

策略周报

盈利持续上行，静待雨过天晴

A 股盈利将迎来加速上行，关注年报配置窗口。

- **A 股盈利将迎来加速上行。**企业利润回暖，A 股盈利进入上行期。1-2 月国内各项经济数据改善幅度大超市场预期。2021 年 1-2 月工业企业利润增速同比 179%，这其中，除了疫情缓解后工业生产的补偿性修复，价格的快速回升以及利润率的改善也是工业企业利润大幅改善的重要因素。从企业库存变化反映的短周期定位来看，当前企业库存大概率处于主动补库阶段，对应扩张后期阶段。结合我们此前研究，A 股盈利与工业企业利润增速高度相关，因此，基于当前数据可预知即将披露的 A 股年报及一季报增速也必将出现大幅超预期可能。在即将到来的财报窗口期，业绩超预期的幅度及当前估值匹配性，业绩高增长而估值不贵的板块及个股将大概率获得超额收益。
- **新兴市场率先开启流动性收缩步伐，国内政策预留空间应对风险。**从央行一季度例会对于货币政策的表态中可见，下一阶段国内货币政策将进一步进入相机抉择。最为关键的是，本次会议对于海外系统性风险的关注度显著提升，对于海外流动性风险的潜在可能预留了较多政策空间。近两周以来，全球宏观流动性的边际收缩成为影响金融市场的主要边际变量。3 月 17-19 日，巴西、土耳其、俄罗斯分别宣布进行不同程度的加息，印度、韩国等国加息预期也在不断提升。虽然各国政策目标不尽相同，但后疫情时代全球各国货币政策渐趋正常化的脚步愈发坚定。对此，我们重申此前观点，未来一段时间随着疫后经济的全面复苏，货币政策常态化进程下，全球宏观流动性环境面临边际收缩。而在流动性边际收缩初期，高估值风险资产面临一定调整压力。
- **海外风险资产波动增加无需过虑，关注 A 股年报行情。**近期，全球避险情绪有所上升，欧洲疫情反复带来复苏预期波动，OPEC 减产预期弱化，中美外交等多因素叠加引发风险资产出现不同程度调整。周末国内地产经营贷调控的升级也进一步显示了内部监管防风险的决心。往后看，二季度风险资产或面临一定波动，但趋势上不会发生逆转。首先，欧洲疫情反复带来经济活动复苏受阻，服务业仍将延续低迷，基本面美强欧弱局面短期或将延续。国内来看，当前市场主要分歧点在于基本面复苏的持续性，而这一分歧恐难以在短期内得到验证，但二季度经济数据环比下滑是确定的，伴随着各国货币当局不再宽松的表态，风险资产（权益资产）估值或将面临更大波动。而避险资产经历了前期大幅调整当前已经进入利空钝化阶段，随着短期市场经济增长与流动性预期的波动，避险资产或有望迎来反弹机会。月度视角下，随着 A 股进入年报季报时间窗口，市场不会出现趋势性大跌，可把握阶段性交易机会。在盈利上行趋势之中，只要流动性环境不出现大的风险，市场风险偏好多会呈现扩张状态，因此这一阶段可适当提升盈利增速的重要性，重视盈利估值性价比，而不要对前期抱团的盈利稳定性给予更高溢价。
- **风险提示：逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4

盈利持续上行，静待雨过天晴.....5

风险提示.....7

图表目录

图表 1. 工业企业进入主动补库阶段.....5
图表 2. 企业利润预示 A 股盈利高增长.....5
图表 3. 利率变化与市场风格周期.....6
图表 4. 当前市场风险偏好水平仍高于历史平均（2009 年以来）.....6

观点回顾

——20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

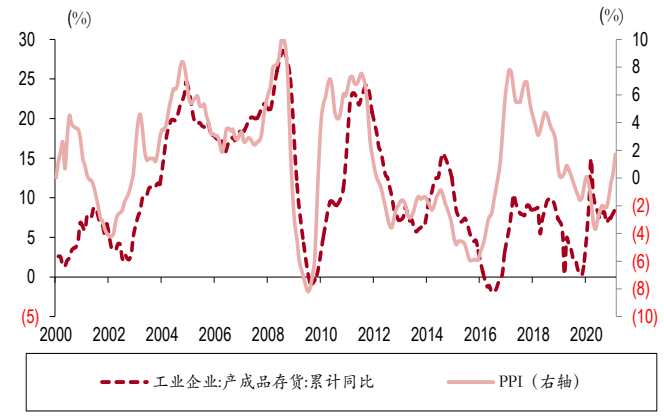
——20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

——20210306《雷雨居檐下，雨后拾青梅》：高估值板块在时间上并不占优，但其中被错杀的标的可以开始关注。短期内美债可能还会面临较大波动，中期上行趋势不改。估值中等偏高股票，则有望随着业绩增长来实现估值的明显消化。

盈利持续上行，静待雨过天晴

A 股盈利将迎来加速上行。企业利润回暖，A 股盈利进入上行期。1-2 月国内各项经济数据改善幅度大超市场预期。2021 年 1-2 月工业企业利润增速同比 179%，即使相比 2019 年都有 30%以上的增速水平，这其中，除了疫情缓解后工业生产的补偿性修复，价格的快速回升以及利润率的改善也是工业企业利润大幅改善的重要因素。结合此前公布的 1-2 月经济数据，当前国内工业生产与出口均大幅超预期改善，除受制于疫情因素的服务业外，主要经济分项均基本恢复至疫情前的常态水平。从企业库存变化反映的短周期定位来看，当前企业库存大概率处于主动补库阶段，对应扩张后期阶段。结合我们此前研究，A 股盈利与工业企业利润增速高度相关，因此，基于当前数据可预知即将披露的 A 股年报及一季报增速也必将出现大幅超预期可能。在即将到来的财报窗口期，业绩超预期的幅度及当前估值匹配性，业绩高增长而估值不贵的板块及个股将大概率获得超额收益。

图表 1. 工业企业进入主动补库阶段



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 企业利润预示 A 股盈利高增长

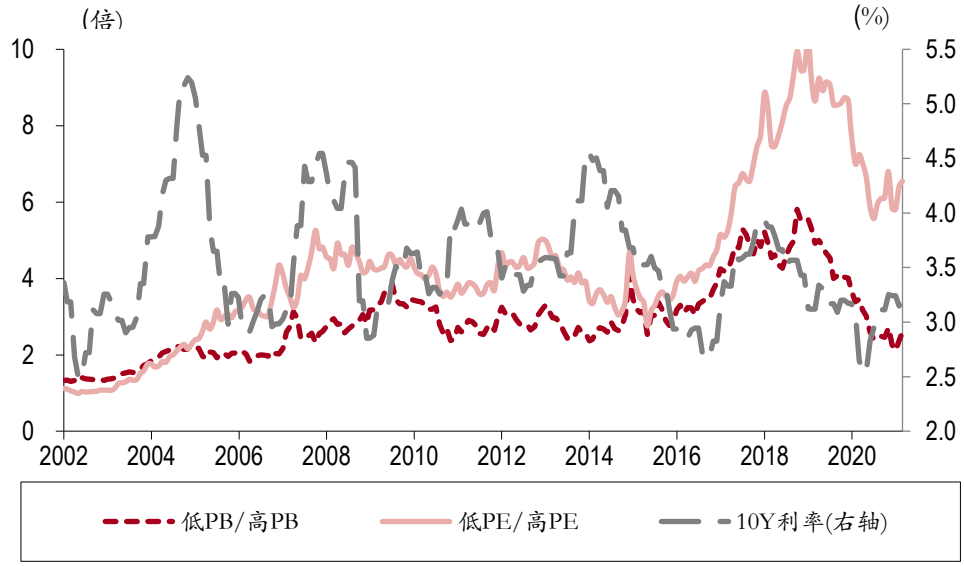


资料来源：万得，中银证券

新兴市场率先开启流动性收缩步伐，国内政策预留空间应对风险。从央行一季度例会对于货币政策的表态中可见，下一阶段国内货币政策将进一步进入相机抉择。首先，删除了“保持货币政策连续性、稳定性、可持续性”和“不急转弯”的表述而改为“灵活精准”；对于国内经济环境的描述，积极因素明显增多，可见当局对于当前国内经济恢复的程度较为满意，也无需从货币政策的角度进一步强调“对经济恢复的必要支持力度”；最为关键的是，本次会议对于海外系统性风险的关注度显著提升，对于海外流动性风险的潜在可能预留了较多政策空间。

近两周以来，全球宏观流动性的边际收缩成为影响金融市场的主要边际变量。3 月 17-19 日，巴西、土耳其、俄罗斯分别宣布进行不同程度的加息，印度、韩国等国加息预期也在不断提升。虽然各国政策目标不尽相同，但后疫情时代全球各国货币政策渐趋正常化的脚步愈发坚定。对此，我们重申此前观点，未来一段时间随着疫后经济的全面复苏，货币政策常态化进程下，全球宏观流动性环境面临边际收缩。而在流动性边际收缩初期，高估值风险资产面临一定调整压力。

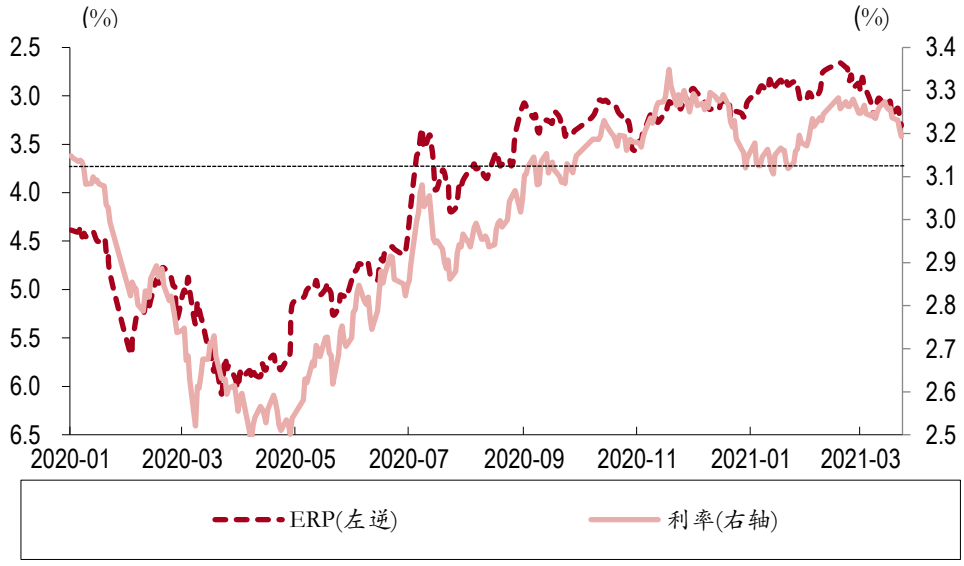
图表 3. 利率变化与市场风格周期



资料来源：万得,中银证券

海外风险资产波动增加无需多虑，关注 A 股年报行情。近期，全球避险情绪有所上升，欧洲疫情反复带来复苏预期波动，OPEC 减产预期弱化，中美外交等多因素叠加引发风险资产出现不同程度调整。周末国内地产经营贷调控的升级也进一步显示了内部监管防风险的决心。往后看，二季度风险资产或面临一定波动，但趋势上不会发生逆转。首先，欧洲疫情反复带来经济活动复苏受阻，服务业仍将延续低迷，基本面美强欧弱局面短期或将延续。国内来看，当前市场主要分歧点在于基本面复苏的持续性，而这一分歧恐难以在短期内得到验证，但二季度经济数据环比下滑是确定的，伴随着各国货币当局不再宽松的表态，风险资产（权益资产）估值或将面临更大波动。而避险资产经历了前期大幅调整当前已经进入利空钝化阶段，随着短期市场经济增长与流动性预期的波动，避险资产或有望迎来反弹机会。月度视角下，随着 A 股进入年报季报时间窗口，市场不会出现趋势性大跌，可把握阶段性交易机会。在盈利上行趋势之中，只要流动性环境不出现大的风险，市场风险偏好多会呈现扩张状态，因此这一阶段可适当提升盈利增速的重要性，重视盈利估值性价比，而不要对前期抱团的盈利稳定性给予更高溢价。

图表 4. 当前市场风险偏好水平仍高于历史平均（2009 年以来）



资料来源：万得,中银证券

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371