润总额:累计同比	10.90	21.20	14.50	15.90	13.00	15.60	15.80	13.50	15.00	13.30	10.80	-68.20	-47.00	-22.90	-11.60	-6.40	-4.00	-1.30	2.90	3.50	6.60	6.00	430.8
专用设备制造业:利润总额:累计同比	14.00	32.80	17.90	17.70	16.60	14.30	13.30	12.90	12.00	13.60	12.90	-55.10	-34.70	-3.10	16.60	20.70	24.10	22.90	22.30	22.90	23.00	24.40	399
水的生产和供应业:利润总额:累计同比	6.10	9.80	14.90	10.20	14.90	19.40	18.30	17.10	18.20	13.00	5.60	-68.70	-57.00	-31.90	-16.50	-8.10	-1.20	6.40	14.10	16.30	18.10	16.50	369.4
通用设备制造业:利润总额:累计同比	0.80	18.40	7.30	7.40	5.50	5.10	4.30	3.00	2.80	4.40	3.70	-62.30	-39.90	-17.60	-6.50	-1.10	3.20	7.60	10.70	12.00	12.50	13.00	319.3
橡胶和塑料制品业:利润总额:累计同比	-6.70	11.10	8.00	11.50	9.80	10.40	11.70	12.90	13.90	13.70	12.00	-52.90	-30.90	-11.90	3.60	14.00	15.40	19.50	20.60	23.80	25.30	24.40	299.5
黑色金属冶炼及压延加工业:利润总额:累计同比	-59.00	-44.50	-28.10	-22.40	-21.80	-25.10	-31.30	-41.80	-44.20	-42.30	-37.60	-34.40	-55.70	-60.40	-57.20	-40.30	-32.00	-23.10	-18.70	-12.90	-9.90	-7.50	271
有色金属冶炼及压延加工业:利润总额:累计同比	-34.50	-12.60	-6.60	2.60	3.10	6.00	9.70	8.10	5.40	8.70	1.20	28.30	-30.20	-40.30	-43.70	-29.40	-12.70	-5.60	2.10	5.00	10.10	20.30	258.2
家具制造业:利润总额:累计同比	-1.30	17.10	15.80	13.50	13.40	13.40	14.70	18.90	17.80	18.20	10.80	-67.50	-47.80	-37.20	-36.30	-29.90	-26.50	-27.30	-22.40	-19.70	-17.30	-11.10	210.4
金属制品业:利润总额:累计同比	8.80	20.60	15.40	18.60	14.80	15.80	12.00	10.60	10.90	8.40	5.90	-49.00	-39.10	-22.30	-15.90	-11.20	-7.00	-6.10	-1.10	2.30	4.40	4.10	182.6
其他制造业:利润总额:累计同比	-1.00	23.60	11.10	8.70	7.50	5.60	7.10	10.40	6.40	4.90	2.90	-47.60	-35.50	-16.60	-14.50	-13.10	-9.30	-6.90	-7.90	-6.80	-5.90	-7.40	173.3
印刷业和记录媒介的复制:利润总额:累计同比	12.60	16.50	2.60	5.70	6.60	8.30	9.90	8.30	10.20	7.80	4.10	-60.20	-38.70	-21.20	-14.80	-13.80	-11.30	-10.90	-8.20	-7.60	-5.80	-5.70	169.1
有色金属矿采选业:利润总额:累计同比	-26.00	-14.90	-19.50	-26.30	-24.50	-25.30	-23.70	-23.60	-23.00	-23.00	-28.80	-33.40	-33.90	-31.80	-15.30	-13.50	-8.20	-1.70	5.90	9.30	15.10	14.70	146.4
纺织业:利润总额:累计同比	-11.30	3.60	3.70	3.20	-0.10	0.10	-3.40	-4.30	-6.40	-7.00	-10.90	-59.30	-38.80	-19.80	-10.30	-5.60	-3.00	1.60	4.80	7.60	7.50	7.90	142.5
燃气生产和供应业:利润总额:累计同比	-18.50	-26.40	-17.80	-13.70	-7.30	-2.60	-0.60	1.50	0.70	1.80	0.60	-34.50	-2.80	-1.70	3.70	-4.00	-2.40	-0.50	-0.30	2.00	5.00	7.70	110
废弃资源综合利用业:利润总额:累计同比	-7.90	15.40	12.10	8.80	8.80	5.60	7.10	9.40	5.50	4.20	5.10	-34.60	-34.10	-25.10	-17.60	-10.20	-7.20	-3.30	-6.30	-2.30	-10.50	-5.20	103.5
医药制造业:利润总额:累计同比	4.20	7.60	9.70	10.90	9.40	9.30	9.50	10.00	10.60	10.00	5.90	-10.90	-15.70	-7.40	-0.50	2.10	5.00	7.40	8.20	8.70	11.90	12.80	95.4
非金属矿物制品业:利润总额:累计同比	3.10	13.60	12.60	12.90	11.90	10.80	11.10	11.80	10.90	10.70	7.50	-37.00	-34.00	-19.70	-12.00	-8.70	-6.20	-3.80	-1.30	0.90	1.40	2.70	87
食品制造业:利润总额:累计同比	11.20	18.90	17.70	17.30	13.50	14.60	12.50	11.50	8.70	11.10	9.10	-33.50	-27.40	-13.00	-2.50	4.00	8.50	10.80	11.90	10.00	6.00	6.40	68.4
酒、饮料和精制茶制造业:利润总额:累计同比	23.30	20.70	18.10	17.90	16.90	17.50	17.60	17.20	17.60	17.40	10.20	-21.90	-11.20	-8.90	-9.60	-2.90	-1.00	-0.50	4.40	5.10	5.60	8.90	66
文教、工美、体育和娱乐用品制造业:利润总额:累计同比	16.00	22.00	29.40	28.30	21.70	17.30	17.40	12.00	10.80	13.80	9.90	-42.30	-37.10	-31.80	-22.50	-21.00	-20.20	-20.00	-16.20	-14.20	-13.00	-9.20	63.1
石油、煤炭及其他燃料加工业:利润总额:累计同比	-70.40	-54.50	-50.20	-51.30	-53.60	-50.60	-53.10	-53.50	-51.20	-47.20	-42.50	-116.70	-187.90	-213.30	-167.40	-124.10	-107.90	-84.40	-66.20	-52.80	-44.00	-26.50	63.1
木材加工及木、竹、藤、棕、草制品业:利润总额:累计同比	-3.60	1.30	0.70	-1.50	-7.50	-3.50	-4.00	-4.40	-1.10	-0.40	-6.20	-41.20	-26.40	-17.10	-14.20	-13.30	-11.60	-13.90	-13.00	-12.40	-12.60	-8.80	52.8
农副食品加工业:利润总额:累计同比	-5.50	-4.70	-4.90	-3.70	-2.00	0.90	2.50	3.50	5.10	8.30	3.90	2.20	11.20	20.00	19.00	14.80	20.10	17.70	16.70	14.60	8.90	5.90	45.8
电力、热力、燃气及水的生产和供应业:利润总额:累计同比	0.90	5.70	8.00	9.60	9.00	10.60	11.00	12.30	14.40	17.70	15.40	-23.20	-28.60	-24.30	-16.70	-8.70	-3.30	0.90	2.60	5.90	4.80	4.90	44.7
纺织服装、服饰业:利润总额:累计同比	7.60	8.30	1.20	-1.30	-0.80	-3.50	-1.10	-1.60	-3.40	-4.90	-9.80	-42.10	-43.50	-34.80	-29.20	-27.40	-26.30	-25.60	-22.90	-21.30	-20.80	-21.30	42.9
非金属矿采选业:利润总额:累计同比	11.60	18.40	15.90	16.00	25.60	20.70	16.40	18.50	19.80	14.00	6.10	-31.30	-17.20	-2.90	2.00	-5.60	-3.80	-1.90	-1.80	-1.50	0.80	4.20	41.1
烟草制品业:利润总额:累计同比	18.20	24.40	29.40	23.90	28.70	29.20	23.60	21.50	19.30	12.10	1.30	31.50	28.50	22.60	28.10	24.20	22.80	26.70	26.60	28.30	33.30	25.40	27.1
皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业:利润总额:累计同比	8.90	9.90	7.50	7.00	2.30	5.10	11.80	8.50	6.10	5.70	-1.90	-36.10	-34.80	-32.20	-30.30	-29.50	-22.40	-25.90	-24.00	-22.80	-21.50	-20.70	26.8
石油和天然气开采业:利润总额:累计同比	-5.70	10.30	19.70	24.00	17.80	12.90	7.30	7.90	3.40	-0.40	1.80	23.70	-20.10	-56.40	-75.80	-72.60	-72.10	-70.20	-70.20	-68.50	-70.80	-83.20	-28.7
金属制品、机械和设备修理业:利润总额:累计同比	88.60	51.00	20.80	12.40	12.10	7.40	10.60	6.00	4.40	-12.40	-0.10	-80.00	-84.30	-66.70	-26.60	-53.70	-42.90	-38.60	-33.70	-27.50	-9.50	-27.20	-58.3

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.5.1 外资持仓结构性变化

- 年初至今，外资在银行和非银金融领域增持了329.6亿，在上游的有色金属行业增持了67.3亿，在中游原材料的化工领域增持了165亿，中游工业品的电气设备和机械设备分别增持了286亿和74.5亿。下游消费领域非常惨淡，食品饮料大幅减持224亿，房地产和医药生物、农林牧渔分别增持31.3亿、45.7亿、43亿。TMT领域传媒和计算机分别获得69.2亿和64.7亿增持。



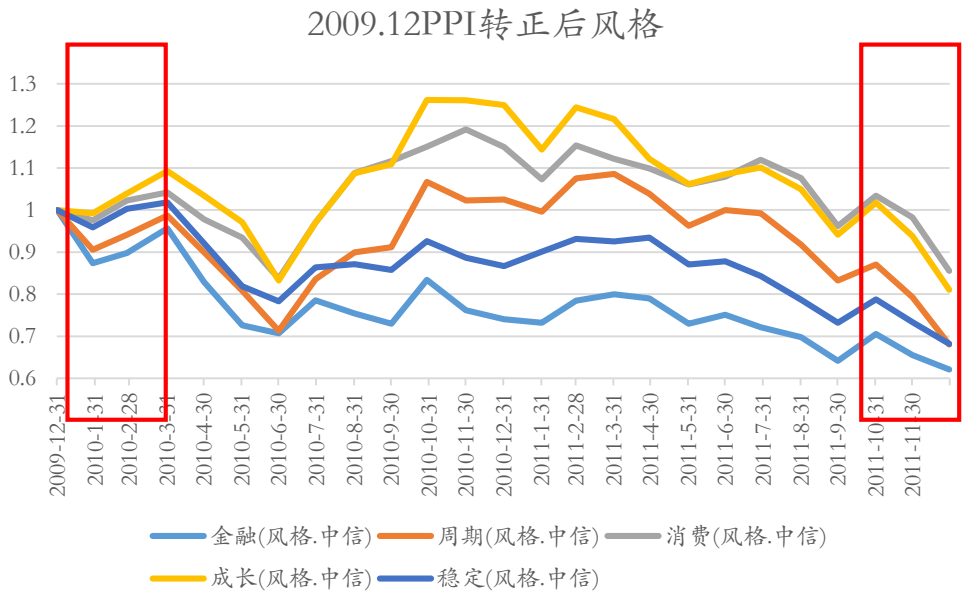
表：外资年初至今持仓变化情况

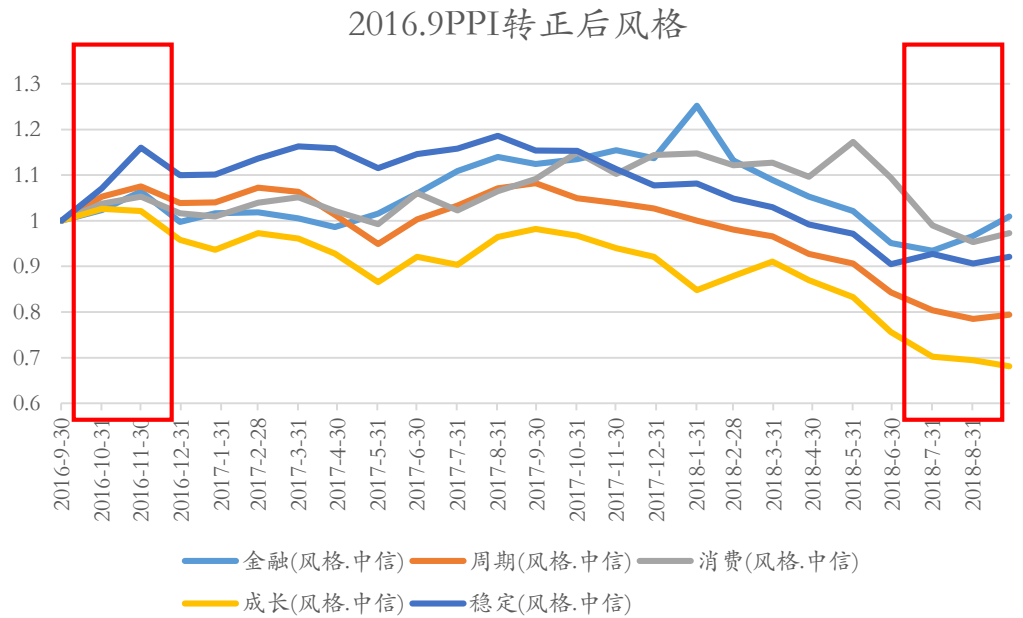
		外资年初至今持仓变动（亿元）	一级行业所处过去十年估值百分位
上游原材料	有色金属	67.3	65%
	采掘	16.1	52%
中游原材料	化工	165	73%
	公用事业	-10.8	32%
	钢铁	-34.4	34%
中游工业品	轻工制造	30.5	34%
	交通运输	7.3	91%
	建筑装饰	-12.5	8%
	建筑材料	35	30%
	机械设备	74.5	53%
	国防军工	-16	42%
	电气设备	286	78%
下游消费品	汽车	16.3	91%
	家用电器	-32	92%
	房地产	31.3	3%
	休闲服务	-13	98%
	医药生物	45.7	74%
	综合	-6	34%
	食品饮料	-224	96%
	商业贸易	-3.8	49%
	农林牧渔	43	3%
	纺织服装	8	69%
TMT	通信	9.5	17%
	计算机	64.7	74%
	电子	-19.5	41%
	传媒	69.2	26%
金融	银行	240	83%
	非银金融	89.6	24%

资料来源：WIND，申港证券研究所

1.6 过去2次经济复苏中期和后期的风格切换：基本保持一致

- 2010 年一季度经济增速实现高点 12.2%；年初通胀保持相对温和，宏观调控的思路从“稳增长”转向“防过热”和“稳物价”逐步偏紧态势。进入2010年上半年房地产政策密集和货币政策都开始同步收紧。2010年全年A股市场出现N型大幅震荡走势，中期及后期一致：成长和消费保持着跑赢周期和金融、稳定。
- 2017年，A股市场呈现出剧烈的分化和快速的轮动特征，以白马股为代表的“漂亮50”成为年内最亮眼的明星板块，经过2季度大幅度回调后，在强地产周期驱动下周期股重新领涨，但总体而言，中期和后期一致：消费和金融跑赢周期及成长、稳定。

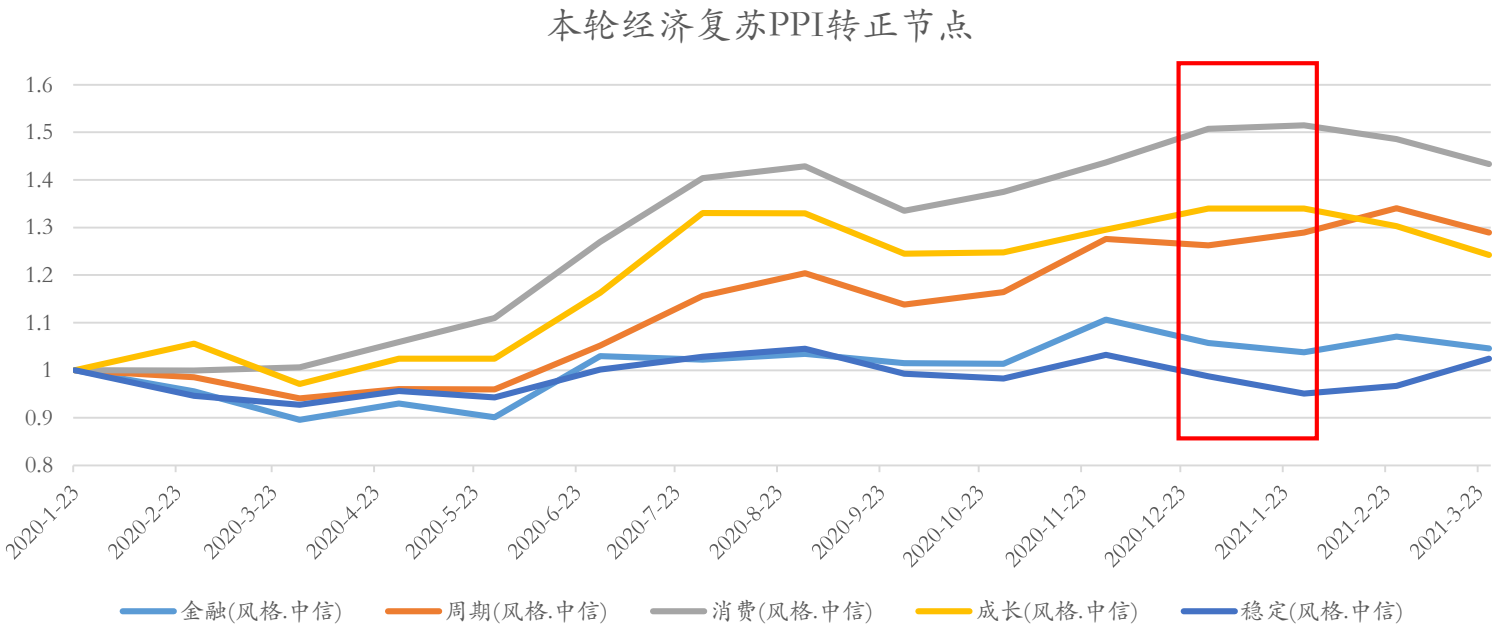




资料来源：WIND，申港证券研究所

1.7 二季度可能出现消费和成长股反弹补涨机遇

- 如果我们从本轮疫情触底后初步经济复苏节点来看，**整体上风格呈现：消费>成长>周期>金融>稳定，从历次经济复苏中后期规律来看，这一强弱趋势有望在2021年度继续保持。**
- 2月中旬至今的大幅调整中，资金进入周期和稳定板块更多是避险需求，一旦二季度市场重新企稳，这一轮复苏周期中后段可能依然重回消费>成长>周期>金融>稳定的风格逻辑，**消费和成长股出现反弹补涨机遇。**



资料来源：WIND，申港证券研究所

CONTENT

01. 本轮经济顺周期复苏的特点
02. 核心资产反弹超额收益
03. 碳中和主题超额收益
04. 外贸出口主题超额收益

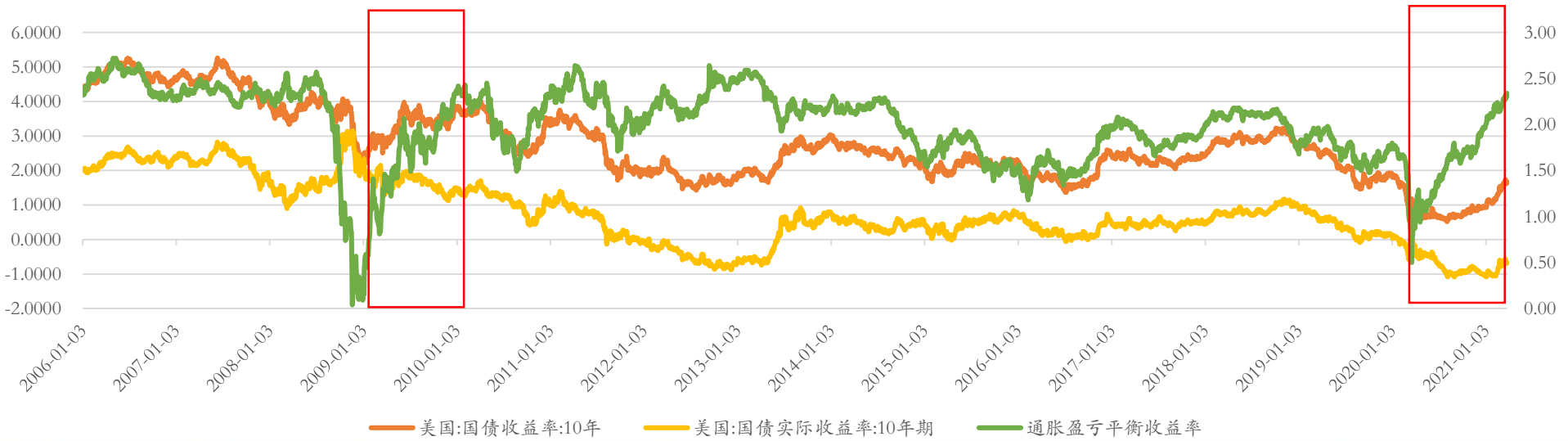
2.1 美债收益率飙升是经济复苏预期的提前反馈

根据过去20年美联储两次加息的实证分析：我们认为美联储加息前考虑因素重要性排序为：1核心通胀；2充分就业；3PMI景气度；4房地产市场景气度；5消费者信心恢复度。当前美国经济复苏中的条件1、3、4、5都实现了初步复苏，还需要条件2完成充分就业预期，本轮宽松周期的核心目标就初步实现。

- 基于美国就业人口1.5亿人，需要使得美国失业人口从目前的1013万降低到750万人，才能实现5%一下失业率状态充分就业。全面解封后，以2009-2015QE期间非农就业人口稳态增加的速率，就业复苏度最早在2022年二季度就可以达到这一目标。
- 核心CPI中住房价格是最大扰动因素，按照目前美国住房价格高度复苏情况，核心通胀在今年底达到2%区间可能性大增。目前美国房地产复苏度远超预期，并且房价上涨同比增速（超过10%）向着过热方向发展。

总体来看，美联储历次加息前一年时间里，美国十年期国债收益率提升都已经提前反馈在了市场中，并且反馈幅度基本匹配加息后第一年度的利率提升幅度。

美国十年期国债收益率与通胀盈亏平衡收益率



2.2 核心资产一季度受美债影响估值下修原因

$$\sum_{t=1}^{n}\frac{DPS_t}{(1+K_e)^t}+\frac{DPS_t\times(1+G_n)}{(1+K_e)^n\times(K_e-G_n)}$$

- DDM：股利贴现模型是研究股票内在价值的重要模型，其基本公式为：DPSt是第t年每股股票股利的期望值，Ke是股票的预期收益率，Gn是永续股利增速。公式表明，股票的内在价值是其t年累计期望股利的现值之和。

$$\sum_{t=1}^{n}\frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}+\frac{FCFF_t\times(1+G_n)}{(1+WACC)^n\times(WACC-G_n)}$$

- DCF：现金流量贴现法就是把企业未来特定期间内的预期现金流量还原为当前现值。公司的内在价值 = 未来N年自由现金流折现值之和 + 永续年金折现值。其中，永续年金是公司未来所能创造的所有价值之和。内在价值的计算分为两步：计算未来N年自由现金流折现值之和。

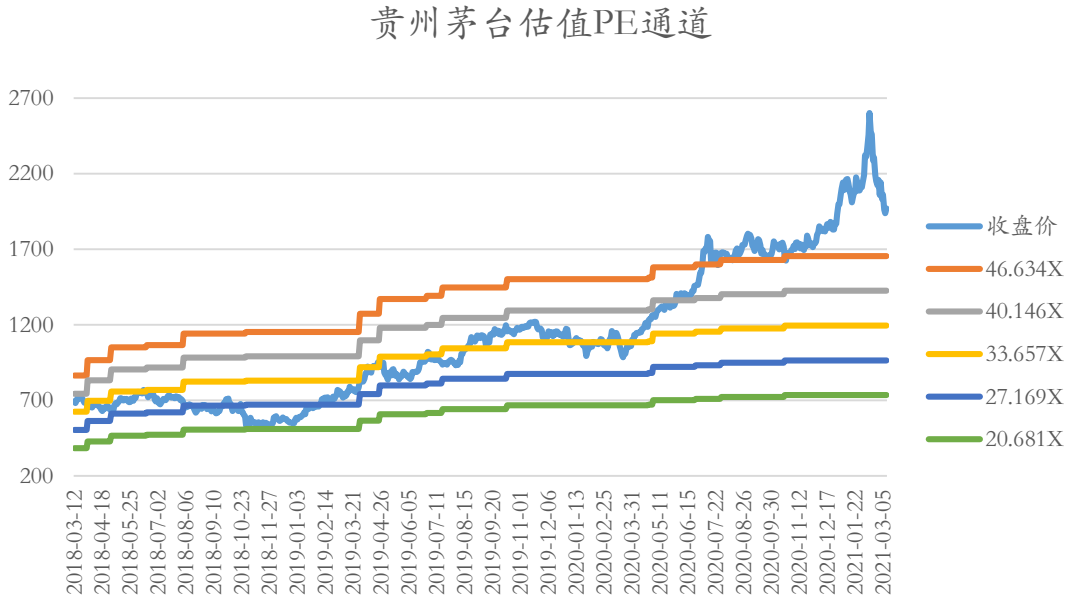
根据CAPM模型：Ke=rf+β*(E(rm)-rf)
Ke是资产i的预期回报率，rf是无风险利率。
β是[[Beta系数]]，即资产i的系统性风险。
WACC=(E/V）×Ke+（D/V）×Kd×(1-Tc)

当分子端短期没有变化时，DDM分母端Ke的核心影响变量是无风险收益率rf和市场预期收益率E(rm)。DCF的分母端WACC最大影响变量依然是无风险收益率rf和市场预期收益率E(rm)。

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.2.1 核心资产将更加重视增速的变量

- 总体来看，美国十年期国债收益率大幅提升对于A股核心资产估值是下修的，尤其是营收和利润增速较低的核心资产，在DCF或DDM模型分子端无法获得增量预期，分母端受到无风险收益率上行而变大，这类核心资产估值就会受损。而高营收和利润增速的核心资产因分子端扩张依然可以保持高估值。



贵州茅台自由现金流FCFF永续增长率Gn(%)						
WACC(%)	4.8%	4.9%	5.%	5.1%	5.2%	5.3%
6.4%	66X	69.9X	74.4X	79.5X	85.6X	92.6X
6.5%	57.2X	60.3X	63.9X	67.9X	72.6X	78.1X
6.6%	49.8X	52.3X	55.2X	58.4X	62.1X	66.4X
6.7%	43.5X	45.6X	47.9X	50.5X	53.5X	56.8X
6.8%	38.2X	39.9X	41.8X	43.9X	46.3X	49.1X
6.9%	33.7X	35.1X	36.6X	38.4X	40.3X	42.5X

贵州茅台股利永续增长率Gn(%)						
Ke(%)	5.8%	5.9%	6.0%	6.1%	6.2%	6.3%
6.8%	56.2X	62.3X	70.1X	80.3X	94.1X	114.0X
6.9%	46.7X	51.2X	56.8X	63.9X	73.2X	85.7X
7.0%	39.2X	42.6X	46.8X	51.9X	58.3X	66.7X
7.1%	33.2X	35.8X	39.0X	42.7X	47.4X	53.3X
7.2%	28.4X	30.4X	32.8X	35.6X	39.1X	43.3X
7.3%	24.4X	26.0X	27.9X	30.1X	32.7X	35.8X

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3 核心资产有望将迎来市场缓和期

近2个季度美债的急涨已经恢复到2020年3月美国疫情前水平，短期有望迎来窗口缓和期：

2000年以来，中美的十年期国债收益率驱动因素不同。

- 美国十年期国债收益率能够提前反馈未来基准利率加息幅度，主要由市场预期推动。
- 中国十年期国债收益率能够反馈未来基准利率加息幅度，很难提前反馈公开市场操作的加息幅度，在中国最先推动利率上行的力量是公开市场操作。

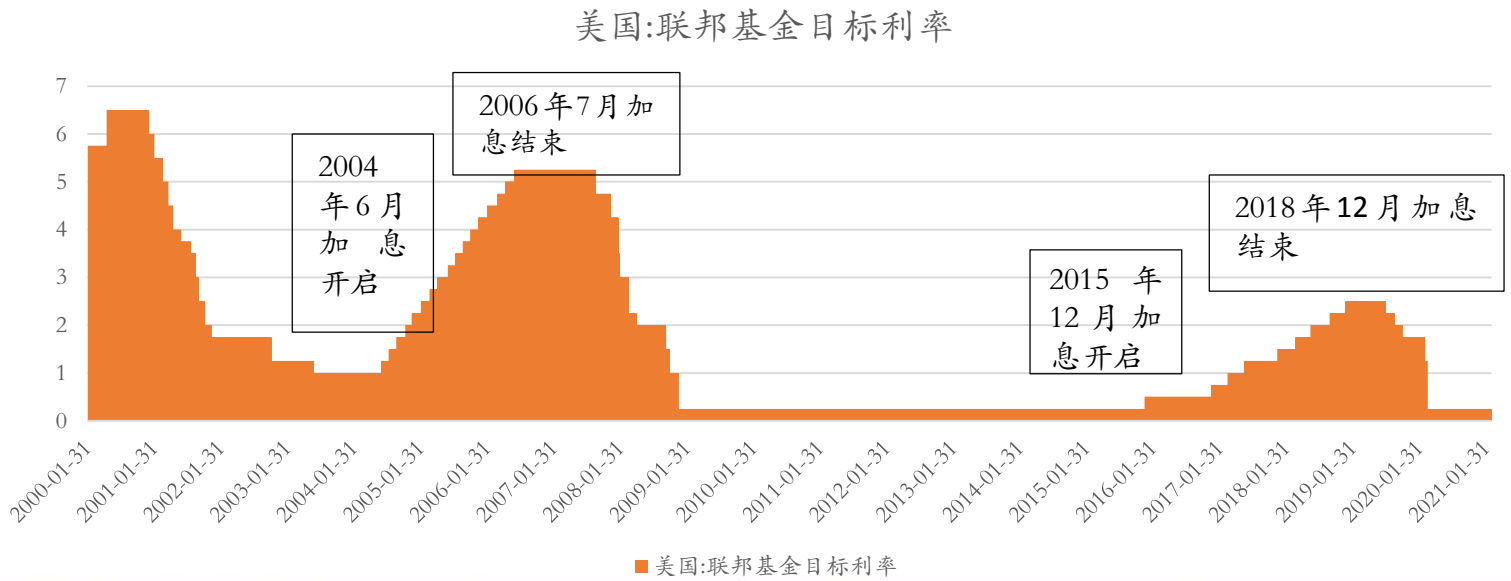
- **A、这一轮的美国十年期国债利率上行基本上到位，从低点0.8%已经升至1.7%已经上涨90bp回到疫情前水平，二季度上升空间预计最多20-30bp左右（反馈2022年度的一次加息预期）；**
- **B、美联储很难在利率大幅快速上行之后很快完成第一次的加息，一般是在利率企稳一段时间（维持6-12个月）之后，才有第一次加息操作；**
- **C、在美联储第一次加息之前（预计2022年下半年），A股市场核心资产有着估值反弹的超额收益机遇。**

核心资产之中：一方面高股息的金融板块会受益于未来的加息周期盈利提升，获得外资持续买入。另一方面，顺周期的中游制造行业会受益于经济复苏及PPI转正后的补库存周期，在盈利预期不断提升前提下获得持续的超额收益。消费股和成长股在市场企稳后，受益于下游居民消费端持续复苏，也将迎来更好配置机遇。

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3.1 美国过去20年2次加息回顾

- 1、2001-2003年的大幅降息激发了美国的房地产泡沫，20中大城市房价同比增速都进入15%高泡沫区间，需求快速上升拉动通胀和核心通胀抬头，2004年6月美联储开始从1%位置加息，在25个月时间里连续17次加息各25个基点累计425基点，直至2006年6月的5.25%.
- 2、基于2009年开始延续长达6年的QE量化宽松政策逐渐退出。2015年美国核心通胀出现持续上升态势，就业充分恢复并且失业率不断下降，美国住房价格指数全面上涨超过次贷危机时高点，并且10大和20中大成熟房价同比增速连续突破10%以上。美联储2015年12月开始从0.25%位置加息，在36个月时间里连续9次加息各25个基点累计225基点，使得利率一直上行至2.5%。



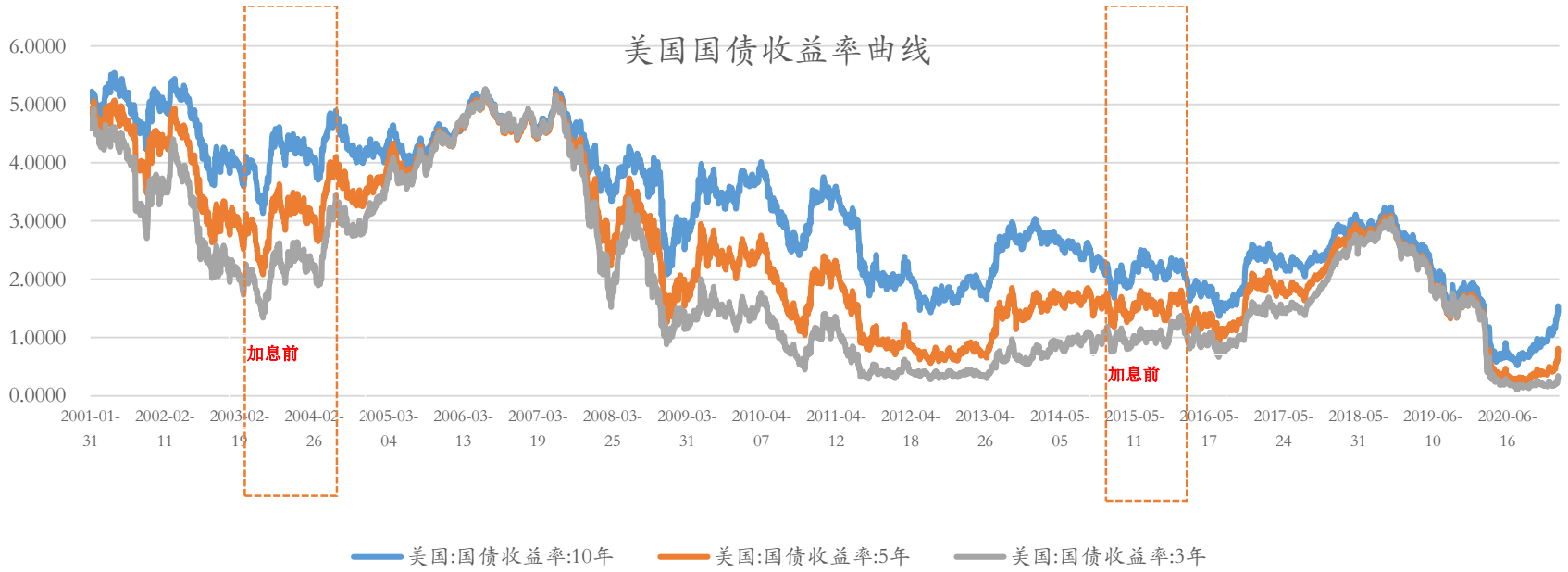
加息开启节点	加息开始前利率	持续时间	结束时点	加息结束时利率	Bp变动
2004年6月	1%	25个月	2006年7月	5.25%	425bp
2015年12月	0.25%	36个月	2018年12月	2.5%	225bp

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3.2 美联储加息前美债出现提前反馈

- 美国在过去20年两次加息前，十年期国债收益率提升基本匹配了加息后第一年实际利率上升幅度。
- 比如2004.6开始的第一年美联储实际加息175bp，2015.12后第一个年度美联储实际加息50bp，都在前一年反馈在美债中。

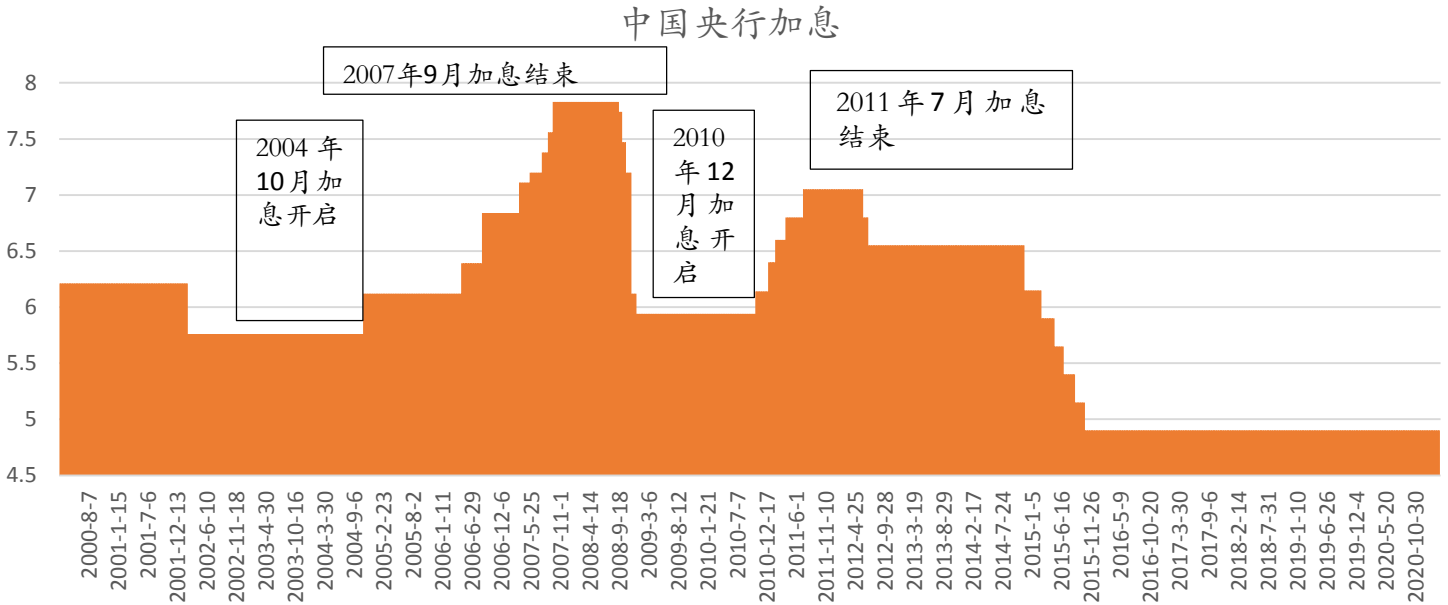
时间	描述	美国十年期国债收益率期间低点	美国十年期国债收益率期间高点	期间最大变化幅度
2003.6-2004.6	加息前一年	3.1	4.87	177bp
2004.6-2006.7	加息后阶段	4.06	5.23	117bp
2014.12-2015.12	加息前一年	1.68	2.2	54bp
2016.1-2018.12	加息后阶段	1.6	3.22	162bp



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3.3 中国央行过去20年两次加息历史

- 第一次加息：2004年末同时出现了粮食供求关系趋紧，固定资产投资增长过猛，货币信贷投放过多，煤电油运供求紧张等问题，通胀压力凸显。中央根据经济运行中出现的投资膨胀加剧、物价回升加快等新情况，在“两会”以后果断提出要紧紧把握土地、信贷两个闸门，及时加大了调控力度。当年10月开始了长达35个月加息，总共上升207bp。
- 第二次加息：2010年末加息主要是为了缓解通胀压力。当年整体价格上升压力很大，9月CPI同比上涨3.6%，环比上涨0.6%，涨幅创23个月新高。同时外汇占款持续增加，海外再次量化宽松有可能带来的持续的“热钱”流入，国内面临商品价格、粮食价格，以及有可能的资产价格攀升等等，都将推升通胀和引发较强的通胀预期，造成对国内经济增长的冲击。当年12月开始了一轮7个月加息周期，上升幅度111bp。

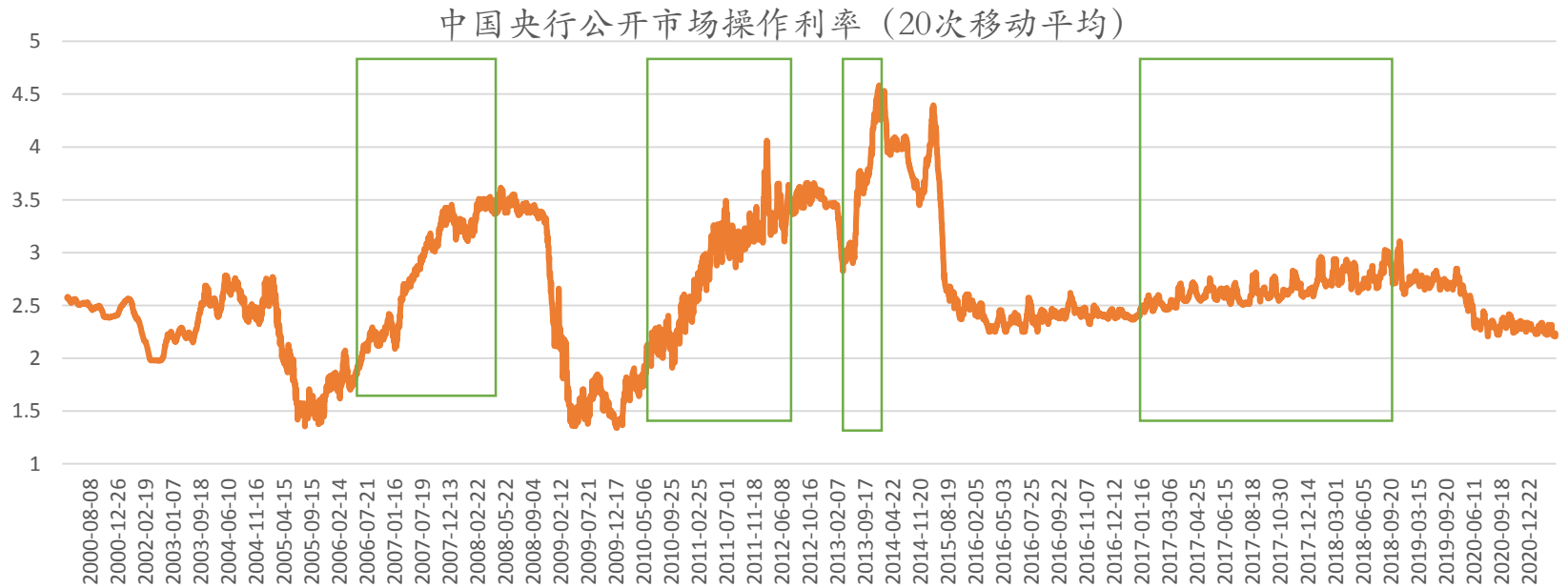


加息开启节点	加息开始前利率	持续时间	结束时点	加息结束时利率	Bp变动
2004年10月	5.76%	35个月	2007年9月	7.83%	207bp
2010年12月	5.94%	7个月	2011年7月	7.05%	111bp

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3.4 中国公开市场操作-过去20年实际存在四次加息周期

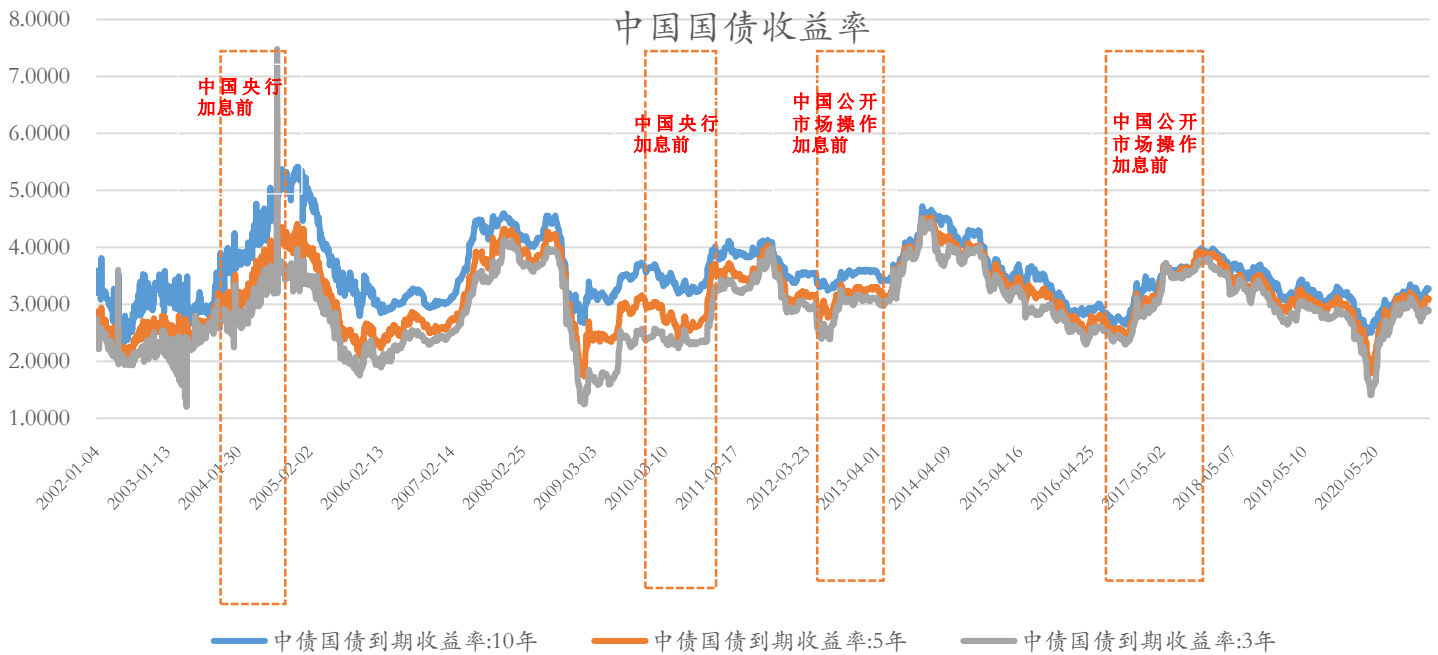
- 2005.11-2007.11，**匹配基准利率加息幅度207bp前提**，公开市场加息幅度200bp，这期间06-07大牛市也随着股债轮动债强股弱拐点而终止在2007年四季度，
- 2010.5-2012.2，**匹配基准利率加息幅度111bp前提**，公开市场加息幅度160bp。这期间伴随着欧债危机，A股全市场估值大幅下杀。
- 2013.5-2014.3，**出现一轮单独的快速公开市场加息行为，从2.9%-4.5%升息160bp**，这期间权益市场大幅下挫，蓝筹下杀幅度大于成长股，债券市场信用风险事件频发，这一轮急促的加息行为很快结束，并被2014年四季度开始的大幅降息周期替代。
- 2016年12月-2018年12月，**央行单独进行一轮平缓的公开市场操作实现了2.4%到3.05%超过65bp的升息操作**，这是近20年的第四次公开市场加息。这一轮和缓的去杠杆政策下从根本上出清了权益市场成长股的泡沫，A股也在2018年底达到过去5年的估值大底。



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.3.5 中国加息前对中债预期反馈

- 2004.10开始的基准利率加息幅度207bp，中国十年期国债在前一年已经提前反馈了加息后实际利率225bp提升幅度。
- 2010.12的加息周期前一年，十年期国债上升76bp也基本反馈了实际利率提升的111bp。
- 但2013.6和2016.12这两次公开市场操作加息前，十年期国债的反馈幅度是不足的，主要在加息后十年期国债才开始缓慢反馈。

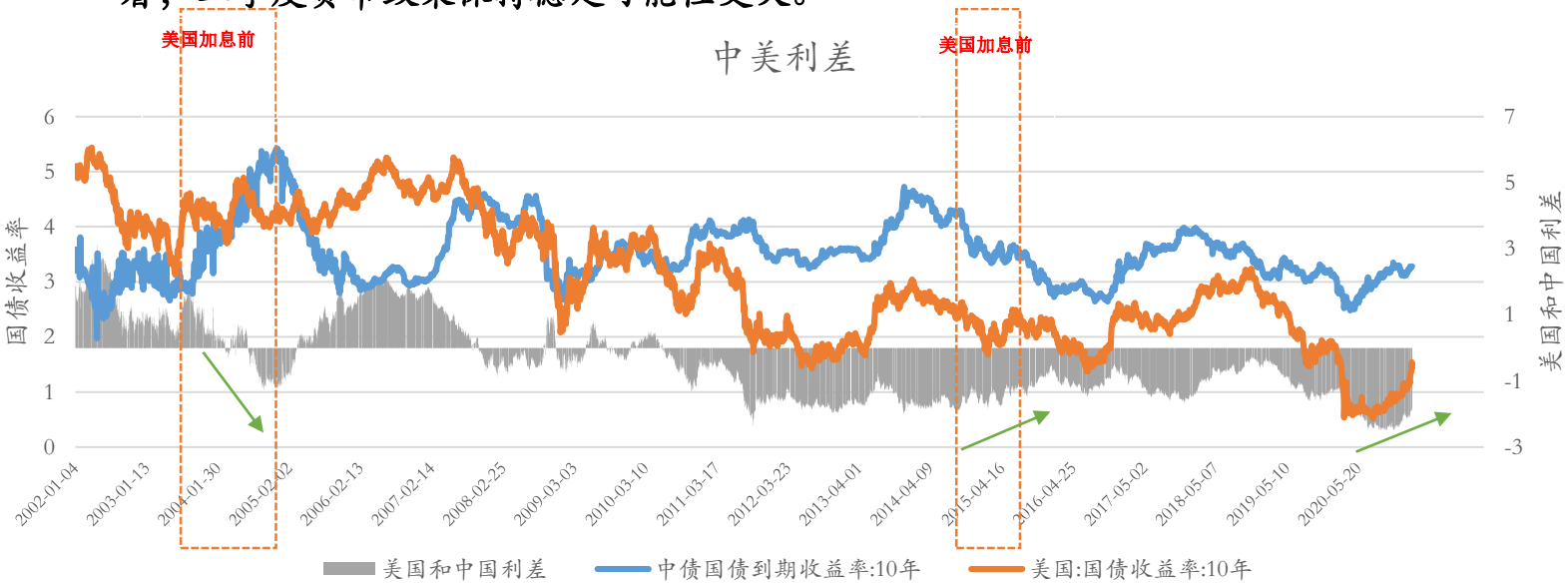


时间	描述	中国十年期国债收益率期间低点	中国十年期国债收益率期间高点	期间最大变化幅度
2003.10-2004.10	加息前一年	3.07	5.32	225bp
2004.10-2007.9	加息后阶段	3	5.3	230bp
2009.12-2010.12	加息前一年	3.17	3.95	76bp
2010.12-2011.7	加息后阶段	3.8	4.11	32bp
2012.6-2013.5	加息前一年	3.25	3.6	35bp
2013.6-2014.3	加息后阶段	3.5	4.59	109bp
2016.1-2016.11	加息前一年	2.64	2.98	34bp
2016.11-2018.12	加息后阶段	2.64	3.98	134bp

资料来源：WIND，申港证券研究所

2.4 中国货币政策的独立性：

- 从美国国债和中国国债利差角度，2004.6美国加息前出现美国和中国国债利差大幅走弱，2015.12美国加息前美国和中国国债利差大幅上升，**美国加息前利率变化没有规律性匹配到中国利率市场**。
- 2021年央行工作会议表示稳健的**货币政策要灵活精准、合理适度。**完善货币供应调控机制，保持广义货币和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配。健全市场化利率形成和传导机制，深化贷款市场报价利率改革，带动存款利率市场化。
- 3月末央行会议表示，深化金融供给侧结构性改革，引导大银行服务重心下沉，推动中小银行聚焦主责主业，增强金融市场的活力和韧性，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系。**健全市场化利率形成和传导机制，完善央行政策利率体系，继续释放改革促进降低贷款利率的潜力，优化存款利率监管，推动实际贷款利率进一步降低。总的来看，二季度货币政策保持稳定可能性更大。**





资料来源：WIND，申港证券研究所

2.7 本轮调整至今利率上行时间和空间

- 本轮美债收益率提升始于2020年10月，6个月时间提升幅度达到了94bp。
- 从绝对提升幅度来讲大于2015年加息前幅度，小于2004加息前幅度。
- **本次美债收益率提升是从历史最低位起步，目前已经达到2020年3月美国疫情前收益率水平，二季度-三季度预计向上空间在25bp左右，短期之内上升空间不大。**
- **在美国尚需足够经济复苏前提下，美国央行很难在利率大幅快速上行之时完成第一次的加息，一般是在利率高位企稳一段时间之后，才有第一次加息操作，而这一企稳周期至少需要6-12个月左右。**
- 中国央行无论从基准利率还是公开市场操作，虽然没有做出反应，但国债利率已经开始提前上升并且基本匹配美债上行幅度。

时间	描述	美国十年期国债收益率期间低点	美国十年期国债收益率期间高点	期间最大变化幅度
2003.6-2004.6	加息前一年	3.1	4.85	175bp
2004.6-2006.7	加息后阶段	4.06	5.23	117bp
2014.12-2015.12	加息前一年	1.68	2.2	54bp
2016.1-2018.12	加息后阶段	1.6	3.22	162bp
本轮调整始于2020.10	美国经济复苏超一致预期	0.76	1.7	94bp

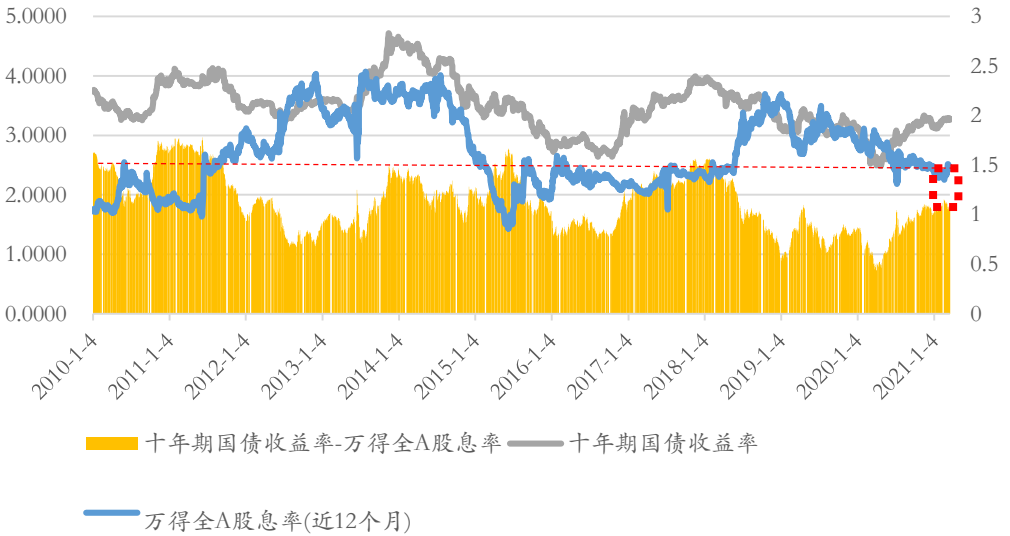
时间	描述	中国十年期国债收益率期间低点	中国十年期国债收益率期间高点	期间最大变化幅度
2003.10-2004.10	加息前一年	3.07	5.32	225bp
2004.10-2007.9	加息后阶段	3	5.3	230bp
2009.12-2010.12	加息前一年	3.17	3.71	54bp
2010.12-2011.7	加息后阶段	3.8	4.11	32bp
2012.6-2013.5	加息前一年	3.25	3.6	35bp
2013.6-2014.3	加息后阶段	3.5	4.59	109bp
2016.1-2016.11	加息前一年	2.64	2.98	34bp
2016.11-2018.12	加息后阶段	2.64	3.98	134bp
本轮调整始于2020.6	货币政策稳字当头不急转弯	2.55	3.27	72bp

资料来源：WIND，申港证券研究所

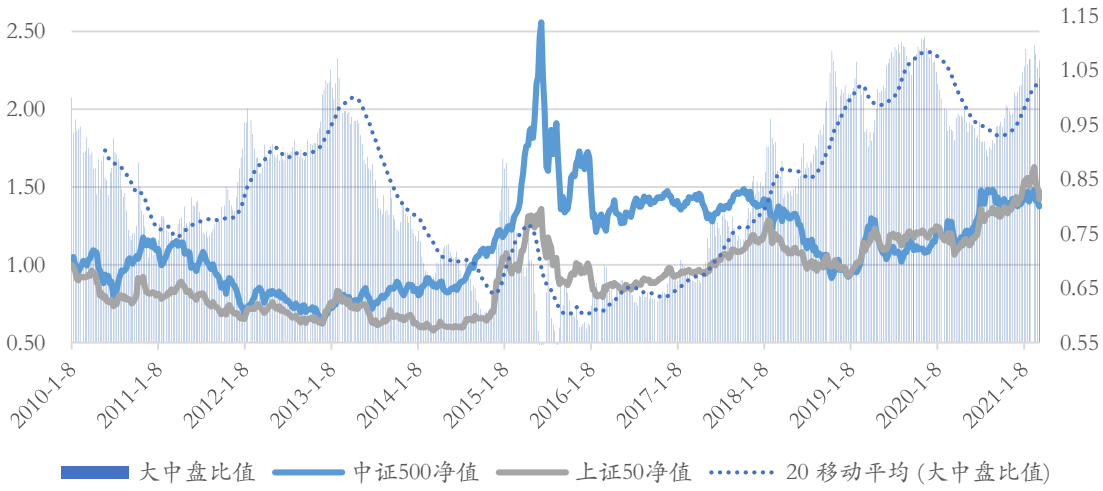
2.8 核心资产反弹逻辑

- 核心资产的反弹逻辑还包括目前所处股债轮动还有上行空间，十年期国债收益率-万得全A股息率目前为1.78%，离警戒区间2.5%还有较大距离（72bp），债强于股的配置期还未到来。
- 大小盘轮动角度，市场风格依然集聚在大盘股，大市值为代表的核心资产在反弹期有着更好的流动性，增量机构资金对于大市值偏好将是核心资产反弹强度的重要保障。

股债轮动



大小盘轮动



资料来源：WIND，申港证券研究所

2.8 核心资产反弹投资组合

在二季度海外利率因素放缓的潜在的窗口期，超跌的核心资产有望迎来反弹行情，这也将成为最值得参与的超额收益来源。

代码	名称	类别	营业收入(同比增长率)	归母净利润-扣非(同比增长率)	年初至今回撤百分比
300677.SZ	英科医疗	医疗保健	564.29	4045.04	-48.00
300999.SZ	金龙鱼	日常消费	14.16	96.36	-46.38
002475.SZ	立讯精密	信息技术	57.33	53.79	-44.80
002241.SZ	歌尔股份	信息技术	64.29	104.57	-38.79
002594.SZ	比亚迪	可选消费	11.94	324.5	-37.45
300014.SZ	亿纬锂能	工业	16.66	-25.43	-37.39
600763.SH	通策医疗	医疗保健	2.22	-2.33	-36.32
601012.SH	隆基股份	信息技术	49.08	76.35	-36.01
601100.SH	恒立液压	工业	38.86	60.24	-35.22
688111.SH	金山办公	信息技术	43.14	94.59	-35.12
002352.SZ	顺丰控股	工业	37.25	45.74	-33.96
300015.SZ	爱尔眼科	医疗保健	10.78	27.99	-33.06
603288.SH	海天味业	日常消费	15.26	20.94	-31.48
000568.SZ	泸州老窖	日常消费	1.06	26.97	-31.36
300059.SZ	东方财富	金融	118.33	145.24	-30.74
600436.SH	片仔癀	医疗保健	16.78	19.73	-30.60
600031.SH	三一重工	工业	24.20	22.16	-29.07
600309.SH	万华化学	材料	7.91	4.23	-27.93
603259.SH	药明康德	医疗保健	27.34	-3.52	-27.68
300124.SZ	汇川技术	工业	65.00	152.42	-26.63
300750.SZ	宁德时代	工业	-4.05	-13.4	-26.21

代码	名称	类别	营业收入(同比增长率)	归母净利润-扣非(同比增长率)	年初至今回撤百分比
000858.SZ	五粮液	日常消费	14.53	15.68	-25.54
002714.SZ	牧原股份	日常消费	233.79	1453.46	-25.50
002415.SZ	海康威视	信息技术	5.48	3.21	-24.23
000333.SZ	美的集团	可选消费	-1.88	0.09	-24.06
600519.SH	贵州茅台	日常消费	10.31	11.03	-23.40
300760.SZ	迈瑞医疗	医疗保健	29.76	45.31	-23.34
601888.SH	中国中免	可选消费	-2.81	-12.45	-22.38
600887.SH	伊利股份	日常消费	7.28	10.32	-22.12
600276.SH	恒瑞医药	医疗保健	14.57	17.11	-21.95
603501.SH	韦尔股份	信息技术	48.51	2471.08	-21.37
603899.SH	晨光文具	工业	7.43	4.24	-18.54
688981.SH	中芯国际-U	信息技术	30.23	0.00	-18.23
300122.SZ	智飞生物	医疗保健	44.14	38.11	-17.46
600690.SH	海尔智家	可选消费	2.78	-27.65	-17.44
000661.SZ	长春高新	医疗保健	16.31	66.25	-16.09
002271.SZ	东方雨虹	材料	16.15	55.98	-13.19
600585.SH	海螺水泥	材料	12.23	1.38	-12.82
600036.SH	招商银行	金融	7.70	5.42	-10.42
601318.SH	中国平安	金融	4.23	3.10	-10.38
000651.SZ	格力电器	可选消费	-18.80	-41.66	-7.73
600900.SH	长江电力	公用事业	12.54	16.67	-5.19

资料来源：WIND，申港证券研究所

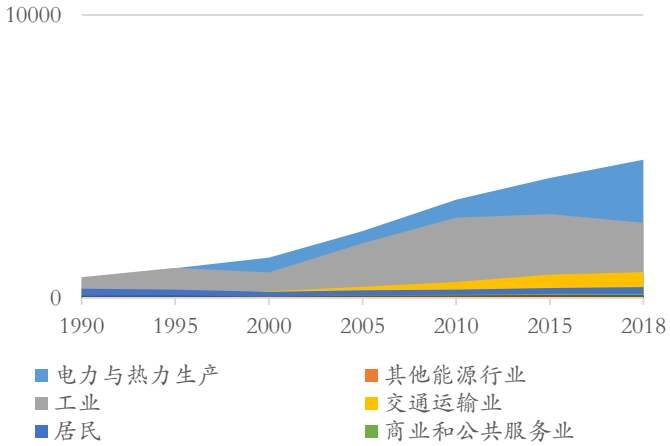
CONTENT

01. 本轮经济顺周期复苏的特点
02. 核心资产反弹超额收益
03. 碳中和主题超额收益
04. 外贸出口主题超额收益

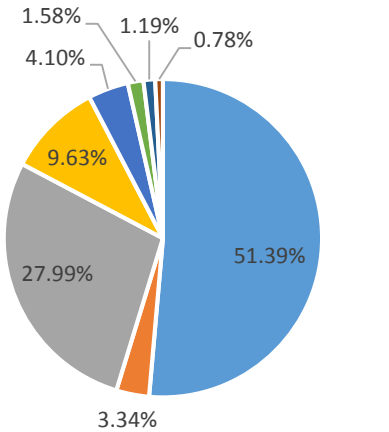
3.1 碳中和能源革命-电力生产是二氧化碳排放量的最主要来源

- 根据国际能源署（IEA）数据显示，电力与热力生产是当前中国二氧化碳排放的最主要来源。2018年，电力与热力生产中产生的二氧化碳占当年排放量的51%。且相对于目前发达国家1%-2%的经济增速，**中国经济预期在未来仍将保持较高的增长速度（5%以上），因此全社会对电力的需求仍然有较大的增长空间。**
- 碳中和进程将进一步提升中国的电气化率。相比化石能源可以直接燃烧，非化石能源必须通过二次能源作为媒介方才被利用，因此，对清洁可再生能源使用水平的提高必将进一步提升电气化。《中国2060年前碳中和研究报告》（简称《报告》）指出，能源生产减排量中80%以上来自电力生产。**预计到2060年，全社会用电量17万亿千瓦时，实现全社会2/3能源消费为电能。**
- IEA数据显示，中国电力产出效率逐年提高，化石燃料占比在近年来有显著下降。

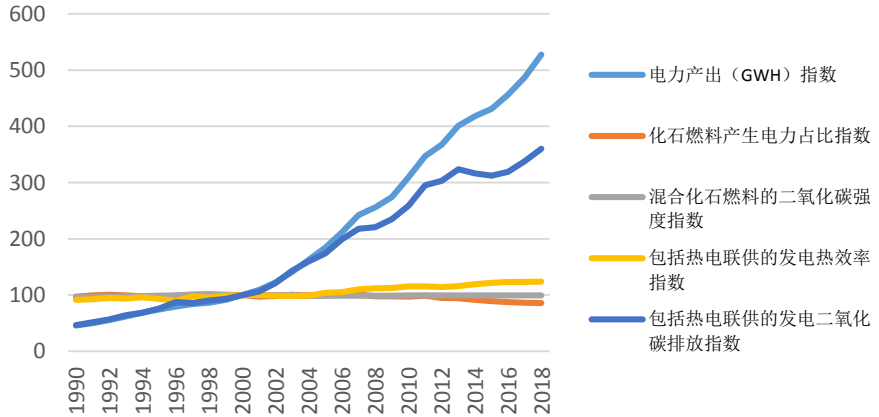
二氧化碳排放量行业来源（百万吨）



2018年二氧化碳排放量行业占比



中国电力行业二氧化碳排放指数Index (2000=100)

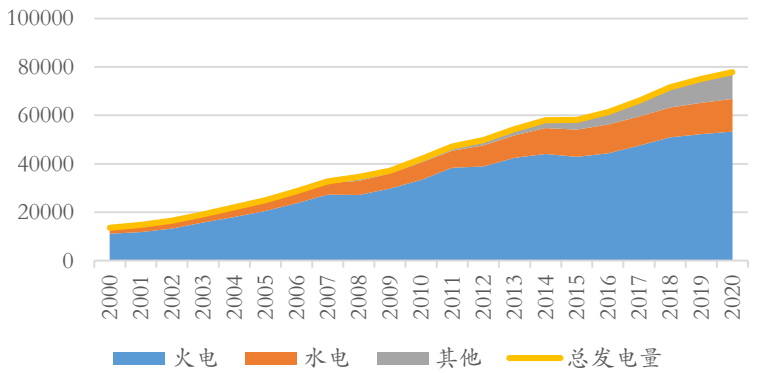


资料来源：IEA，IMF,全球能源互联网发展合作组织，申港证券研究所

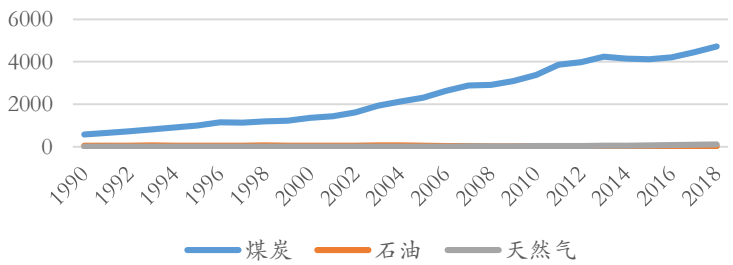
3.1.1 中国以火电为主的发电结构

- **中国目前的发电结构以火电为主**：2020年，中国总发电量77791千瓦时，其中，火电占比69%，水电17%，其它能源14%。
- **火电中煤炭为最主要燃料**：基于中国多煤、贫油、少气的能源结构特征，煤炭是火电的主要燃料，同时也是二氧化碳排放的主要来源。根据IEA数据显示，2018年，电力与热力生产行业，由煤炭产生排放的C02共计4727百万吨，约占电力生产行业CO2排放量的97%。全社会由煤炭产生的CO2约7612百万吨，约占全社会CO2排放量的80%。
- **因此，改革当前以煤炭为原料的火力发电结构，是推动电气化、清洁化，实现低碳减排的必经之路。根据清华大学气候变化与可持续发展研究院的测算，实现碳中和的目标，2050年中国非化石电量占总电量约90%，煤炭比例将降至10%以下，电力占终端能源总消费55%。**通过与当前数据对比，可以看出，实现碳中和目标的道路将十分艰巨。

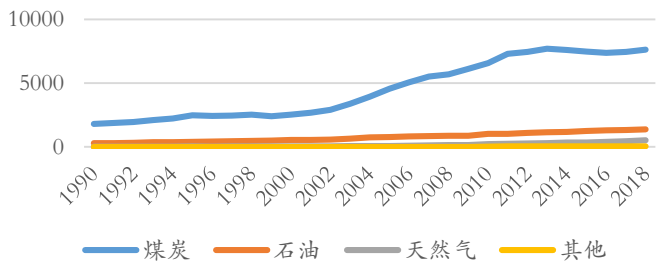
中国电产量（单位：亿千瓦时）



电力与热力生产行业CO2排放（以能源来源分类）
（单位：百万吨）



全社会CO2排放（以能源来源分类）
（单位：百万吨）

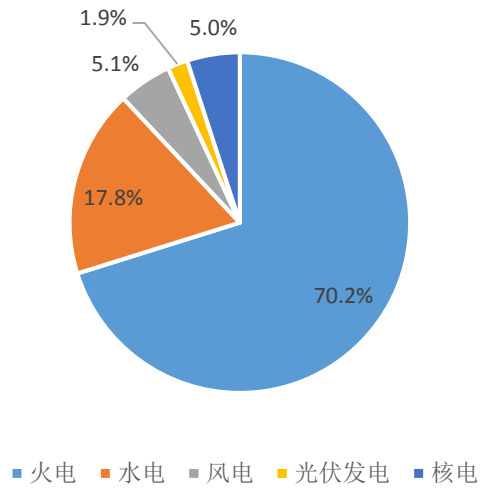


资料来源：IEA，WIND,申港证券研究所

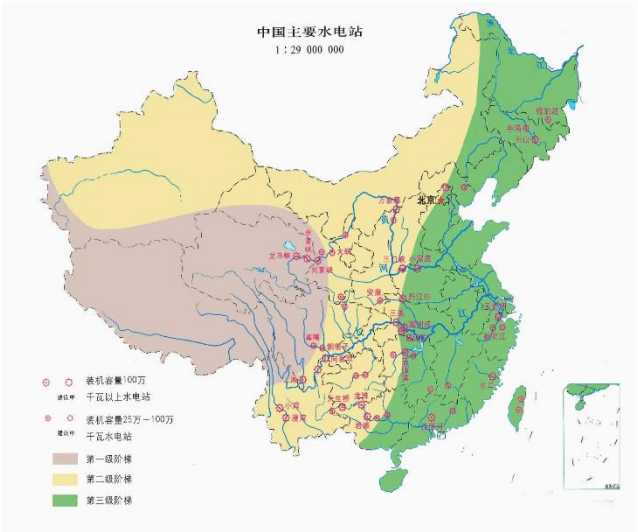
3.1.2电力行业清洁能源的主要形式——水电、核电增量空间有限

- **水电、核电、光伏、风电是当前中国清洁能源的主要形式。**加大对清洁能源的开发投入，是改变当前“一煤独大”局面的重要手段。根据测算到2060年，我国能源系统需要累计投资122万亿元，带动整体投资规模超过410亿万元，对GDP增长的贡献率超过2%；实现清洁能源供应量从目前的30%提高至90%。
- **水电增量空间有限**：水电是我国当前最主要的可再生能源，发电成本低、维护和运营成本低，可按需供电的优势，发挥着重要的电网安全保障工作。但由于中国目前的主要水电资源开发过半，未开发区主要位于我国西南部雅鲁藏布江流域，开发难度大的问题，且对生态影响较大，因此，预计水电增速放缓，未来增量空间有限。
- **核电长期保持稳定增长**：2020年，核电在总发电量中的比例为5%，现阶段，中国新增装机主要集中在原理城市的沿海或海岛区域，尽管中国核电在发电结构中占比与欧盟（2019年四季度，核电在欧盟电力结构中占比25%）相比仍有上升空间，但考虑到核电的安全性问题、核废料处理的污染问题以及中国铀资源稀缺的问题，核电将长期保持稳定增长，但难以成为碳中和背景下的主要电力来源。

2020年发电结构



中国水电站分布图



中国核电站分布图

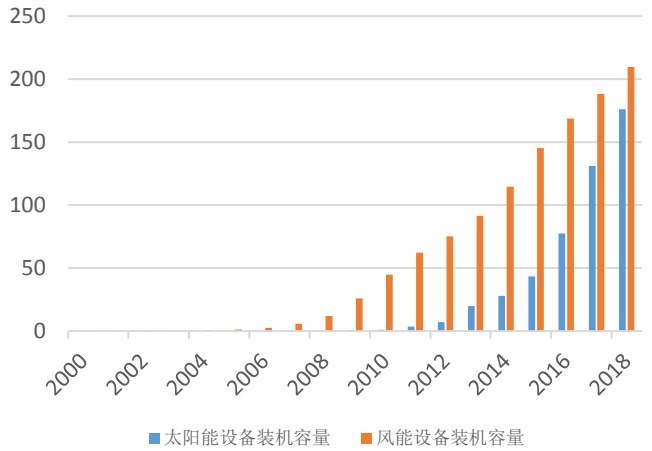


资料来源：国家统计局，WIND,申港证券研究所

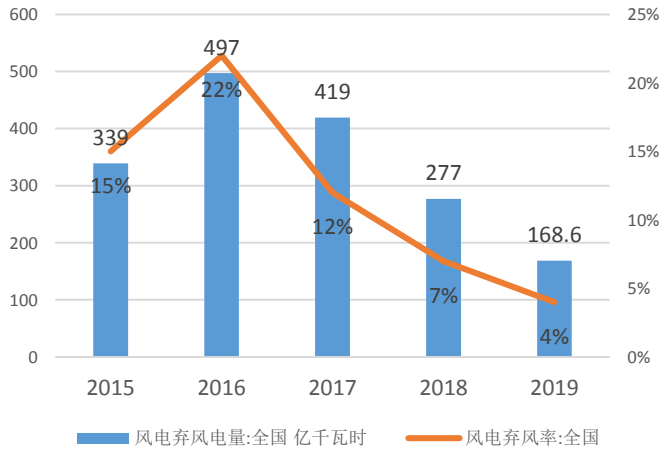
3.1.3 全面提速太阳能开发，集约高效发展风电

- **光伏发电：**利用半导体界面的光生伏特效应而将光能直接转变为电能的一种技术。光伏发电有点显著，无枯竭风险，安全可靠无污染排放，不受资源分布地域的限制，且建设周期较短；但是存在照射的能量分布密度小、占用面积大，气象影响显著，当前发电成本高，光伏板制造过程不环保的问题。**预计2060年光伏发电的平均度电成本将降至0.07元/千瓦时（当前火力发电的度电成本约为0.3元/千瓦时）**。因此，从成本看，光伏发电在未来用电市场拥有显著竞争力。
- **风电：**风能资源取决于风能密度和可利用的风能年累计小时数。风能设施多为不立体设施，可较大程度上保护陆地生态；但同时会干扰鸟类，目前的解决方案是离岸发电，但离岸发电价格高效率高；此外，风力的间歇性，季节性，以及因此产生的储能技术问题亟待解决。**预计2060年，陆上风电、海上风电平均度电成本分别降至0.15、0.3元/千瓦时。**
- 从2010年开始，中国光伏、风电装机量大幅增长。但是，“弃风弃光”率高，空间错配问题（风光资源丰富的地区和高用电需求地区错配）亟需从技术层面、制度层面突围。

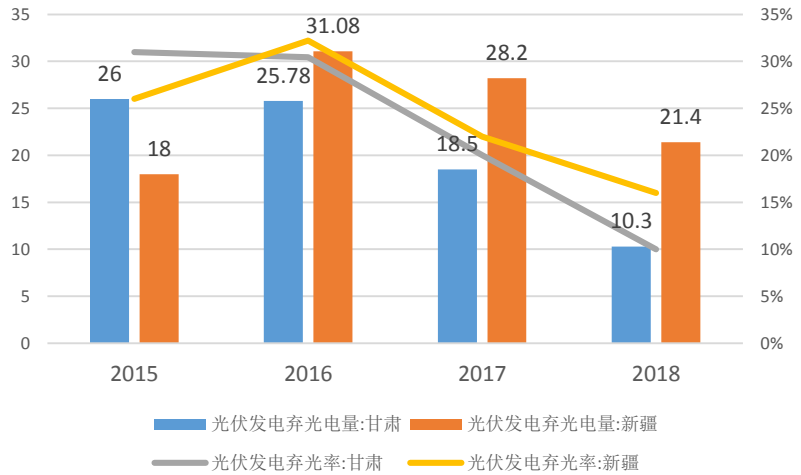
中国光伏、风电装机量（单位：GW)



中国弃风情况



光伏发电弃光情况（电量单位：亿千瓦时）



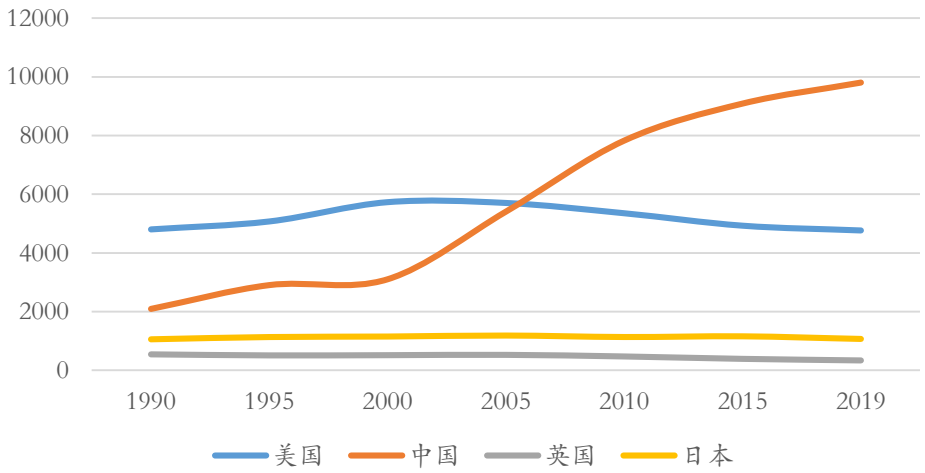
资料来源：WIND,北极星电力网，全球能源互联网发展合作组织，WIND,申港证券研究所

3.2 清洁能源提升空间测算

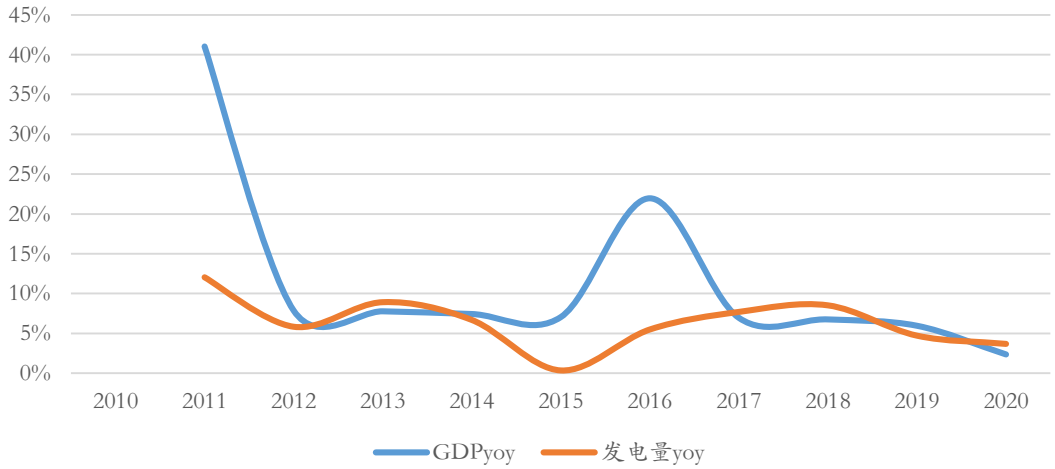
2030“碳达峰”：相较于英国、德国20世纪70年代初，美国2007年，日本2013年碳排放量达到峰值，中国仍处于相对快速发展时期，减排任务艰巨。为了保证经济的持续稳定增长以及当前技术发展现状，在2030年“碳达峰”以前，在经济发展和减排要求的双向作用下，我们保守估计：

- **火电占比缓慢下降；考虑核电与风电增量空间的有限性，基于2020年数据，我们估计，核电、水电各占比5%，风电、光伏分别按照2：1、1：1、1：1.5的三种情况进行讨论。**
- 社会总发电量与GDP增速同步：从2017年起，我国GDPyoy与发电量yoy有较高的一致性。到2035年之前中国可以继续实现年均5%-6%的增长。**因此我们预计，发电量在2020-2030年维持5%的年均增长速度。**

中、美、英、日碳排放量（单位：百万吨）



2010-2020年GDP与发电量增速比较



资料来源：IEA，全球能源互联网发展合作组织，WIND,申港证券研究所

3.2 清洁能源提升空间测算（续）

- 在我们的假设下，测算结果如下表所示。1）在发电量yoy+5%的情况下，2025E总发电量为9.93万亿千瓦时，2030E12.67千瓦时。2）在不同的占比结构下：第一种结构延续了2020年的风光电比值，但是预计第一种概率较低，因为预期光伏发电会有更明显的成本优势，且近年来，光伏发电增长迅速，风光发电量的差距预期会减小；预计第三种概率也较低，尽管风电增速预计不如光伏增速，但是在2020-2025年，增长趋势稳定；**我们认为第二种结构的概率可能性较高，在2020-2030年，光伏风电齐头并进。到2025E,光伏年复合增速122%，风电84%；到2030E，光伏与风电年复合增速77%。**

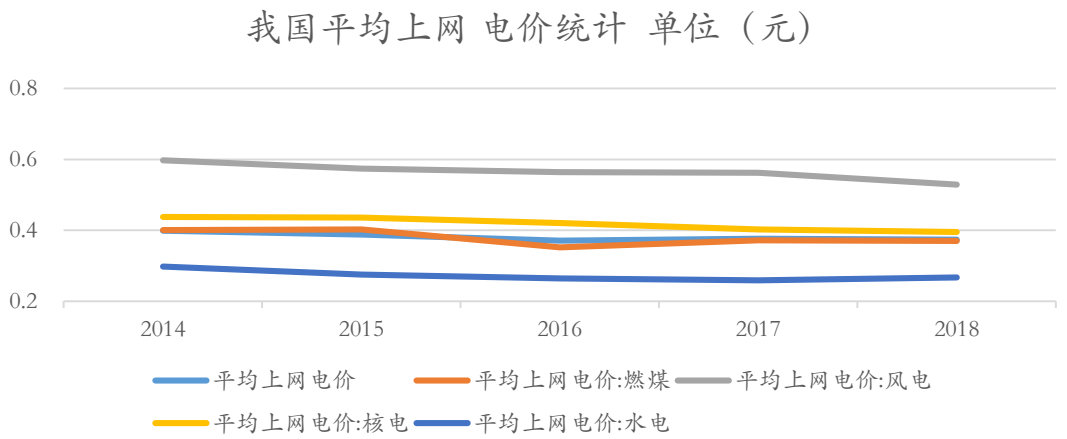
年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2025E	2030E
总发电量(万亿千瓦时)	4.21	4.71	4.99	5.43	5.79	5.81	6.13	6.60	7.17	7.50	7.78	9.93	12.67
发电量yoy		12.02%	5.83%	8.90%	6.68%	0.35%	5.48%	7.68%	8.50%	4.71%	3.67%	5.00%	5.00%
yoy结构增速													
火电		15.06%	1.54%	9.10%	3.60%	-2.63%	3.57%	7.16%	7.19%	2.43%	2.11%	2.00%	2.00%
水电		-3.22%	24.77%	5.53%	16.58%	5.35%	4.76%	1.17%	2.83%	5.90%	3.89%	3.00%	4.00%
风电		69.74%	26.52%	33.07%	10.19%	18.55%	28.16%	26.36%	17.58%	9.77%	16.48%	25.00%	20.00%
光伏发电								68.56%	39.97%	34.54%	20.22%	30.00%	25.00%
核电		16.34%	12.23%	13.05%	18.13%	30.21%	30.58%	17.58%	11.96%	25.73%	9.10%	10.00%	12.00%
发电结构合计		12.47%	5.58%	8.98%	6.25%	0.06%	5.91%	7.38%	7.30%	4.69%	3.71%	5.00%	5.00%

结构		占比(风电：光伏=2：1)			占比(风电：光伏=1：1)			占比(风电：光伏=1：1.5)		
年份	2020		2025E	2030E		2025E	2030E		2025E	2030E
火电（万亿千瓦时）	5.33	66%	6.55	**8.36**	66%	6.55	**8.36**	66%	6.55	**8.36**
水电（万亿千瓦时）	1.36	18%	1.79	**2.28**	18%	1.79	**2.28**	18%	1.79	**2.28**
风电（万亿千瓦时）	0.39	7%	0.73	**0.93**	5%	0.55	**0.70**	4%	0.44	**0.56**
光伏发电（万亿千瓦时	0.15	4%	0.36	**0.46**	5%	0.55	**0.70**	7%	0.66	**0.84**
核电（万亿千瓦时）	0.38	5%	0.50	**0.63**	5%	0.50	**0.63**	5%	0.50	**0.63**
光伏年增量（GWH）			43698.84	20115.32		80102.50	30172.98		101944.69	36207.58
光伏年复合增速			108%	77%		122%	77%		128%	77%
风电增量（GWH）			68598.26	40230.64		32194.605	30172.98		10352.41	24138.38
风电年复合增速			98%	77%		84%	77%		67%	77%

资料来源：北极星电力网，全球能源互联网发展合作组织， WIND,申港证券研究所

3.3 火电单位减排费用预估

- 根据机构研究统计，已知二氧化碳边际减排成本在250-400元左右。乐观估计，假设二氧化碳减排成本为258元/吨。
- 根据公开资料显示，我们参照华能国际2020年度报告的火电的二氧化碳排放数据，计算传统火力电力的单位减排成本。
- 计算得，燃煤产生的二氧化碳减排成本为0.2元/千瓦时，然而我国平均上网电价约0.4元/千瓦时。**因此，在电价维持稳定的情况下，对传统火电的减排会大大压缩利润空间，倒逼传统燃煤火电退出市场。**
- 而这需要碳交易市场的约束：2020年一季度北京在73.1-87元/吨，重庆同年5月折合价5.576元/吨。据《2020年中国碳价调查报告》预计，2030年有望达到93元/吨，但是仍远低于测算的单位减排费用，因此难以有约束力。



表：单位减排成本

口径/技术信息	减排成本
《中国2060年前碳中和研究报告》	全社会边际减排成本为258元 / 吨二氧化碳
碳排放交易网	CCS成本分解，包括捕集成本（300元）、管道运输成本（80-12元/吨/100公里）、地质封存成本（5-10元/吨）、驱油成本（10-15元/吨），合计约420元。
MIT 电振荡吸附"新技术	可在低二氧化碳浓度下捕捉，50美元（人民币约325元）/吨二氧化碳

表：华能国际平均单位火电产生的污染物排放（单位：g/度）

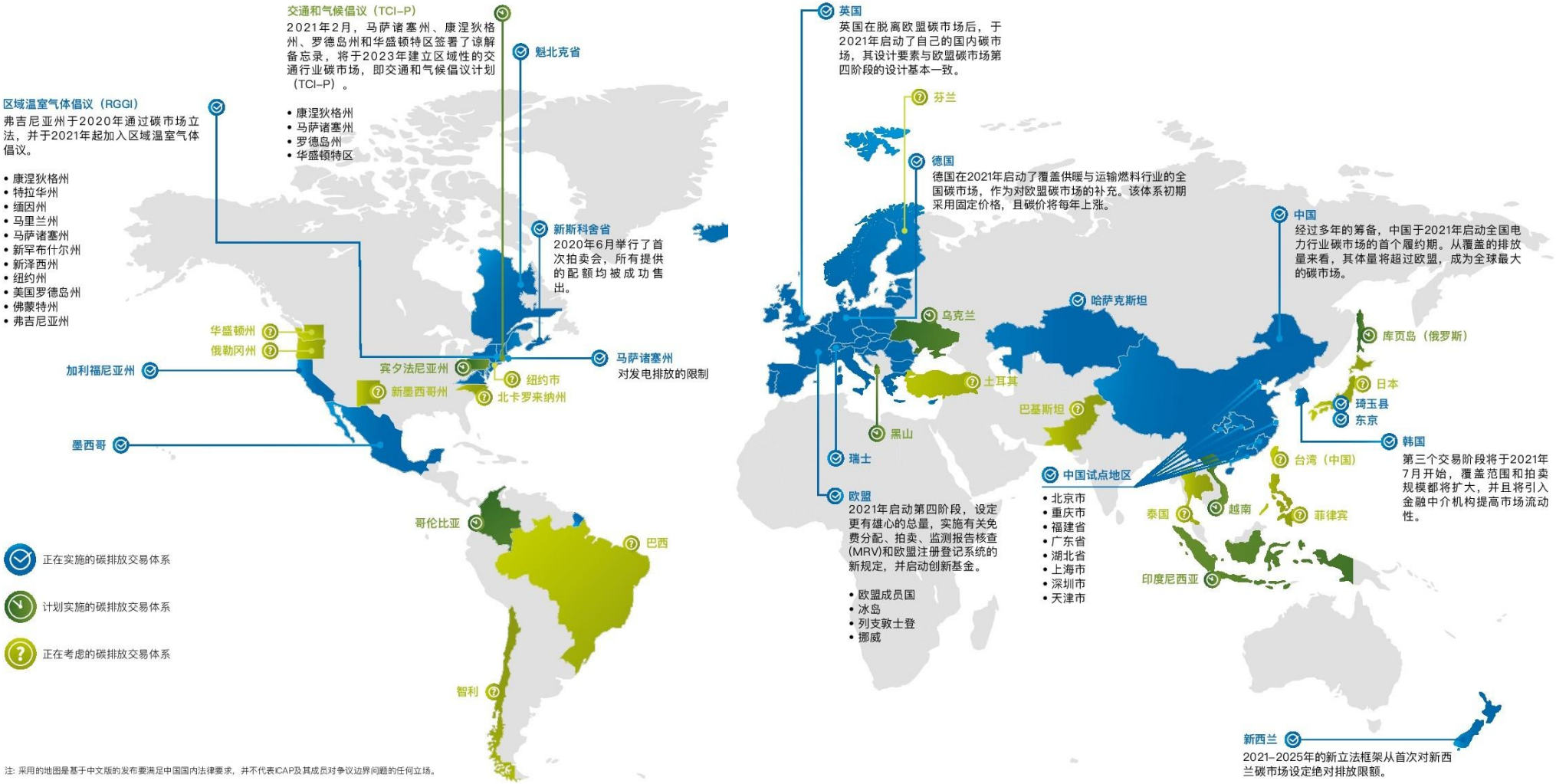
	温室气体 CO2当量	SO2	NOX	烟尘	污水	有害固废
燃煤	774.47	0.08	0.17	0.01	68.89	0.02
燃气	343.83	0.00	0.11	0.01	58.92	0.0003
生物质	0	0.44	0.72	0.07	124.07	0

表：单位火电减排费用预估

	燃煤	燃气	生物质
温室气体CO2当量（g/kwh）	774.47	343.83	0.00
减排成本（元/吨 CO2）	258		
传统火力电力减排单位成本（元/kwh）	0.20	0.09	0.00
每吨CO2 排放权的价值（元/吨CO2）	≈50		
燃煤平均上网电价（元/千瓦时）	0.35-0.40		

资料来源：中国坛论谈、碳排放交易网、华能国际、全球能源互联网发展合作组织，WIND,申港证券研究所

3.4 国际碳交易市场发展

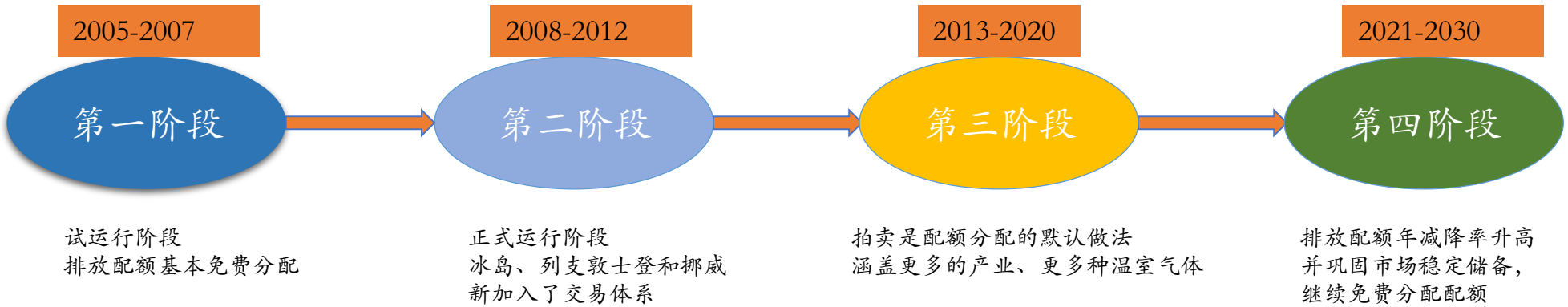


注：采用的地图是基于中文版的发布要满足中国国内法律要求，并不代表ICAP及其成员对争议边界问题的任何立场。

资料来源：WIND，申港证券研究所

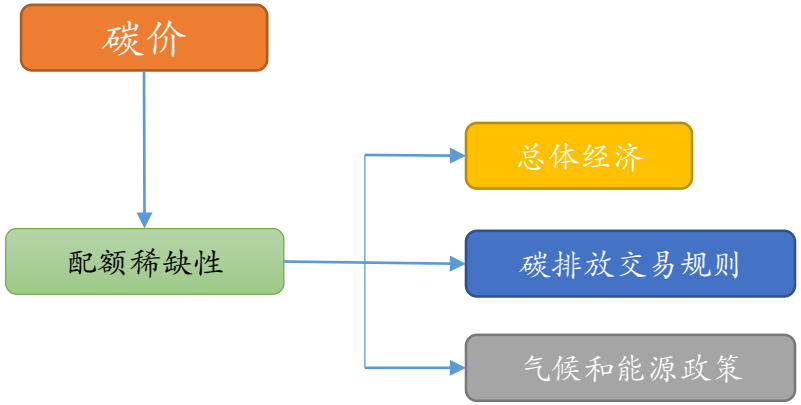
3.4.1 国际碳交易市场发展

- 欧盟于2005年1月开始运行欧盟碳交易市场，它管理着31个国家的11000多家发电厂和工厂，以及600多条往返欧盟成员国的航班，覆盖了欧盟约38%的温室气体排放量，其碳交易总量占世界交易总量的75%以上，是目前世界上最大最活跃的碳交易市场。
- **欧盟碳交易市场于2005年起步，目前已经历了三个阶段：**



资料来源：WIND，申港证券研究所

3.4.2 碳价影响因素

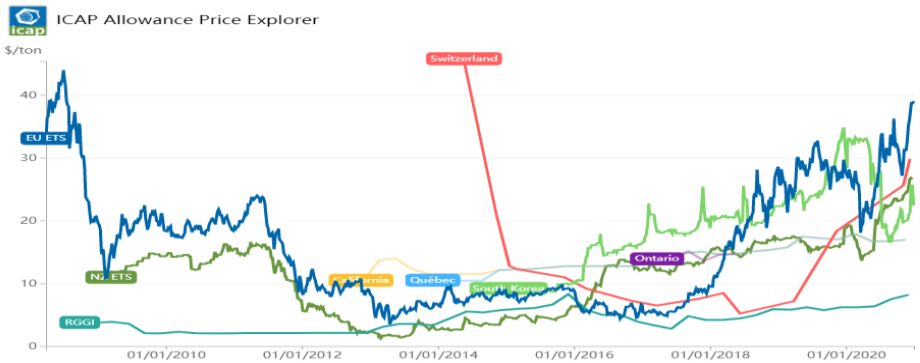


配额分配与管理

- **配额分配是碳交易制度的核心，为碳市场和碳价的形成提供了基本条件。**
- **试点碳市场运行显示配额总量、分配方法、拍卖定价、发放方式、调节措施等都对碳价产生了直接影响。**配额发放及其存储和借用方式会影响企业每年履约和上缴配额的灵活度，从而影响配额交易的活跃度和价格。

经济周期

- **宏观经济形势决定控排企业的实际排放量，进而决定对配额的需求，因此经济因素是影响碳排放权交易价格的重要因素。**经济下行、产能过剩、结构调整等致使试点地区纳入的控排企业产量下降、排放减少，造成原本就宽松的配额总量进一步过剩，加剧碳价下跌。



交易制度

- **交易制度包括交易平台、交易方式、交易规则等组成部分。**不同试点规定了不同的交易制度，形成了独立、分割的市场和碳价格。交易方式分为场内公开挂牌交易和协议转让两类，协议转让价格明显低于公开交易。
- 交易所众多、地方保护倾向以及非连续机制交易等因素稀释了流动性，降低了市场主体的参与意愿，难以形成活跃有效、价格发现充分的碳交易市场。

减排成本

- **理论上，碳价格是由配额供给和需求相互影响形成的均衡价格，等于企业的边际减排成本，实际成交价格将围绕此均衡价格波动。**随着碳市场的推进，企业减排空间减小、减排成本提高，碳价格逐渐上升。

资料来源：WIND，申港证券研究所

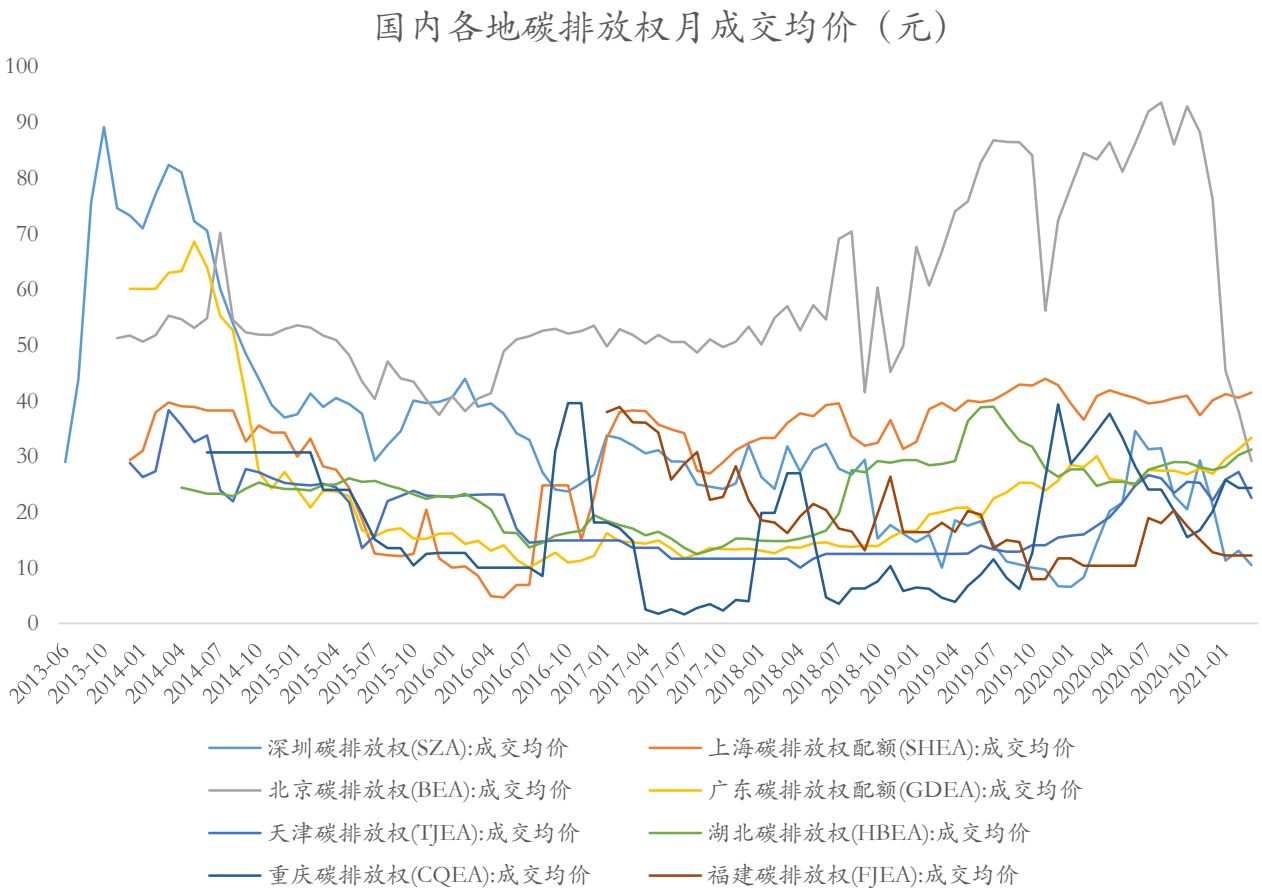
3.4.3 欧盟市场碳价走向



- **欧盟碳价经历多次暴跌，现碳价已突破历史最高水平。**
- 2006年欧盟发布《2005年排放报告》显示配额存在大量剩余，欧盟碳价暴跌。
- 同年下半年欧盟明确第一阶段配额不能在第二阶段使用，碳价再次暴跌，价格近乎为0。
- 2008年经历了全球金融危机，碳价大幅下跌。
- 2011年受欧债危机的影响，碳价再次出现大幅度下跌。
- 到第二阶段结束时，市场有近20亿过剩配额，这些配额被存入了第三阶段。
- 从2019年1月开始，欧盟市场稳定保留机制每年将减少24%的超额碳排放配额，直至2023年，此后欧盟减少配额竞拍量，促使碳价快速回升。
- 2020年受疫情影响，导致碳价再次出现暴跌。
- **目前由于收紧了碳配额发放和制定了更高的自愿减排贡献目标，促使碳价逐步攀升。2021年3月在能源和股市的支撑下，碳排放价格攀升至42欧元以上，海外对冲基金预计2021年EUAs将高达100欧元/吨。**

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.5 中国碳权市场需要统一配额，才可逐步改良能源结构



过去国内市场成交量小，交易间断时常发生。交易分散，价格分化，流动性低，竞争不充分，交易主体的市场参与度不高。

2021年，作为碳中和的重要抓手，全国碳排放权交易市场(以下简称“全国碳市场”)正在冲刺最后一公里，有望今年6月底上线。

在国家碳达峰、碳中和目标下，碳市场需要成为国家减排的主力。为此，需要实现以下两点：

□ 第一，国家主管部门需要设定减排目标。

只有设定细化目标，才能把碳减排任务有效分解到具体的行业，通过碳市场的整体配额设定来努力达成目标。但目前，相关部门向碳市场传递的信息不够准确，如果不能及时调整，全国碳市场所要达到的预期值可能会打折扣。

□ 第二，价格的传递机制需要形成。

价格信号能准确地反映市场排放供需状况，是排放交易体系有效配置环境资源的前提。排放权的价格要能有效传递给钢铁、造纸、冶炼等高排放企业，并影响其生产决策、技术路线和研发方向，企业如果不采取减排措施，就需要承担更多的碳成本。但是目前，价格传递机制还没有效传递到企业。

资料来源：WIND，申港证券研究所

3.6 碳中和能源革命投资组合

碳中和将会引领一场影响深远的能源产业革命，在传统火力发电优质企业中将会出现平衡节能与盈利共存的龙头公司，传统发电的水电、热电将是稳态提升的清洁能源。新能源发电中的核电、风电、光伏还有巨大广阔的市场空间，新能源电力企业的巨额碳减排能力也将在碳权市场建立后获得充足的无形资产提升。

类别	证券代码	证券简称	归母-扣除非经常损益(同比增长率)	营业收入(同比增长率)	市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益)	总市值(亿元)
传统优质火力发电企业	600027.SH	华电国际	31.78	-5.40	8.20	345.20
	600023.SH	浙能电力	40.86	-6.96	8.83	503.23
	000543.SZ	皖能电力	30.88	4.10	10.29	101.10
	000600.SZ	建投能源	82.97	-2.77	10.73	106.60
	002608.SZ	江苏国信	24.19	2.38	12.32	267.87
	600642.SH	申能股份	19.36	-51.33	12.74	284.90
	600863.SH	内蒙华电	-2.86	7.67	13.82	146.96
	600578.SH	京能电力	14.59	7.10	14.85	219.03
	600011.SH	华能国际	463.72	-2.39	15.60	686.01
稳态提升的水电	002039.SZ	黔源电力	55.62	21.90	10.99	48.16
	000883.SZ	湖北能源	65.85	4.64	13.97	335.78
	600886.SH	国投电力	7.74	-7.97	14.92	679.17
	000791.SZ	甘肃电投	5.61	-0.12	15.24	66.89
	600674.SH	川投能源	-0.14	12.56	18.18	530.02
	600900.SH	长江电力	16.67	12.54	19.74	4,737.13
	600995.SH	文山电力	-39.12	-14.55	19.86	35.99
	600025.SH	华能水电	-16.83	-9.74	20.14	990.00

类别	证券代码	证券简称	归母-扣除非经常损益(同比增长率)	营业收入(同比增长率)	市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益)	总市值(亿元
减排助手热电	002015.SZ	协鑫能科	166.18	4.47	19.45	124.29
	600167.SH	联美控股	11.20	22.14	14.74	241.63
	600982.SH	宁波能源	169.07	35.37	33.99	43.15
广阔天空的新能源发电（核电、风电、光伏）	000690.SZ	宝新能源	132.93	27.24	8.92	151.44
	000875.SZ	吉电股份	116.86	9.70	53.65	103.02
	600163.SH	中闽能源	108.56	46.79	36.27	87.84
	603693.SH	江苏新能	83.15	10.20	20.79	83.74
	003035.SZ	南网能源	76.26	35.66	143.90	490.91
	002616.SZ	长青集团	39.85	17.71	16.13	57.57
	601985.SH	中国核电	30.83	9.02	17.29	956.59
	603105.SH	芯能科技	30.80	20.77	208.94	42.00
	601016.SH	节能风电	7.80	7.23	38.96	235.61
	000591.SZ	太阳能	7.50	2.72	21.76	220.12
	003816.SZ	中国广核	3.54	15.95	15.24	1,434.16

资料来源：WIND，申港证券研究所

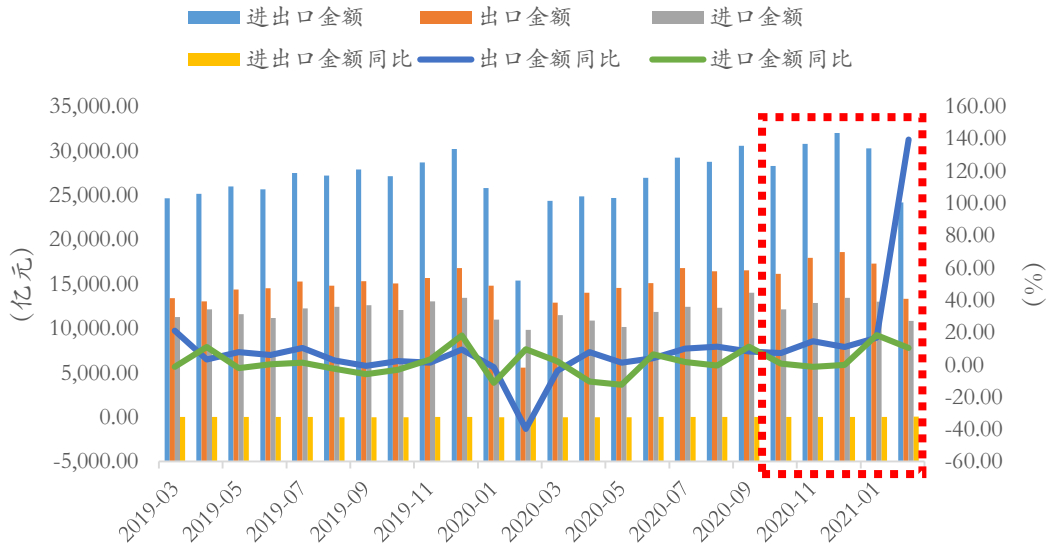
CONTENT

01. 本轮经济顺周期复苏的特点
02. 核心资产反弹超额收益
03. 碳中和主题超额收益
04. 外贸出口主题超额收益

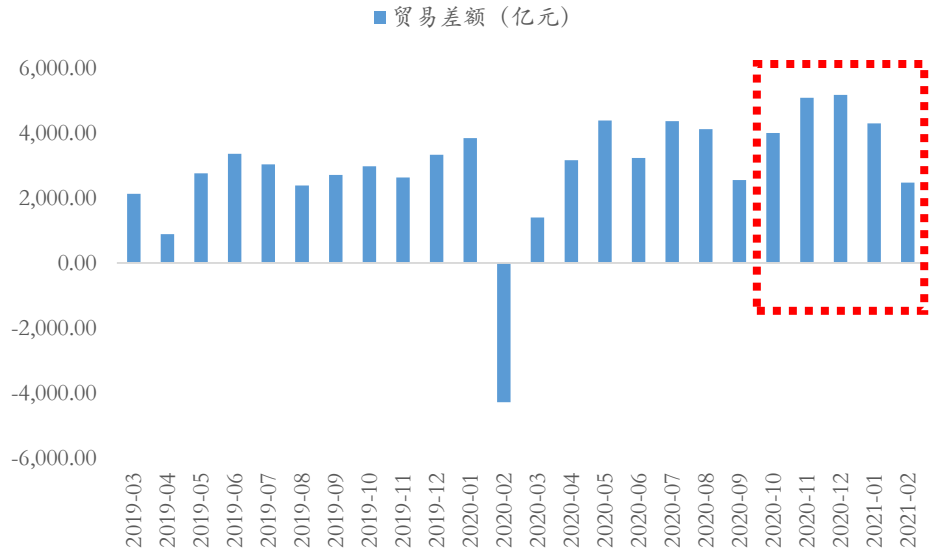
4.1 中国对外贸易发展总体情况

- 2020年四季度，中国进出口贸易总额为12.15万亿元同比增速6.8%，其中，出口8.33万亿元同比增速10.2%，进口6.22万亿元同比增速2.5%，贸易顺差2.10万亿元同比增加44.2%。
- 2021年1-2月份统计过去两年复合增长率，货物进出口总额54418亿元，同比增长32.2%。其中，出口30588亿元，增长50.1%；进口23830亿元，增长14.5%。进出口相抵，贸易顺差6759亿元。贸易结构改善。1-2月份，机电产品出口同比增长54.1%，占出口总额的60.3%。一般贸易进出口占进出口总额的比重为61.6%，比上年同期提高1个百分点。民营企业进出口占进出口总额的比重为47.2%，比上年同期提高5.5个百分点。

中国月度进出口规模



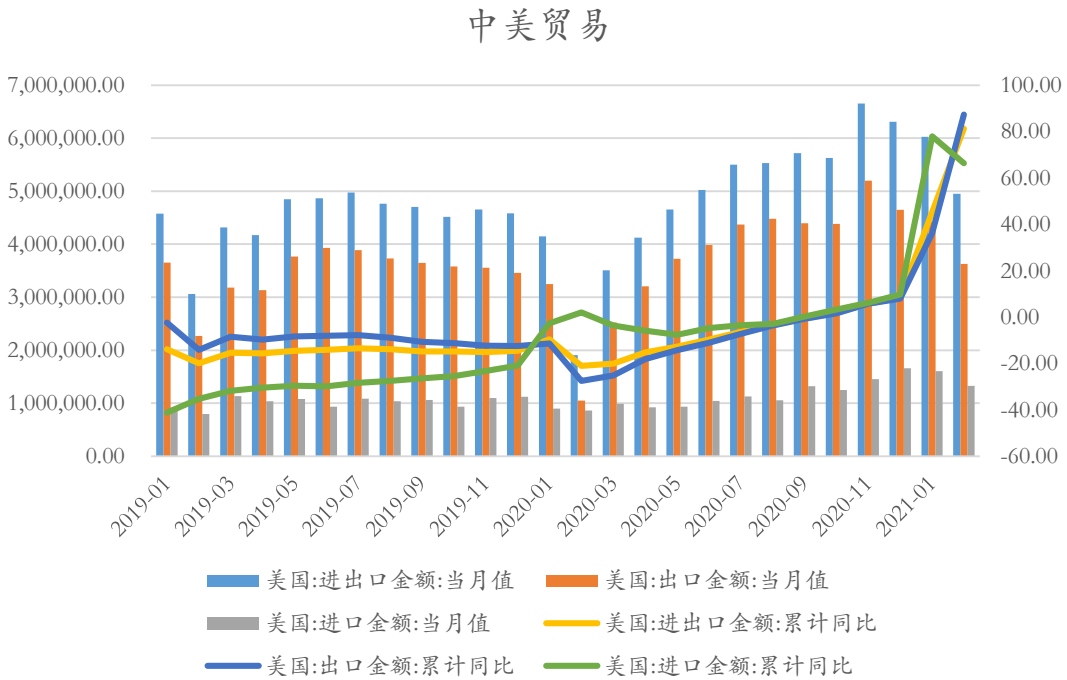
中国月度贸易顺差

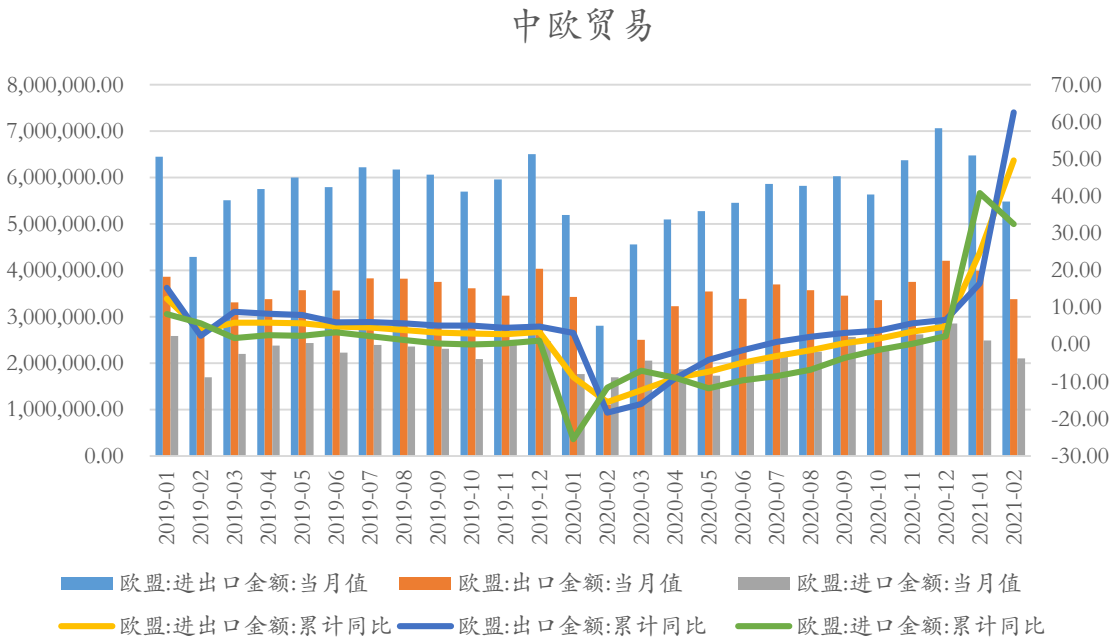


资料来源：WIND，申港证券研究所

4.1.1 中国对美国、欧盟的进出口情况

- 2020年四季度以来，中美进出口金额为1.96万亿元，中美顺差为0.997万亿元；中欧进出口金额为2.06万亿元，中欧顺差为0.42万亿元，上升幅度明显。
- **2021年1-2月统计过去2年复合增长率：中国对美国进出口额累计同比增速19.89%，进口累计同比增速30.51 %，出口累计同比增速16.62%。中国对欧盟进出口额累计同比增速10.4%，进口累计同比6.8%，出口累计同比5.5%,后续还有较大增长空间。**





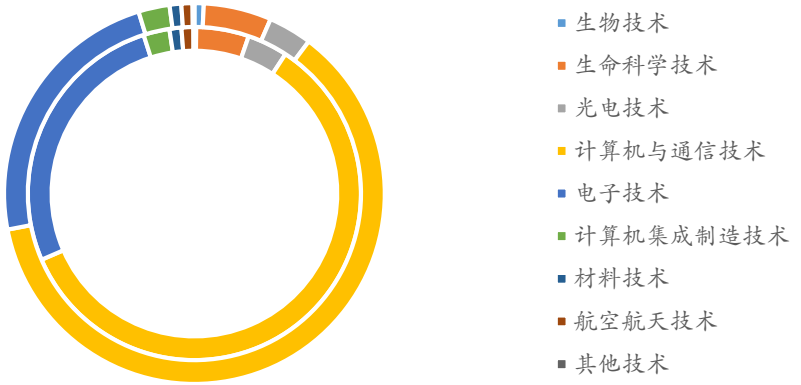
资料来源：WIND，申港证券研究所

4.1.2 高新技术与机电产品——未来进出口主要驱动

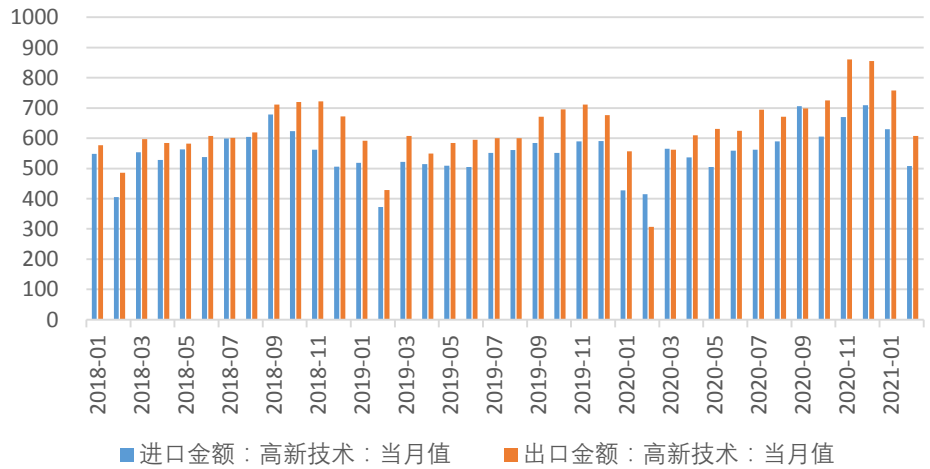
- 高新技术产品2021年1-2月进口同比增长35%，出口同比增长58%，高新技术产品进出口金额占总进出口金额的30%；机电产品2021年1-2月进口金额同比增长34%，出口金额同比增长65%，机电产品进出口金额占总进出口金额的40%。
- 代表“高质量、高技术、高附加值”的计算机与通信技术、电子技术、计算机集成制造技术进口同比增长48%，35%，33%；出口同比增长65%，39%，66%。
- **伴随“进出口替代”优势，高新技术与机电产品拉动下的进出口商品结构将持续升级。**

高新技术出口同比变化

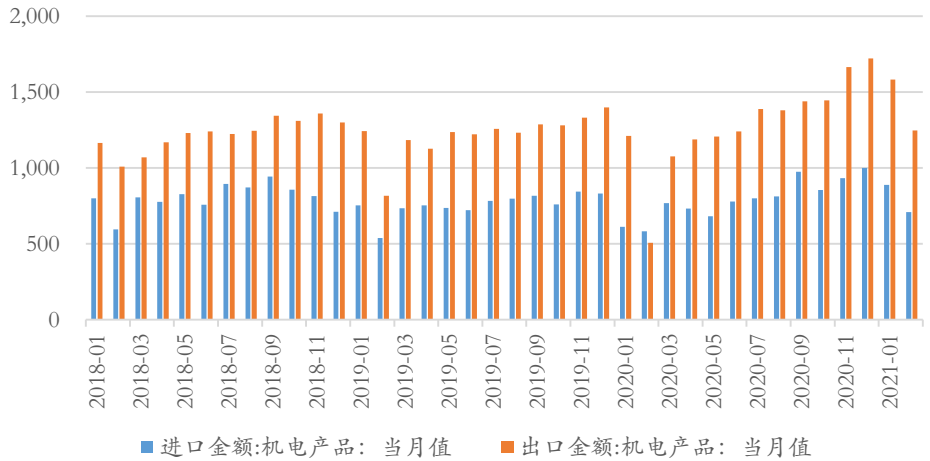
内圈：2020年1-2月；外圈：2021年1-2月



高新技术进出口金额当月值（单位：亿美元）



机电产品进出口金额当月值(单位：亿美元)

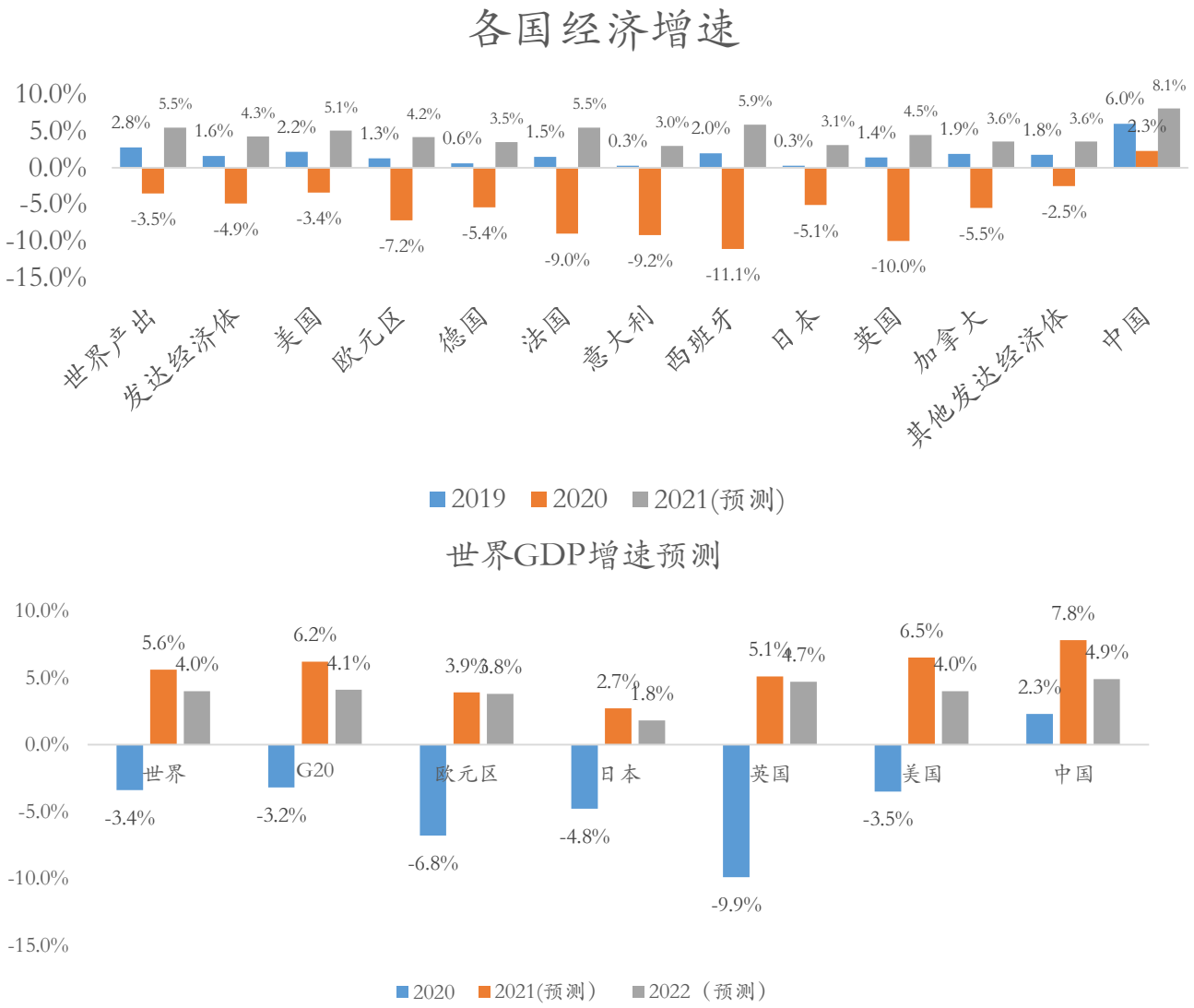


资料来源：WIND，申港证券研究所

4.2 世界经济增长预测

- 世界银行预计2020年全球经济萎缩3.5%，较去年10月上调0.9个百分点。主要原因为2020年下半年全球经济复苏势头强劲。**2021年为5.5%，较之前上调0.3个百分点，主要原因为疫苗上市及主要经济体追加政策支持。2022年经济预期为4.2%。**
- 世界银行认为美国大规模刺激计划部分支撑了全球经济复苏，这有利于商品贸易的复苏，**并为经济增长贡献平均1个百分点的额外增长。**”世行表示，“疫苗接种活动的成功推进以及疫情的早期控制，叠加重大政策改革和新技术的推广”，**经济复苏可能会比预期的更强烈。**

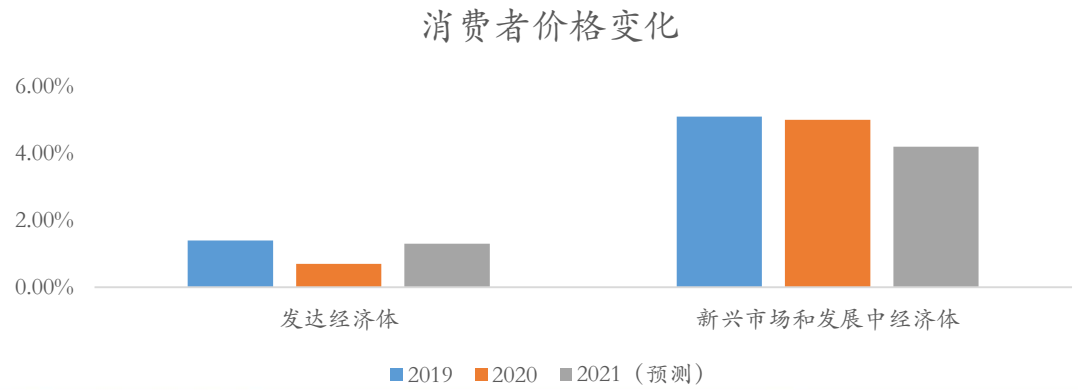
- 2021年中国GDP增速预计高达7.8%，高于美国的6.5%。受中国经济复苏的强劲表现吸引，高盛、花旗、大摩、小摩以及美国银行，这五大美国银行去年对中国业务敞口同比增长10%至778亿美元。

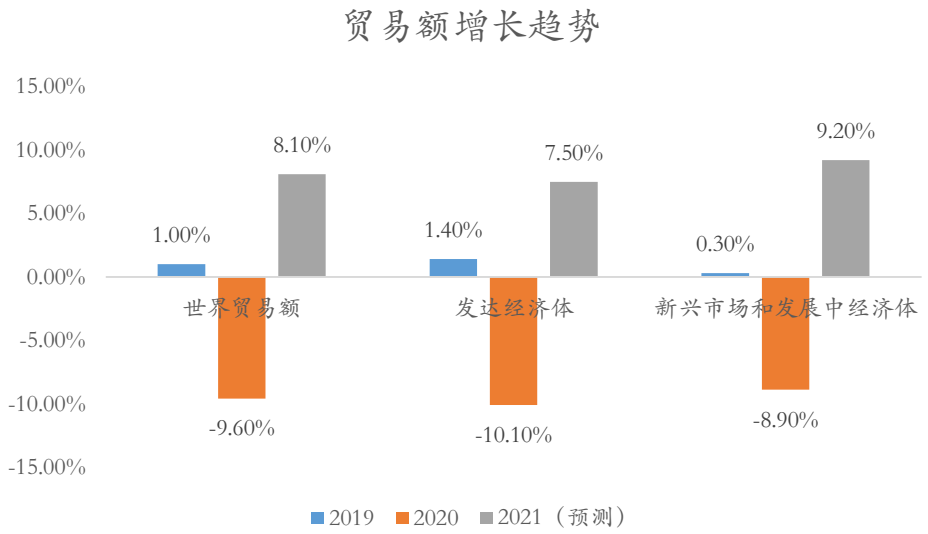


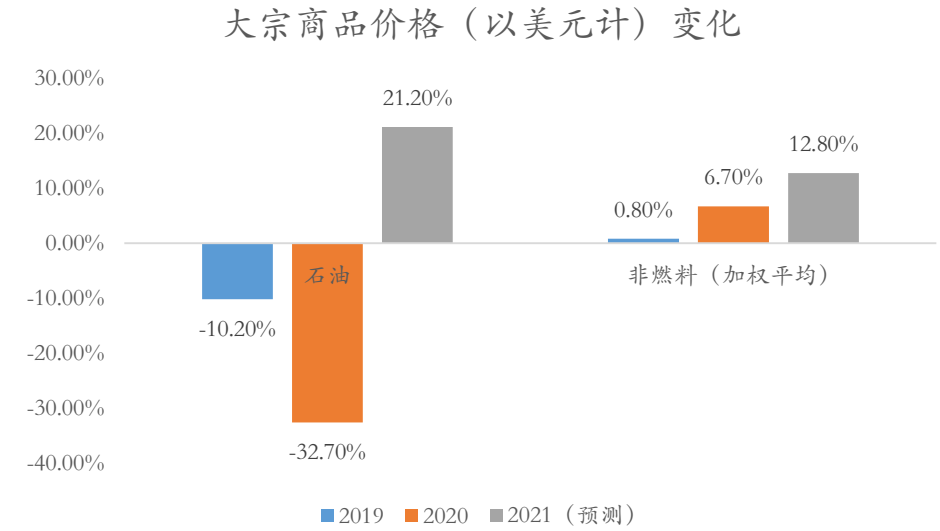
资料来源：WIND，申港证券研究所

4.2.1 全球贸易和商品市场复苏

- **IMF预估全球经济活动复苏后，全球贸易增速预计在2021年达到8%左右，随后在2022年放缓至6%。**然而，服务贸易的复苏可能慢于货物贸易，这是因为在全球各地疫情得到控制之前，跨境旅游和商务出行将持续低迷。其中新兴市场和发展中经济体贸易复苏度会更强。
- 全球经济复苏将带动油价上涨。相对2020年的较低基数，预计2021年油价涨幅将略高于20%，但仍将远低于2019年的平均水平。预计其他非石油大宗商品价格在2021年也将上涨，其中，各类金属的价格涨势尤为强劲。
- 通货膨胀方面，即便全球经济预计在2021至2022年复苏，但产出缺口可能到2022年以后才会弥合。与产出缺口持续为负一致的是，预计通胀将在2021至2022年持续低迷。预计发达经济体的通胀为1.5%，低于央行的目标水平。预计新兴市场和发展中经济体的通胀略高于4%，低于历史平均水平。





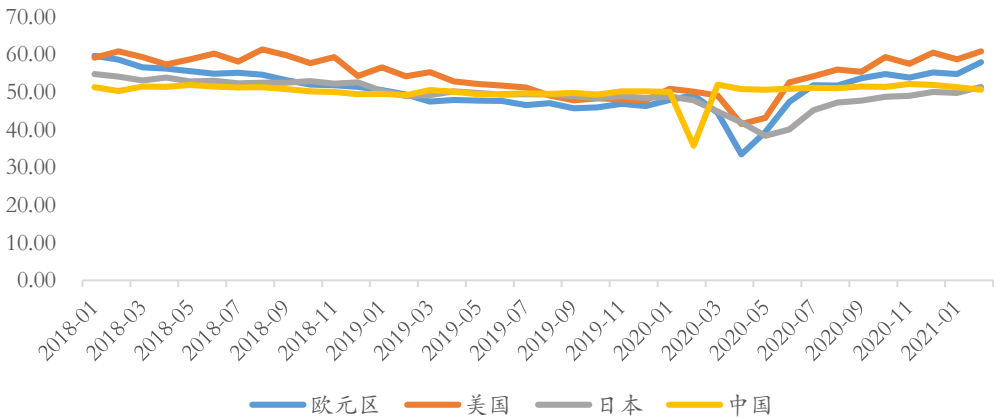


资料来源：WIND，申港证券研究所

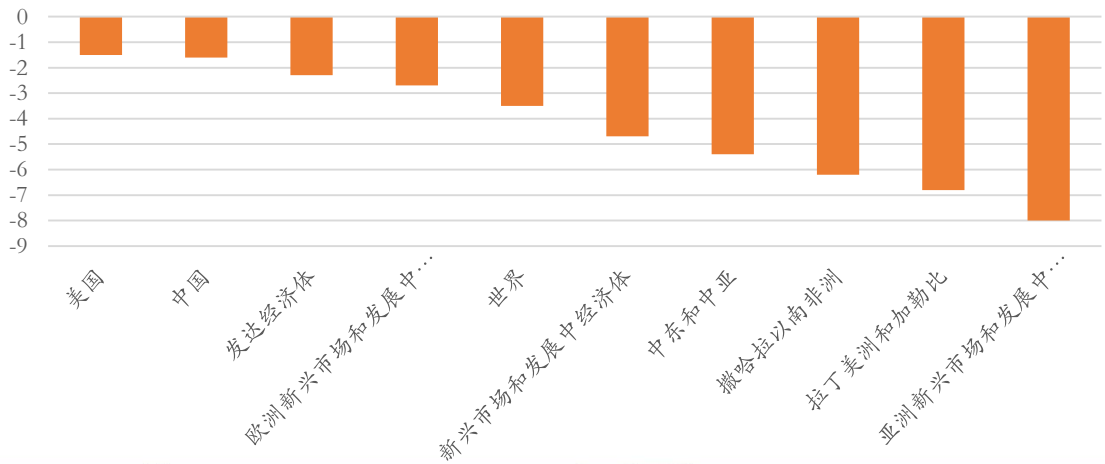
4.2.2 世界经济体复苏结构变化

- IMF认为发达经济体总体上能够为家庭和企业提供扩张性的财政支持（税收和支出方面的直接措施，以及注资、贷款和担保等）；同时，央行通过扩大资产购买计划、提供融资换贷款工具以及（部分央行的）降息等举措，进一步强化了财政政策的效果。**考虑到发达经济体出台了有力的政策支持，加之疫苗有望在2021年夏季大范围普及，我们预计其产出损失（与疫情前预测相比）小于其他国家。**
- 在发达经济体中，各国的复苏路径有所不同。**美国和日本将在2021年下半年恢复到2019年底的水平，而欧元区和英国的经济活动到2022年仍无法恢复至2019年底的水平**。新兴市场和发展中经济体的复苏路径预计也将出现分化。
- IMF预计中国与其他国家的复苏态势将出现明显差异——**中国疫情防控取得明显成效，同时为应对疫情加大了公共投资，央行也提供了流动性支持，这些都推动了经济的强劲复苏。**在新兴市场和发展中经济体中，石油出口国和依赖旅游业的经济体将面临尤为严峻的形势，这是因为跨境出行预计要较长时间才能恢复正常，且石油价格的前景低迷。

发达经济体PMI数据



预测2022年相对于疫情前GDP损失百分比



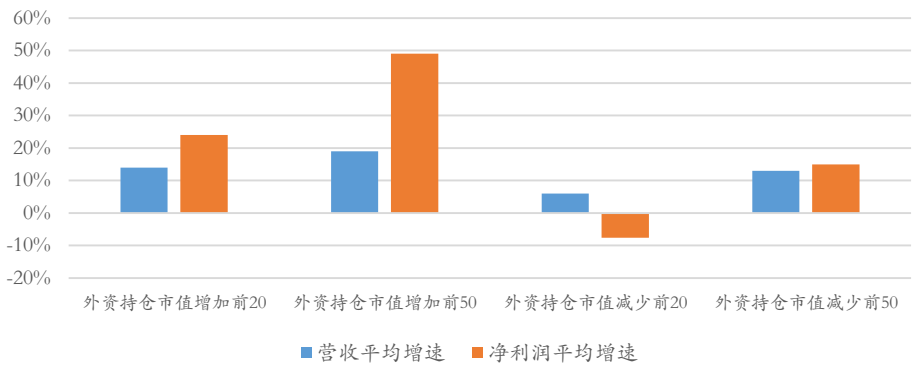
资料来源：WIND，申港证券研究所

4.3 外资年初至今增持高海外营收个股

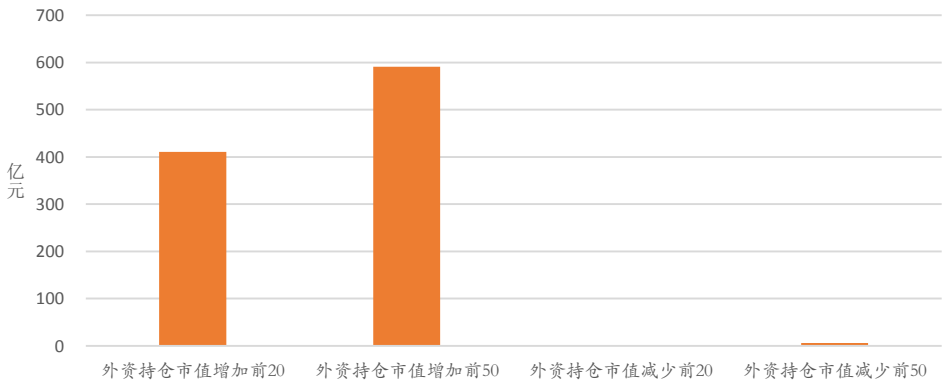
- 从外资年初至今持仓市值增加前20、前50，持仓市值减少前20、前50的个股财务方面评估。**高营收增速、高净利润增速和海外总营收是外资增持的重要指标。**
- **外资增持前50名营收平均增速19%，净利润平均增速49%，海外总营收高达591亿，远远高于外资减持靠前的个股。**

类别	市盈率所处过去十年百分位	营收平均增速	净利润平均增速	ROE	股息率	海外营业总收入（亿）
外资持仓市值增加前20名	70%	14%	24%	12.70%	0.90%	411
外资持仓市值增加前50名	68%	19%	49%	13%	0.82%	591
外资持仓市值减少前50名	56%	13%	15%	12.70%	1.75%	6
外资持仓市值减少前20名	67%	6%	-7.60%	13.20%	1.25%	0

外资持股对于财务因子选择



海外营业收入（亿）



资料来源：WIND，申港证券研究所

4.3.1 外资增持的高海外营收个股

- 从下表可以看到，外资正在逐步增持有高海外营收、高毛利率同时具备较高营收和利润增速的优质企业，抓住海外市场全球复苏的趋势机会。

证券简称	持有外资机构家数	2021年初至今外资持仓股数变化幅度	年初至今外资持仓市值变化（亿元）	营业收入(同比增长率)	归属母公司股东的净利润同比增速	销售毛利率	海外营收占比	海外业务收入(亿元)	营业收入(亿元)	总市值(亿元)	市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益)
三花智控	48	9.15%	40	7.29	-5.97	29.81	52%	62	121	760	60.4
万华化学	58	6.13%	35	7.91	4.23	26.78	49%	359	734	3398	35.6
恩捷股份	41	22.46%	28	35.56	31.57	42.63	16%	7	43	1014	102.4
顺丰控股	92	7.61%	26	37.25	45.74	16.35	3%	44	1540	3752	61.2
紫金矿业	61	13.76%	24	26.01	58.18	11.91	20%	343	1715	2524	39.9
歌尔股份	68	20.95%	22	64.29	104.57	16.03	87%	501	577	931	41.5
中科创达	21	19.26%	19	43.85	113.95	44.22	44%	12	26	516	141.0
宏发股份	39	9.85%	18	10.42	3.91	36.95	38%	30	78	365	52.6
国瓷材料	21	11.43%	15	18.08	14.51	46.34	26%	7	25	421	78.1
金龙鱼	16	85.72%	11	14.16	96.36	12.33	2%	38	1949	4233	48.1
中天科技	42	14.45%	11	13.55	31.15	13.27	27%	118	441	357	17.0
中材科技	35	45.95%	10	37.68	65.46	27.13	8%	15	187	409	22.5
顺络电子	38	-1.50%	9	29.09	40.95	36.26	23%	8	35	281	53.2
安琪酵母	46	12.17%	8	16.73	45.81	34.00	28%	25	89	446	36.6
大族激光	61	5.42%	8	24.89	46.01	40.11	12%	14	119	441	65.3
福斯特	29	21.99%	7	31.59	87.72	28.36	21%	18	84	607	39.9
天赐材料	43	38.64%	7	49.53	4432.33	34.97	12%	5	41	451	85.3
沪电股份	37	4.66%	6	4.65	9.95	30.37	52%	39	75	291	23.0
新宙邦	17	78.70%	6	27.37	57.29	36.00	21%	6	30	312	64.7
上海家化	39	10.43%	6	-7.43	4.3	59.95	26%	19	70	326	82.4
中兴通讯	62	8.76%	5	11.81	113.66	31.61	33%	334	1015	1360	131.3
欣旺达	21	32.57%	5	17.64	-50.09	14.86	49%	145	297	319	121.9
中环股份	56	20.35%	5	12.85	53.48	18.85	25%	47	191	904	94.9

资料来源：WIND，申港证券研究所

4.4 外贸出口投资组合

- 下面的投资组合中，包含了诸多细分行业的优质海外营收个股，具备高营收和净利润增速和技术出口优势，主要集中在中小市值成长股中。在全球贸易复苏的过程中，有着高毛利海外市场渠道的企业可以持续获得超额收益。

证券代码	证券代码	证券简称	营业收入(同比增长率)	归属母公司股东的净利润同比增速	销售毛利率	海外业务收入(亿元)	营业收入(亿元)	海外营收占比	总市值(亿元)	市盈率PE(TTM,扣除非经常性损益)
688606.SH	688606.SH	奥泰生物	370.58	851.83	82.25	11.34	11.36	100%	81.22	12.07
300677.SZ	300677.SZ	英科医疗	564.29	4045.04	69.03	105.57	138.37	76%	549.47	7.84
603303.SH	603303.SH	得邦照明	6.22	5.11	19.02	31.32	45.08	69%	59.94	22.84
300206.SZ	300206.SZ	理邦仪器	104.06	433.14	59.41	15.48	23.19	67%	97.44	15.96
002463.SZ	002463.SZ	沪电股份	4.65	9.95	30.37	38.67	74.60	52%	290.90	23.05
601975.SH	601975.SH	招商南油	-0.18	8.42	34.84	16.16	40.32	40%	116.14	12.34
002056.SZ	002056.SZ	横店东磁	23.50	54.95	24.78	30.97	81.06	38%	260.51	28.59
002258.SZ	002258.SZ	利尔化学	19.33	93.87	28.95	18.83	49.69	38%	126.06	21.60
002649.SZ	002649.SZ	博彦科技	16.88	39.64	24.48	15.83	43.10	37%	56.52	19.23
601717.SH	601717.SH	郑煤机	3.06	107.04	25.83	83.11	265.09	31%	205.64	13.08
603013.SH	603013.SH	亚普股份	-3.05	39.86	15.67	27.44	88.59	31%	69.52	13.75
600522.SH	600522.SH	中天科技	13.55	31.15	13.27	117.55	440.66	27%	356.59	16.98
000513.SZ	000513.SZ	丽珠集团	12.10	20.14	65.08	17.25	105.20	16%	386.34	26.99
000928.SZ	000928.SZ	中钢国际	10.54	19.69	11.00	23.90	148.27	16%	79.80	13.56
002097.SZ	002097.SZ	山河智能	26.25	4.39	27.64	14.50	93.77	15%	98.64	22.38
600761.SH	600761.SH	安徽合力	26.32	18.41	17.72	18.94	127.97	15%	93.56	15.40

资料来源：WIND，申港证券研究所

分析师简介

曲一平，男，现任职于申港证券，研究方向为策略研究，证书编号：S1660521020001。CIIA注册国际投资分析师，浙江大学学士，新加坡南洋理工大学硕士。7年策略研究工作经验。曾在上市公司东方财富（300168）进行策略研究工作，对于股票、商品期货、股指期货、期权、可转债、FOF有着多年研究，对于风格轮动、大盘择时及行业政策分析有着长期研究。

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

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港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。