反弹的支撑与制约

报告日期：2021-03-28

分析师：郑小霞
执业证书号：S0010520080007
电话：13391921291
邮箱：zhengxx@hazq.com
分析师：刘超
执业证书号：S0010520090001
电话：13269985073
邮箱：liuchao@hazq.com
联系人：方晨
执业证书号：S0010120040043
电话：18258275543
邮箱：fangchen@hazq.com

相关报告

3 月报《回归主旋律，寻找确定性》2021-02-28

2 月报《先抑后扬》2021-01-31

1 月报《一山更有一山高》2021-01-03

主要观点

● 反弹的支撑与制约

1 季报业绩高景气和风险偏好企稳催化，市场短期存在反弹可能。但是对货币信用回归超预期的担忧以及核心资产估值依旧高位等因素，制约反弹时间和空间。

市场短期存在反弹可能。反弹的动力可能来自于三方面：**其一，强势的 1 季度业绩预期。**4 月迎来 1 季报披露窗口期，在强势超预期的 1 季度经济增速带动下，1 季报也有望出现非常耀眼的表现，为短期反弹带来基本面支撑；**其二，中美关系可能迎来短暂的缓和。**美国将在 4 月 22-23 日召开全球气候峰会，并邀请中国出席，气候问题是中美两国目前为数不多的共同关注点和可合作领域之一，会上中美之间达成合作的可能性很大，这有助于改善缓和中美关系；**其三，节后市场快速下跌，3 月中旬盘整至今，恐慌情绪已得到很大释放和平抑，市场酝酿反弹情绪。**

政策回归加速叠加主力品种依旧高位估值，短期反弹不改年内宽幅震荡格局。未来一段时间 A 股仍面临客观制约：一方面，目前估值仍偏高，行业间估值裂化仍较严重，沪深 300、万得全 A 仍在 80%偏高估值分位上，创业板指和上证综指分别 72%、68%不便宜状态，静待业绩消化后再做判断；**二方面，总量政策尤其是货币政策加速回归依旧是核心制约。**一是 4 月下旬中央政治局会议关于 1 季度经济形势评价及后续宏观政策定调将对市场有非常重要的影响，目前还未观察到明确信号，但考虑 1 季度超预期增长，决策层对增长不确定性的担忧会有所缓解，为货币政策回归提供有力支撑。二是从近期央行态度来看，政策有加快正常化回归的迹象，如货币政策委员会一季度例会删除“连续性、稳定性、可持续性以及必要指出力度”的表述、央行研究局局长指出 2021 年宏观杠杆率略有下降、国常会要求政府杠杆率有所降低等；**三方面，4 月份的流动性可能会比 3 月份更紧张，需要关注央行是否进行对冲。当然市场也存在一些客观支撑力，其中最为重要的便在于宏观经济和上市公司盈利的支撑仍在。**尽管同比增速上二季度会有较明显的回落，但剔除基数效应后的实际增长水平却不会出现如此大幅度的回落，仍将继续维持在潜在增速水平左右。因此维持年内宽幅震荡的判断。

● 行业配置：把握业绩超预期、疫后恢复和低估值三条主线

4 月最大的机会来源于 1 季度增长的超预期，对应着部分上市公司业绩超预期。因此，行业配置需重点关注盈利超预期、高景气延续和低估值。**具体关注三条主线：一是增长超预期主线，对应业绩具有确定性的化工、有色和半导体；二是疫后复苏主线，聚焦预期回暖的交运以及存在假日经济催化的旅游、酒店；三是低估值主线，具备性价比的银行、保险。**增长主线中，①化工，关注布局全产业链公司；②有色，重点关注行业保持高利润的电解铝行业；③半导体，缺芯状态供需矛盾突出，带来半导体厂商收入和利润的增长，一季度业绩将迎来兑现。

双碳目标下，主题投资关注“碳中和”概念的两大赛道，五大投资机会。一是直接受益产业，①高耗能行业；②新能源产业链，受益于能源结构优化的最确定的投资路径。**二是间接受益产业，**①高端制造和设备，受益于产业升级；②科技产业，低碳路径下的智能化、网联化趋势；③相关服务附加产业。

● 风险提示

中美关系进一步恶化；经济复苏不及预期；上市公司业绩不及预期等。

正文目录

1 市场观点：反弹的支撑与制约 5
1.1 基本面超预期强劲，关注对估值的消化程度 5
1.2 货币和信用面临加速回归正常化的扰动 9
1.3 风险偏好短期企稳，中期仍面临不确定性 10
2 行业配置：把握业绩超预期、低估值和疫后恢复三条主线 12
2.1 配置思路：业绩超预期，兼顾低估值 12
2.2 首选主线推荐逻辑 13
2.2.1 主线一：增长超预期，业绩具有确定性的化工、有色、半导体 13
2.2.2 主线二：疫后复苏的交运板块 15
2.2.3 主线三：配置低估值、具有性价比的银行、保险 15
3 景气跟踪：大宗商品有所分化，差异在于国际属性强弱 16
3.1 上游原材料：大宗商品价格略有分化 17
3.2 中游：汽车消费高景气，机械利润或受上游压制 21
3.3 下游：消费电子继续维持高景气 23

图表目录

图表 1 一季度经济增速有望超预期，二季度边际回落但仍有望维持在潜在增长 6
图表 2 剔除基数效应，经济增速已经回到潜在水平左右 6
图表 3 经济恢复的动能出现了较为明显的分化，不利于维持经济增长的强劲动能 7
图表 4 2020Q4 和 2021Q1 盈利增速将随经济增速高企而强势 8
图表 5 2010 年 4 月份，随着 2009Q4 和 2010Q1 强势亮眼的业绩公布，对市场估值进行了巨大消化 8
图表 6 2021 年若维持宏观杠杆率稳定，信用将面临较大的收紧压力，若要求杠杆率下降，则压力更大 10
图表 7 3 月份城投债到期规模高峰后，4 月到期规模仍大，迎来次高峰 10
图表 8 整体估值有一定程度消化，但仍偏高位 11
图表 9 行业间估值分化裂口有所收敛，抱团板块估值仍高 11
图表 10 3 月电气设备、军工、电子、医药、化工、有色等高估值板块分位数明显下移 13
图表 11 电解铝行业保持高利润 14
图表 12 下游需求预期边际好转，库存或将回落 14
图表 13 半导体销售额 2020 年底以来持续走高 15
图表 14 新能源车销量同比不断攀升 15
图表 15 全国客运量 3 月较 2 月有明显抬升 15
图表 16 中国每百人新冠疫苗接种量持续增加 15
图表 17 寿险保费增速 16
图表 18 10 年期国债收益率高位 16
图表 19 原油价格 3 月中下旬高位回落 17
图表 20 原油库存量走高 17
图表 21 铜价高位震荡、铝价格继续走高 17
图表 22 锌价高位震荡、铅价回落 17
图表 23 金属锂、碳酸锂价格继续上涨 18
图表 24 钴价高位略有回落 18
图表 25 氧化镝价格高位走平，氧化钆价格略有回落 18
图表 26 金属钕维持高位 18
图表 27 海外动力煤价格再度上扬 19
图表 28 国内动力煤价格同步走高 19
图表 29 秦皇岛港煤炭库存回落至 2 月初水平 19
图表 30 螺纹钢期现价格继续走高 19
图表 31 热轧板、冷轧板、中板价格继续走高 19
图表 32 线材、热卷库存略有回落 19
图表 33 高炉开工率低位 20
图表 34 铁矿石价格高位回落 20
图表 35 华东、中南水泥价格低位回升 20
图表 36 玻璃期货价格延续上涨趋势 20
图表 37 粘胶短纤价格维持高位 21
图表 38 晴纶短纤价格延续涨势 21
图表 39 MDI 价格 3 月略有回落 21
图表 40 钛白粉价格继续上涨 21
图表 41 乘用车产量同比走高 22

图表 42 乘用车销量同比高位 22
图表 43 新能源车产量持续攀升 22
图表 44 新能源汽车销量继续延续高增长 22
图表 45 挖掘机：销量走高 23
图表 46 重型货车：产量走高 23
图表 47 费城半导体指数重回上涨 23
图表 48 软件业务收入增速略有放缓 23
图表 49 商品房成交面积高位 24
图表 50 3 月百大城市土地供应面积处于低位 24
图表 51 微型电子计算机产量持续抬升 24
图表 52 液晶面板价格继续上涨趋势 24

1 市场观点：反弹的支撑与制约

1 季报业绩高景气和风险偏好企稳催化，市场短期存在反弹可能。但是对货币信用回归超预期的担忧以及核心资产估值依旧高位等因素，制约反弹时间和空间。

市场短期存在反弹可能。反弹的动力可能来自于三方面：**其一，强势的 1 季度业绩预期。**4 月迎来 1 季报披露窗口期，在强势超预期的 1 季度经济增速带动下，1 季报也有望出现非常耀眼的表现，为短期反弹带来基本面支撑；**其二，中美关系可能迎来短暂的缓和。**美国将在 4 月 22-23 日召开全球气候峰会，并邀请中国出席，气候问题是中美两国目前为数不多的共同关注点和可合作领域之一，会上中美之间达成合作的可能性很大，这有助于改善缓和中美关系；**其三，节后市场快速下跌，3 月中旬盘整至今，恐慌情绪已得到很大释放和平抑，市场酝酿反弹情绪。**

政策回归加速叠加主力品种依旧高位估值，短期反弹不改年内宽幅震荡格局。未来一段时间 A 股仍面临客观制约：一方面，目前估值仍偏高，行业间估值裂化仍较严重，沪深 300、万得全 A 仍在 80%偏高估值分位上，创业板指和上证综指分别 72%、68%不便宜状态，静待业绩消化后再做判断；**二方面，总量政策尤其是货币政策加速回归依旧是核心制约。**一是 4 月下旬中央政治局会议关于 1 季度经济形势评价及后续宏观政策定调将对市场有非常重要的影响，目前还未观察到明确信号，但考虑 1 季度超预期增长，决策层对增长不确定性的担忧会有所缓解，为货币政策回归提供有力支撑。二是从近期央行态度来看，政策有加快正常化回归的迹象，如货币政策委员会一季度例会删除“连续性、稳定性、可持续性以及必要指出力度”的表述、央行研究局局长指出 2021 年宏观杠杆率略有下降、国常会要求政府杠杆率有所降低等；**三方面，4 月份的流动性可能会比 3 月份更紧张，需要关注央行是否进行对冲。当然市场也存在一些客观支撑力，其中最为重要的便在于宏观经济和上市公司盈利的支撑仍在。**尽管同比增速上二季度会有较明显的回落，但剔除基数效应后的实际增长水平却不会出现如此大幅度的回落，仍将继续维持在潜在增速水平左右。因此维持年内宽幅震荡的判断。

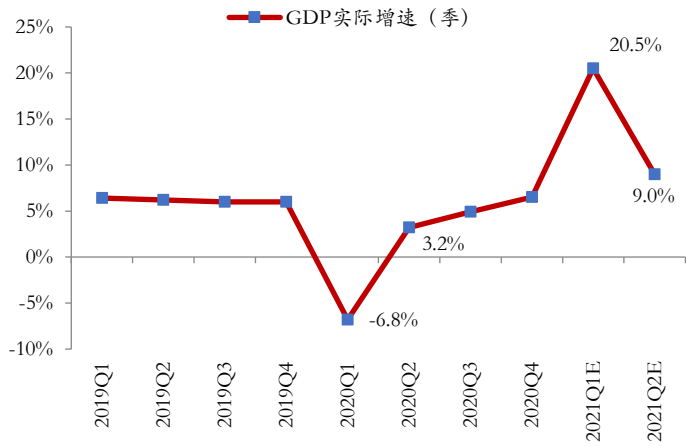
1.1 基本面超预期强劲，关注对估值的消化程度

1 季度经济增长超预期强劲。根据前 2 个月的经济“三驾马车”数据测算，前 M2 的 GDP 实际增速达到了 25.2%的水平，毫无疑问如此高的增速是十分强劲且大超预期的。当然前 2 个月取得如此高的增长其中有一个非常重要的原因在于低基数效应的影响，2020 年前 2 个月的 GDP 实际增速为-10.03%使得基数足够低。如果剔除低基数的影响，与 2019 年前 2 个月相比，据测算经济增长了 12.64%，这相当于 2020 年前 2 个月和 2021 前 2 个月均取得了 6.1%的年化增长，即经济实际上已经恢复到了潜在的增长水平附近。3 月份将过，从出口、消费等部分高频数据来看，

增长的整体势头仍然较为强劲，此外 2020 年 3 月份单月经济增长也有一个-3.83%的低基数效应，因此尽管今年 3 月的单月经济增长将不如前 2 月般强劲，但也会取得不弱的涨幅。所以就一季度的整体增长来看，我们预计同比增长有望超过 20%，或接近 21%，剔除基数效应后的经济增长水平预计在 6.0%以上，均是超出市场预期的。

预计二季度经济增长动能边际回落，但仍有望维持在潜在增长左右。一季度整体经济增长强劲，但增长动能的结构性矛盾较为突出。一方面，由于低基数的影响，各项动能均取得了非常高企的同比增长，但实际上对经济增长发挥拉动作用的贡献主要集中在出口和房地产开发投资上面，剔除基数效应影响考虑与 2019 年前 2 个月相比，其中出口较 2019 年前 2 个月增加了 26%，净出口增了 131%，房地产开发投资增加了 15.7%，均高于同期经济的提升幅度 12.64%；另一方面，其余增长动能较为弱势，同样剔除基数效应与 2019 年前 2 个月对比，其中制造业投资下降了 6%，基建投资下降了 1.3%，消费增长了 6.4%，这些动能对经济的支撑效果较弱。两极化的动能矛盾并不利于后续整体经济动能延续强势，实际上从今年 1 季度开始，经济的增长动能就在不断边际下滑，我们预计二季度趋势仍将如此，若是考虑 2020 年同期的基数影响，预计 2021Q2 经济增速有望在 8.5%左右，剔除基础效应后实际经济增长有望在 5.8%以上，较一季度相比，增长动能继续边际回落，但仍保持在潜在增速水平附近。

图表 1 一季度经济增速有望超预期，二季度边际回落但仍有望维持在潜在增长



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 2 剔除基数效应，经济增速已经回到潜在水平左右

季度	季度增速区间	近两年年化当季增速
2021Q1E	20%	5.75%
	20.5%	5.97%
	21%	6.19%
2021Q2E	8%	5.57%
	8.5%	5.82%
	9%	6.06%

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 3 经济恢复的动能出现了较为明显的分化，不利于维持经济增长的强劲动能

分项项目	2021 前 2 月同比增速	相对 2019 前 M2 增速	增长动能强弱
GDP（测算）	25.2%	12.64%	基准（潜在增速水平左右）
出口	50.14%	26%	强劲
净出口	1612%	131%	强劲
社零	33.8%	6.4%	较弱势
固定资产投资	35%	1.9%	弱势
房地产开发投资	38.3%	15.7%	较强
基础设施建设投资	35%	-1.3%	弱势
制造业投资	37.3%	-6%	弱势

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

2020Q4 和 2021Q1 季度业绩数据亮眼，有望进一步消化市场高估值。2020Q2 季度以来，经济逐渐复苏，随之上市公司业绩也逐渐回暖。2020Q4 经济增长 6.5%继续进一步提升（2020Q3 是 4.9%），2021Q1 更是出现极大程度的回暖，因此 2020Q4 和 2021Q1 的上市公司业绩增速预计将呈现出非常非常高增长的状态。这从这两个季度的正式数据或预告数据中有所体现，下表中统计了这两个季度每相隔 10%分位的业绩增速情况，整体非常亮眼。

目前各指数和各行业指数的 PETTM 尚未将这两个季度的业绩高增长情况完全计算在内，仅将 2020Q4 单季度的 657 家公司有所计入（截止 3/28 日，共有 657 家上市公司披露了 2020Q4 数据），计算比例极小。4 月份开始逐渐进入年报和一季报的披露时间窗口期，在如此高增长的业绩增长下，**PETTM 估值也将得到非常明显的消化**（此处的估值消化并非指的是市场下跌带来的估值硬消化，而特指的是上市公司业绩对估值的消化），2010 年 4 月份可以作为亮眼业绩消化估值的例子参考。此举将对目前整体偏高的市场估值和仍然相对严重分化的行业估值裂口进行修复再平衡。

图表 4 2020Q4 和 2021Q1 盈利增速将随经济增速高企而强势

分位值 增速有好及差	2020Q4 单季度 归母净利润增速	2021Q1 业绩预告 归母净利润增速
0%	27510%	6528.5%
10%	262.5%	506.4%
20%	131.9%	312.0%
30%	93.5%	215.0%
40%	53.2%	172.5%
50%	34.9%	130.8%
60%	16.8%	102.9%
70%	-3.4%	71.3%
80%	-26.2%	44.7%
90%	-75.8%	30.0%
约 100%	-648.4%	8.7%

资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%。截止 03/28，2020Q4 单季度已披露 657 家公司，2021Q1 预告已披露 155 家公司

图表 5 2010 年 4 月份，随着 2009Q4 和 2010Q1 强势亮眼的业绩公布，对市场估值进行了巨大消化

各指数	2009Q4 单季 归母增速	2010Q1 单度 归母增速	20100331 PETTM	20100504 PETTM	估值回撤	区间涨跌幅	业绩消化估值
万得全 A	657%	64%	30.3	21.8	-28%	-9%	26%
上证综指	//	//	26.4	19.3	-27%	-9%	24%
钢铁	121%	316%	139.7	38.0	-73%	-14%	217%
汽车	451%	402%	38.8	21.9	-44%	-11%	58%
房地产	98%	133%	37.9	22.7	-40%	-23%	28%
轻工制造	444%	180%	58.9	35.6	-39%	-7%	53%
建筑材料	98%	162%	42.2	26.1	-38%	-14%	39%
有色金属	124%	771%	111.5	74.2	-33%	-3%	47%
电子	223%	512%	107.9	77.8	-28%	0%	38%
建筑装饰	214%	49%	32.1	23.7	-26%	-12%	19%
非银 PB	702%	97%	4.5	3.4	-25%	-9%	20%
纺织服装	9475%	-36%	45.6	35.2	-23%	-11%	16%
家用电器	1030%	85%	31.8	24.6	-22%	-15%	10%
公用事业	238%	66%	39.3	31.7	-19%	-6%	16%
休闲服务	10%	16%	69.7	56.9	-18%	-10%	11%
机械设备	1036%	91%	38.2	31.7	-17%	-9%	10%
银行 PB	129%	32%	2.5	2.1	-16%	-11%	6%
国防军工	10%	26%	46.9	40.3	-14%	-9%	5%
电气设备	278%	19%	47.9	41.4	-14%	-1%	15%
传媒	-65%	11%	77.4	67.7	-13%	-7%	6%
医药生物	176%	59%	50.3	44.0	-13%	8%	24%

资料来源：wind，华安证券研究所。风险提示：以上数据可能会因为 2009Q4 和 2010Q1 正式报告披露时间在 3 月以前，最终结果会有所差异；此外具体消化幅度与上年度 Q4 和当年 Q1 增速直接相关，2010 年仅作为业绩消化估值的例子。与当前业绩的情况可能会有较大差异。

1.2 货币和信用面临加速回归正常化的扰动

央行释放进一步收紧货币的信号。一方面，央行调查统计司课题组发布了一份《“十四五”期间我国潜在产出和增长动力的测算研究》的论文，指出在未来五年期间的潜在产出增长将保持在 5.1-5.7%之间，这可能是央行面临的经济增长底限，然而按照目前超预期的经济增长情况来看，离这个底限尚有距离，按照我们的测算，今年 Q1 季度剔除基数效应后的增长在 6.1%，Q2 季度剔除基数效应后的增长在 5.8%以上，都在这个区间上限以上，创造了比较好的回收流动性环境。另一方面，央行近期召开的货币政策委员会例会公告中，对“保持货币政策的连续性、稳定性、可持续性”以及“保持对经济恢复的必要支持力度”这两处措辞明显偏宽松的内容予以了删除，对经济的表述也明显更加乐观，这同样意味着货币政策的回归可能将更加陡峭。

宏观杠杆率控制也将进一步收紧信用增速。信用方面，宏观杠杆率的控制有可能导致全年信用增长不及预期。最近一段时间，其一，在 3 月 9 日央行研究局局长王信指出，宏观杠杆率比 2020 年末略有下降，2022 年还将小幅下降。2020 年末名义 GDP 为 101.6 万亿，宏观杠杆率为 270.1%，因此对应的宏观债务余额规模为 274.4 万亿。假如要求今年宏观杠杆率与 2020 年末基本保持稳定（比上述“略有下降”更为宽松），如果今年的名义 GDP 增速在 10%左右，那么对应的宏观债务余额规模同比增速也在 10%左右，而宏观债务余额同比增速与社融存量同比增速较为接近，意味着今年社融存量同比增速也可能会下降到 10%左右（10%的名义 GDP 增速也是一个较为乐观的预期），较 2020 年的 13.3%将有大幅回落。如果与今年前 2 个月的社融存量 13.3%的增速相比，意味着到年底下降到 10%左右将会有非常大的压力。其二，3 月 15 日国常会提出的政府杠杆率要有所降低，根据我们上周周报的分析来看，更可能也是在要求地方政府隐性债务规模要有一个比较明显的压降。因此无论从哪个角度考虑，今年的信用都面临着较大的收紧压力。

3 月份的货币供给和社融增速有可能出现较大幅度的回落。2 月份由于新增信贷和未贴现银行承兑汇票的支撑，社融大超预期。但随着三月份大量城投债到期、地方政府债券发行规模有限，叠加各地严查经营贷、消费贷违规流入房市以及收紧房地产行业贷款，预计社融增速将出现较大幅度的边际回落，值得关注。

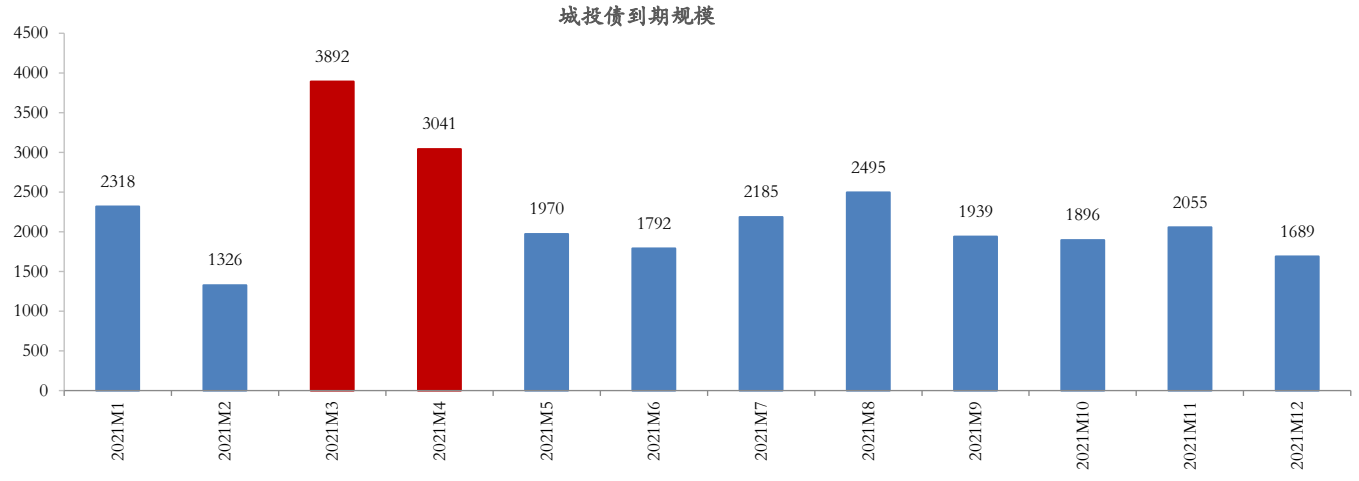
图表 6 2021 年若维持宏观杠杆率稳定，信用将面临较大的收紧压力，若要求杠杆率下降，则压力更大

年份	名义 GDP 增速	名义 GDP 规模	宏观杠杆率	宏观债务余额规模	债务余额增速
2020 年	2.99%	101.6 万亿	207.1%	274.4 万亿	12.8%
2021 年 E	8%	109.7 万亿	假如宏观杠杆率不变仍为 270.1%	296.4 万亿	8%
	8.5%	110.2 万亿		297.7 万亿	8.5%
	9%	110.7 万亿		299.1 万亿	9%
	9.5%	111.2 万亿		300.5 万亿	9.5%
	10%	111.7 万亿		301.9 万亿	10%

资料来源：wind，华安证券研究所

4 月份市场资金有可能较为紧张，需关注央行的政策对冲。4 月份的市场资金需求较大，一方面是城投债到期规模仍然庞大，仍有 3041 亿到期，仅次于 3 月份的到期规模；另一方面是地方政府的专项债有可能迎来集中发行，今年 1 季度的前两个月由于 2020 年专项债仍有不少余额未使用，因此并未安排额度提前下达，直到 3 月初才提前下达了部分额度，但整体来看 3 月份发行的专项债规模较为有限，预计主要的发行节奏将集中在 2-3 季度；最后，4 月份将迎来企业的密集性纳税时间窗口。因此整体来看，4 月份面临的资金压力将比 3 月份更为显著，需重点关注央行的政策对冲。

图表 7 3 月份城投债到期规模高峰后，4 月到期规模仍大，迎来次高峰



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：亿

1.3 风险偏好短期企稳，中期仍面临不确定性

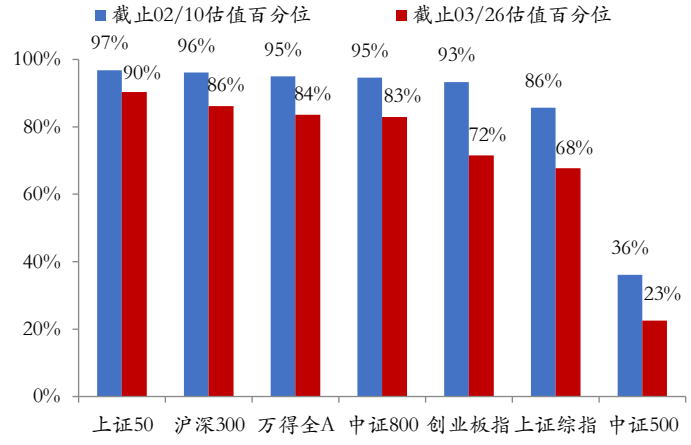
市场存在反弹可能，但时间空间都将有限。春节后至 3 月中旬，市场呈现非理性情绪化的快速下跌，其中创业板指跌幅接近 25%，上证指数跌幅接近 10%。3 月中旬市场结束快速下跌以来，保持盘整震荡态势至今，前期的恐慌下跌情绪已经有所平抑，风险偏好有所企稳，不排除出现一波反弹的行情。**反弹行情的催化剂可能来自于两方面：其一，**4 月份逐渐迎来一季报的披露期，而**今年的一季度将出现非**

常高景气的业绩表现，亮眼的盈利数据可能会对市场的反弹提供基本面支撑；其二，中美关系可能迎来一段时间的缓和。根据白宫发布的声明称，将在 4 月 22-23 日在美国举行全球气候峰会，并且已经邀请中国领导人出席。气候问题是中美之间目前为数不多的共同选项之一，因此在这个会上中美之间达成气候方面的合作可能很大，中美的关系 也有望迎来阶段性的缓和。但整体来看，由于 4 月份乃至 2 季度仍然面临较大的不确定性和整体高估值困扰，反弹的时间和空间都可能会比较受限。

4 月份尤其需要关注中央政治局会议对经济的评价和政策可能的调整以及央行是否对过紧流动性状态进行对冲。4 月下旬中央政治局会议对 1 季度经济形势的评价以及对后续宏观政策的定调将是最重要最受关注的事件，目前来看还带有相当大的不确定性。一方面，一季度经济同比增速毫无疑问将取得非常高的高增，同时二季度经济同比增速也面临着相当大的边际回落压力，政策如何评判靓丽的增速和后续快速的回落，值得关注；另一方面，从货币政策委员会的例会公告来看，货币政策基调率先做出了调整。

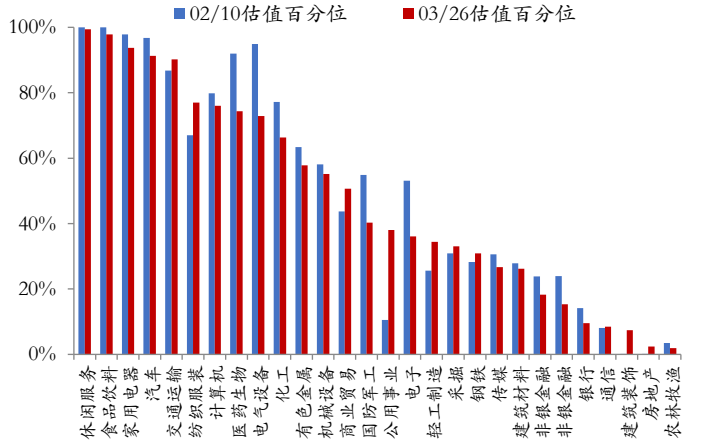
整体估值消化并不到位，叠加政策回归抑制，市场仍存在风险。经过春节以后的大幅快速调整，市场整体的估值水平和历史百分位有了一定程度的回落，但上证综指、沪深 300、万得全 A、中证 500 的估值百分位仍在 80%以上的偏高状态，创业板指目前在 72%、上证综指在 68%，也是仍然处于不便宜状态。此外，从一些具有较大压力的抱团板块来看，普遍估值仍然高企。因此目前来看整体估值的消化还不够到位。后续需静待 2020Q4 季度和 2021Q1 季度盈利业绩出炉后，观察对估值的消化程度。此外总量政策回归的力度和节奏对市场的运行均形成一定的抑制。

图表 8 整体估值有一定程度消化，但仍偏高位



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 9 行业间估值分化裂口有所收敛，抱团板块估值仍高



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

2 行业配置：把握业绩超预期、低估值和疫后恢复三条主线

2.1 配置思路：业绩超预期，兼顾低估值

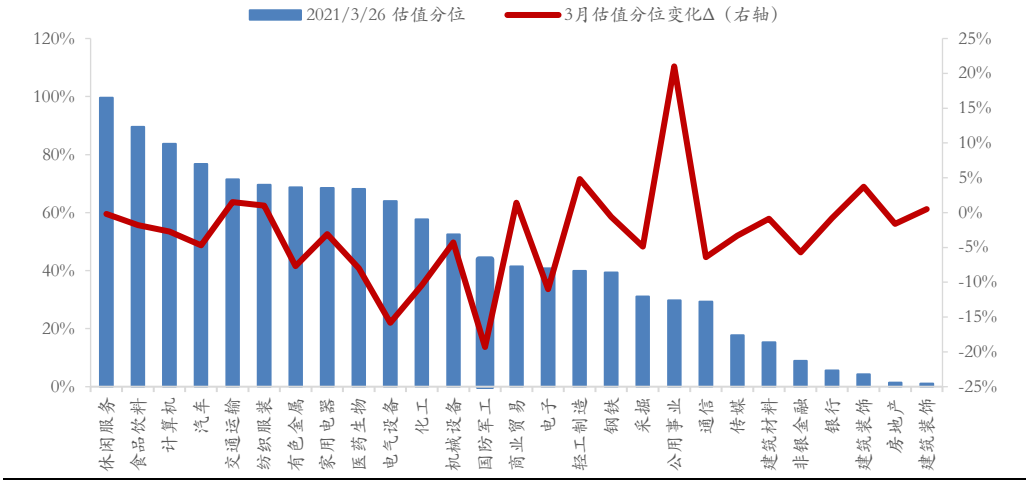
行业配置思路：4 月最大的机会来源于 1 季度增长的超预期，对应着部分上市公司业绩超预期，因此行业配置需重点关注盈利超预期、高景气延续和低估值，具体关注三条主线：一是增长超预期主线，对应业绩具有确定性的化工、有色和半导体；二是疫后复苏主线，聚焦预期回暖的交运以及存在假日经济催化的旅游、酒店；三是低估值主线，具备性价比的银行、保险。主题方面，聚焦双碳目标下的五大类投资机会，尤其是主要受益方向的新能源产业链。

主线一：增长主线，寻找业绩超预期板块，关注化工、有色中的铝板块和半导体。从增长的层面来看，在一季度经济增长高点确认的过程中，诸多公司存在一季报业绩超预期的可能。重点关注三个业绩超预期的板块。**①化工，**关注布局全产业链公司的一季度业绩可期。**②有色，**重点关注电解铝行业。在行业保持高利润的同时，下游需求好转推动，继续保持景气向上，一季度业绩或超预期。**③半导体，**缺芯状态进一步延续，供需矛盾突出，带来半导体厂商收入和利润的增长，一季度业绩将迎来兑现。估值层面，在近期大盘调整的过程中，化工、有色、半导体等估值较前期高位有明显回落，性价比凸显。

主线二：疫后复苏主线，聚焦交运板块回暖、旅游、酒店继续高景气。一是受益疫苗接种加速带来的经济回归正常化，陆海空运量均有显著提升；二是春夏出游变多，带来长途旅行比例的提升。三是五一长假临近，旅游、酒店进入旺季。

主线三：低估值主线，配置具有性价比的银行、保险。从性价比的角度，大金融中的银行和保险当前估值分位分别为 5.6%和 8.9%，处于绝对低位。**①银行，经济向上过程中，一方面**资产端质量不断改善带动不良下降，另一方面资产端价格抬升可见，息差有望扩大。**②保险，**寿险负债端的保费压制因素减弱，投资端则受益于国债收益率的上行。**双碳目标下，主题投资关注“碳中和”概念的两大赛道，五大投资机会。一是直接受益产业，**包括**①高耗能行业**，能源效率提升和升级改造；**②新能源产业链**，受益于能源结构优化的最确定的投资路径，包括新能源上游材料、新能源车、储能、风电、光伏和氢能等。**二是间接受益产业，**包括**①高端制造和设备，**受益于产业升级带来的设备升级需求；**②科技产业，**低碳路径下的智能化、网联化趋势；**③相关服务附加产业，**包括服务供应商等。

图表 10 3 月电气设备、军工、电子、医药、化工、有色等高估值板块分位数明显下移



资料来源：wind，华安证券研究所

2.2 首选主线推荐逻辑

2.2.1 主线一：增长超预期，业绩具有确定性的化工、有色、半导体

一是增长主线下，寻找业绩超预期板块，重点关注化工中全产业链公司，有色中的铝板块，以及半导体。核心推荐逻辑：一是业绩超预期。在一季度是增长高点的背景下，对应业绩具有超预期表现；二是估值下杀比较多。在经历 3 月份美债收益率快速上行带来的高估值板块杀跌后，化工、有色、半导体等估值较前期高位有明显回落。

业绩超预期之一：化工，关注全产业链公司业绩超预期。

从景气度来看，当前内需正处于金三银四阶段。虽然环比在 5 月会出现季节性回落；但外需在海外疫情，尤其是欧盟或面临新一轮的封锁情况下，供需错配的逻辑或还能演绎一段时间，为景气度形成一定支撑。

业绩方面，化工板块一季度或有分化，重点关注全产业链公司的业绩超预期。去年年底至一季度，周期品价格的快速上涨，带来业绩的分化。**布局全产业链的龙头公司一季度业绩可期。**以万华化学为例，受益于 MDI 价格的上涨（3 月万华化学聚合 MDI 价格较 2 月份上调 7500 元/吨，纯 MDI 挂牌价上调 4000 元/吨），叠加下游需求强劲，社会库存处于历史中等分位，或带来一季度业绩的超预期。**产业链偏短的公司业绩或一般。**对于产业链偏短的公司而言，则受到一季度原料价格上涨压制，业绩或相对一般。

碳中和带来中期分化，关注受益的材料端板块。在“十四五规划”制定 2030 年前碳排放达峰行动方案中，提出将控制化石能源消费，将带来化工板块的中期分化。一方面，能耗高的化工板块或受到抑制；但另一方面，受限于在无大量新增产能情况

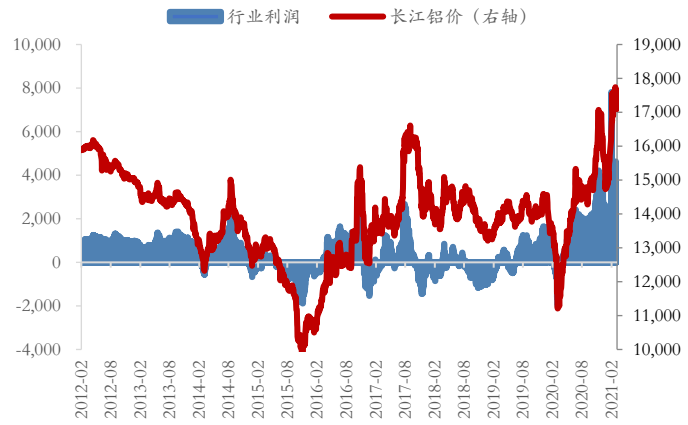
下盈利中枢大幅提升，大化工企业获得的巨大现金流或投向下游精细化工品，同时生物基作为化石基的替代，将有利于生物材料和生物能源细分领域的发展。

业绩超预期之二：景气向上，有色重点关注电解铝

行业保持高利润，一季度业绩或将超预期。从价格和利润来看，铝价当前持续上行，截止 3 月 26 日 LME 铝价来到 2273 美元/吨，较 2 月底上涨 5.4%；电解铝行业保持高利润，3 月份的行业利润超过 4000 元/吨，较 2 月 3000 元/吨中枢进一步走高。因此，在下游需求引领支持铝价走高，以及行业利润高位的推动下，可期待电解铝行业业绩超预期表现。

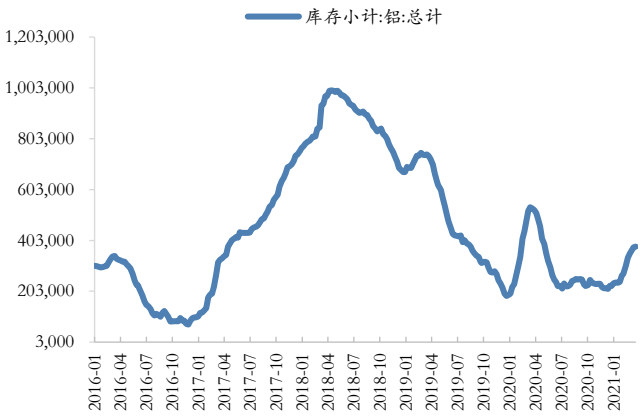
需求边际好转，继续保持景气向上。供需维度，随着碳中和政策下新增产能受限，叠加火电铝成本走高，将进一步形成支撑，库存来看，下游需求预期边际好转，库存或将回落。尽管当前来看，3 月份铝库存较 2 月份有明显上行，但是对应 5 年数据来看，当前铝库存并不处于历史高位。同时，随着下游建材等需求旺季的来临，库存有望释放，库存压力并不大。

图表 11 电解铝行业保持高利润



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：元/吨

图表 12 下游需求预期边际好转，库存或将回落



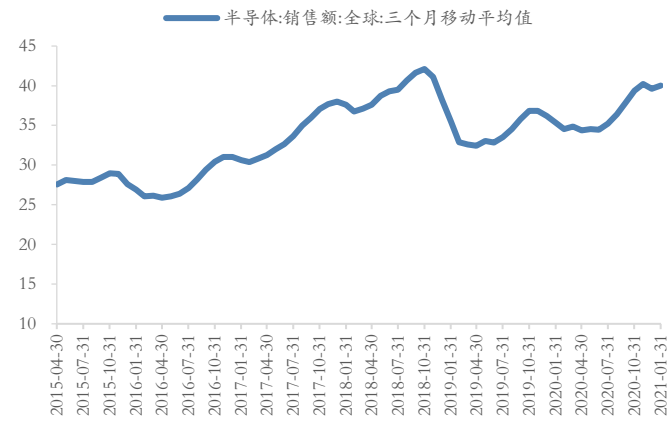
资料来源：wind，华安证券研究所。单位：吨

业绩超预期之三：缺芯状态将延续，半导体一季度业绩将兑现

供需紧张进一步加剧。自 2021 年以来，半导体的芯片短缺问题并未得到缓解，供需矛盾进一步加剧。一是下游需求端，除传统 3C 消费抬升外，新能源车作为芯片的主要增量端，随着产销量的双双走高，并叠加充电桩等后市场服务，带来对功率半导体结构性需求的抬升。二是供给方面，由于 2020 年疫情影响带来的产能不足，加剧了供需紧张的格局。

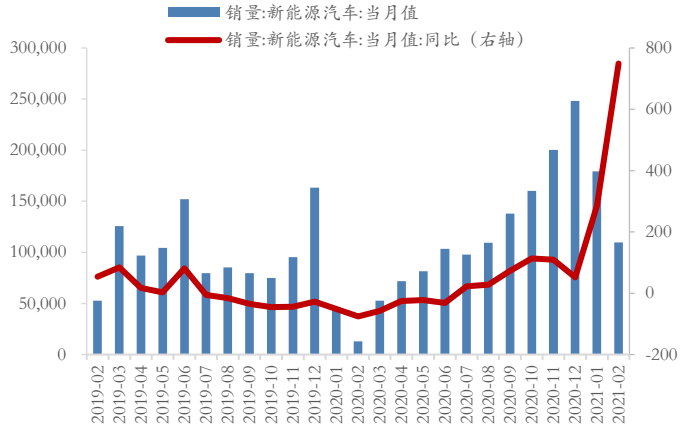
半导体厂商提价，一季度高景气将带来业绩兑现。在供给缺口持续，以及自 2020 年底以来龙头半导体公司持续发布提价通知的背景下，收入和利润增长，一季度业绩超预期具有高确定性。

图表 13 半导体销售额 2020 年底以来持续走高



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：十亿美元

图表 14 新能源车销量同比不断攀升

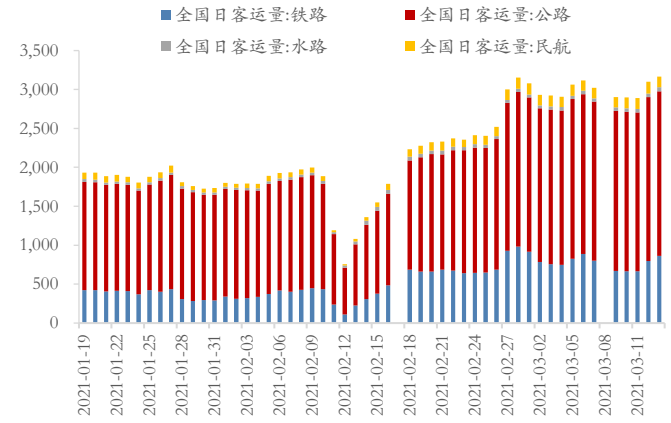


资料来源：wind，华安证券研究所。单位：辆/%

2.2.2 主线二：疫后复苏的交运板块

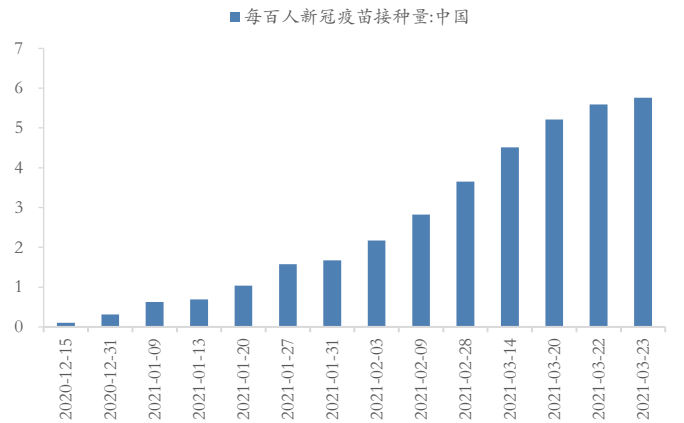
聚焦交通运输板块，核心链条受益于疫后复苏。一是国内外疫苗接种加速。从接种疫苗总数来看，截止 3 月 27 日，全国已经累计报告接种新冠疫苗超过 1 亿剂次，日新增接种超过 300 万剂次；从每百人新冠疫苗接种量来看，截止 3 月 23 日中国已经达到 5.75 剂次，较 2 月 28 日的 3.65 剂次提升 2.11 剂次，为经济运行进一步正常化提供保证。二是进入春夏出游变多，清明及五一小长假的临近，叠加疫苗接种率的提升，带来交运板块的回升，尤其是长途旅行比例的提高。实际上，从旅游、酒店板块的先行启动已经可以预期交运的回暖。

图表 15 全国客运量 3 月较 2 月有明显抬升



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：万人次

图表 16 中国每百人新冠疫苗接种量持续增加



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：剂次

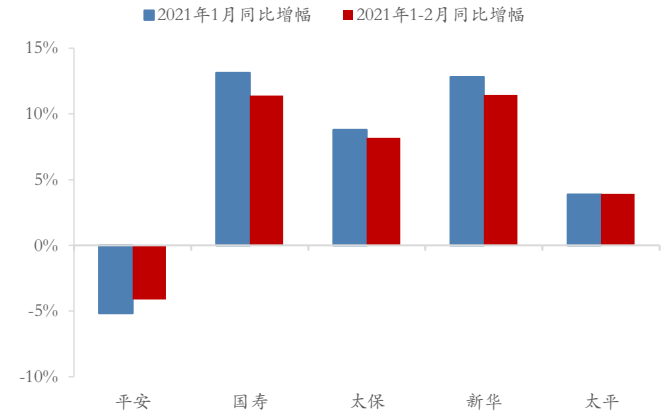
2.2.3 主线三：配置低估值、具有性价比的银行、保险

低估值之一：银行延续资产质量改善，低估值具备性价比。回顾银行板块表现，可以看到自 2 月 18 日之后迎来震荡，其主要原因在于大盘调整的压制，而非基本面的变动。**从核心逻辑来看**，延续经济复苏进程下，资产质量改善带动不良率的下降。

此外，资产端价格伴随经济复苏及长债利率上行也有抬升，净息差有望扩大。**估值维度，**截止 3 月 26 日银行估值分位处于 5.6%，较 2 月份回落 0.8%，仍处于绝对的低估值水平，兼具配置性价比。

低估值之二：保险，保费压制因素减弱。寿险板块，核心在于负债和投资两端的双重利好。**负债端来看**，作为此前压制寿险的核心因素，保费在 2021 年前两个月出现了明显的边际好转，以平安为例，2021 年 1-2 月保费的累计增速达到-4.11%，较 1 月份-5.16%边际提升。**投资端来看**，10 年期国债收益率维持在 3.2%以上，投资端将收益于利率的回升。**估值维度来看，**截止 3 月 26 日非银金融的估值分位数在 8.9%，较 2 月底的 14.6%大幅回落 5.7%，具有安全边际。

图表 17 寿险保费增速



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

图表 18 10 年期国债收益率高位



资料来源：wind，华安证券研究所。单位：%

3 景气跟踪：大宗商品有所分化，差异在于国际属性强弱

上游，大宗商品价格略有分化，国际属性品种（原油、有色）回落，国内属性更强的黑色建材上涨。原油，3 月中下旬高位回落，一是因欧洲再度封锁带来的需求预期走低；二是供给端墨西哥和俄罗斯的增产计划；三是美债收益率的上行压制。工业金属，并未延续春节过后的快速上行，除了透支前期涨幅之外，宏观层面欧洲疫情变化同样带来需求预期波动。黑色建材，则重回上涨势头。一是供应端因环保限产有所下降，二是需求侧，则是春季开工推动拉动。

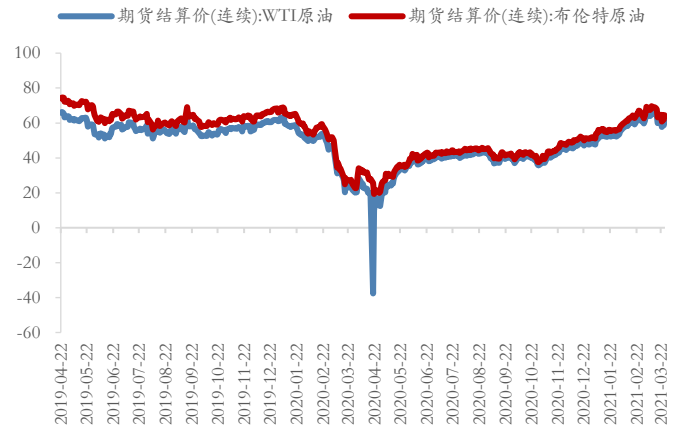
中游，汽车消费高景气，机械利润或受上游压制。汽车，3 月产销延续高景气，不过，需要关注当前缺芯背景下，对汽车产能可能带来的影响。机械，得益于低基数和复苏，2 月产销高于去年同期，但上游原材料价格的走高或压制机械厂商利润。

下游：消费电子高景气延续。3 月消费电子延续高景气，微型电子计算机产量持续抬升，液晶面板价格延续强势上涨。

3.1 上游原材料：大宗商品价格略有分化

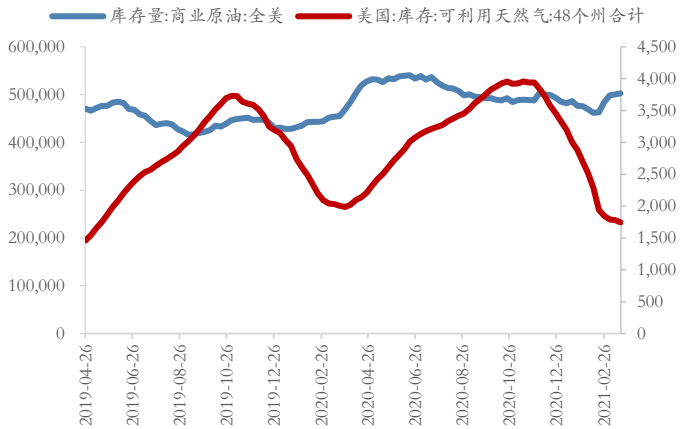
原油：原油价格自 3 月中下旬开始出现高位回落，同时全美原油库存量同期走高。一是需求端的预期走低，随着 3 月 19 日法国因疫情宣布新的封锁措施之后，令市场对于欧洲复苏进程略有担忧；二是供给端的增长，包括墨西哥、俄罗斯都在 3 月宣布新的原油增产计划。其中，墨西哥石油开采量 200 万桶/日，回升至 2017 年水平。三是美债收益率在 3 月份的继续走高，10 年期美债收益率最高达到 1.74%，带动美元指数上涨，一定程度上压制了原油价格。

图表 19 原油价格 3 月中下旬高位回落



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元

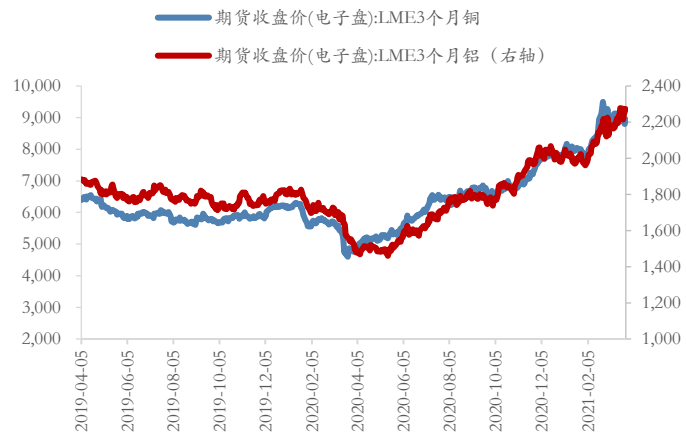
图表 20 原油库存量走高



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：千桶/十亿立方英尺

有色：3 月以来无论是工业金属还是小金属价格，并未延续春节过后的快速上行趋势，包括铜、铝、锌价格高位震荡，小金属钴略有回落。有色价格未延续上涨，一是有色金属价格前期上涨速度过快，已经来到历史高位，透支了部分涨幅；二是宏观层面，近期欧洲国家因疫情的再度封锁和收紧限制，带来需求预期的走弱。

图表 21 铜价高位震荡、铝价格继续走高



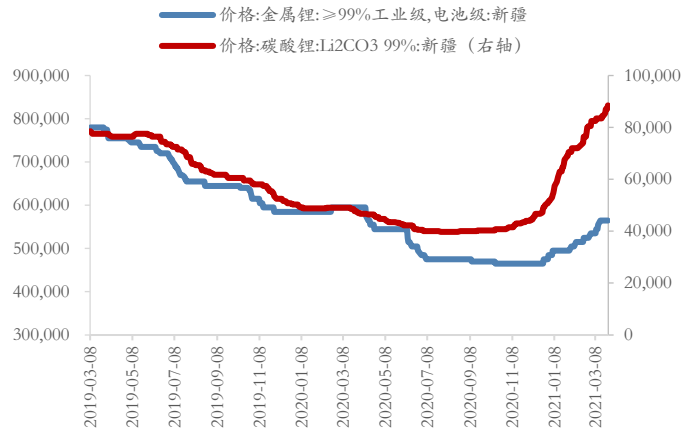
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/吨

图表 22 锌价高位震荡、铅价回落



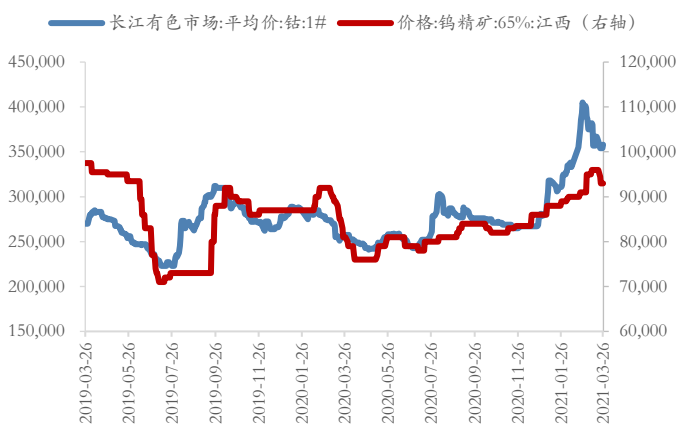
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/吨

图表 23 金属锂、碳酸锂价格继续上涨



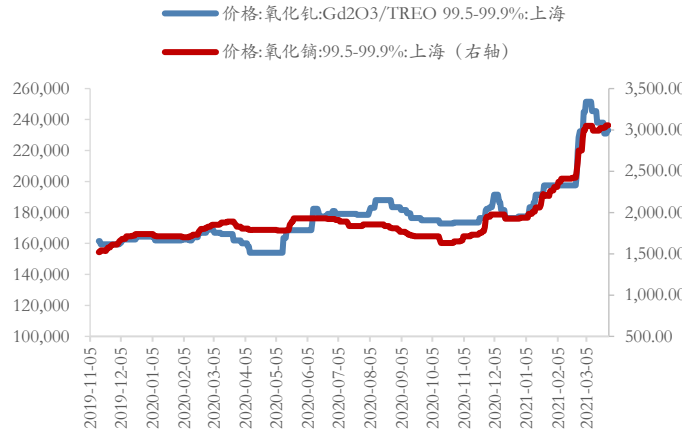
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 24 钴价高位略有回落



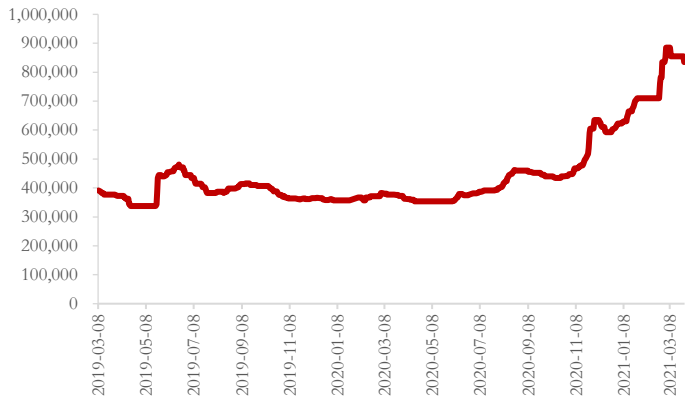
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 25 氧化镝价格高位走平，氧化钆价格略有回落



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 26 金属钕维持高位



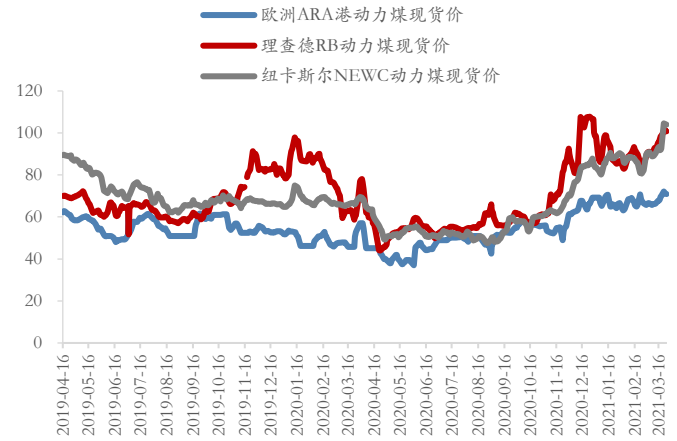
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

钢铁：钢铁价格整体继续走高，一是供应端受环保因素限制，开工率走低；二是需求端随着春季开工边际好转；在供给和需求的双重推动下，钢材库存并未有明显压力，库存量走低。除此以外，铁矿石价格高位回落对钢铁利润端形成支撑。

煤炭：3 月以来海内外动力煤价格重新回到上涨趋势，主要因素在于供应量因环保要求有所下行，同时春节开工后的需求改善推动，且库存也未有明显压力。

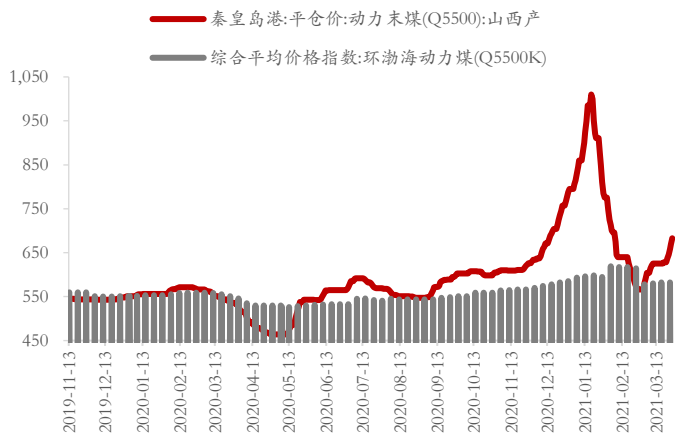
建材：水泥、玻璃价格有上涨势头，源自于春季开工后，下游需求启动带来的需求拉动。

图表 27 海外动力煤价格再度上扬



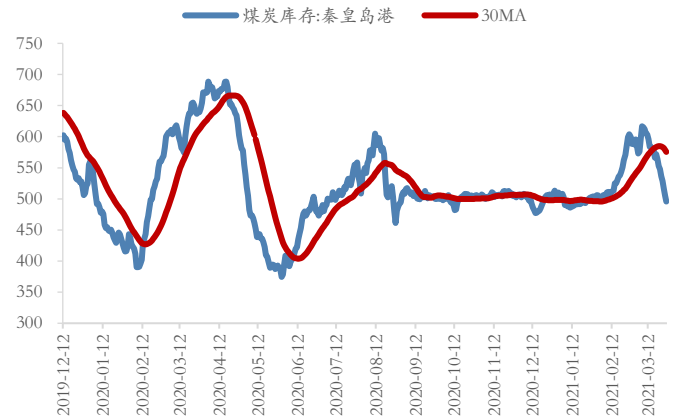
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/吨

图表 28 国内动力煤价格同步走高



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 29 秦皇岛港煤炭库存回落至 2 月初水平



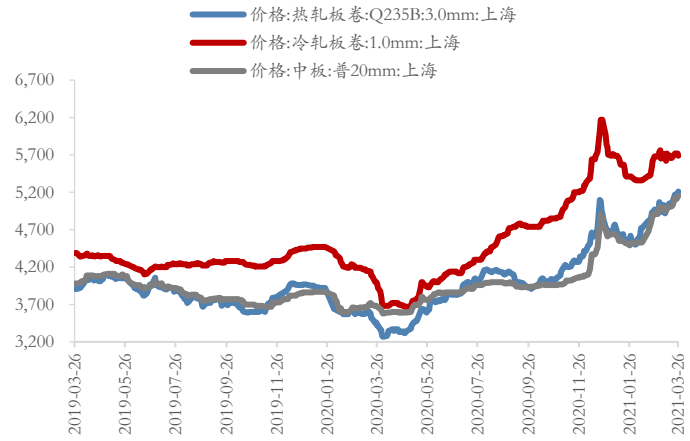
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万吨

图表 30 螺纹钢期现价格继续走高



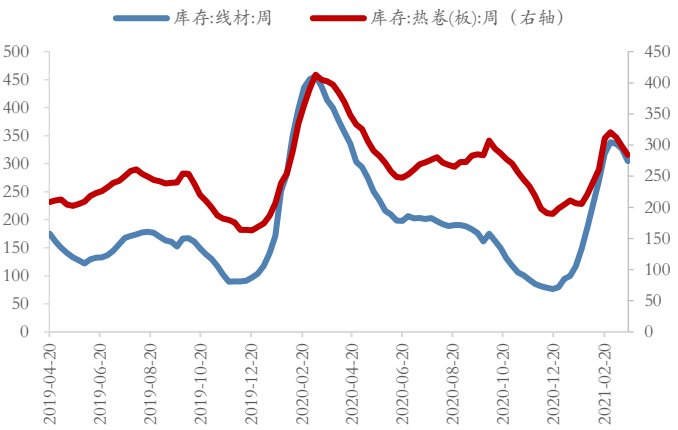
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 31 热轧板、冷轧板、中板价格继续走高



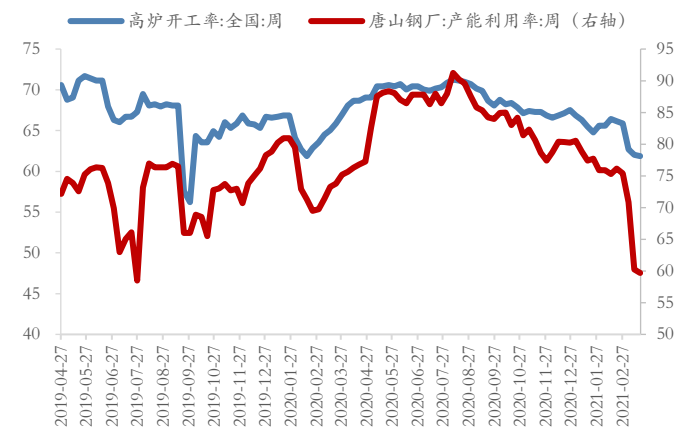
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 32 线材、热卷库存略有回落



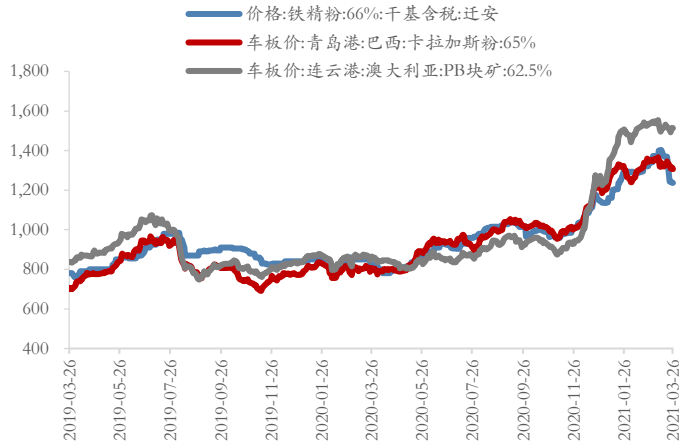
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万吨

图表 33 高炉开工率低位



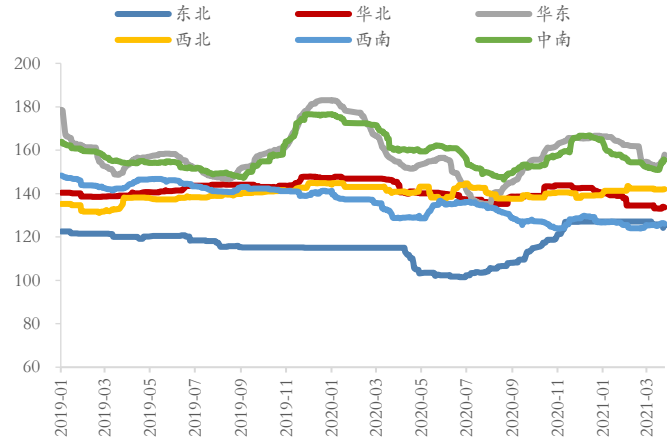
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：%

图表 34 铁矿石价格高位回落



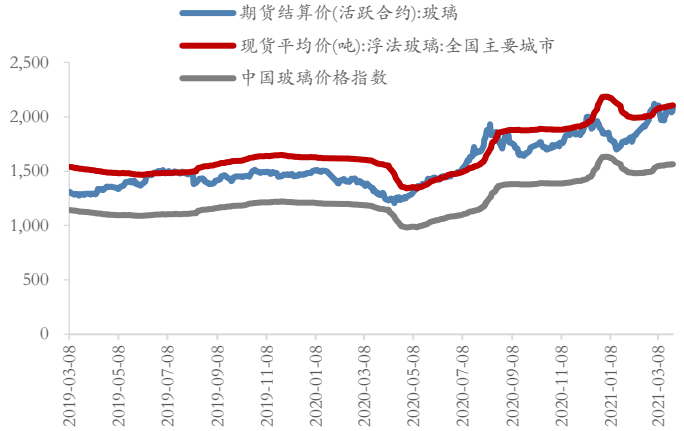
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 35 华东、中南水泥价格低位回升



资料来源：wind，华安证券研究所

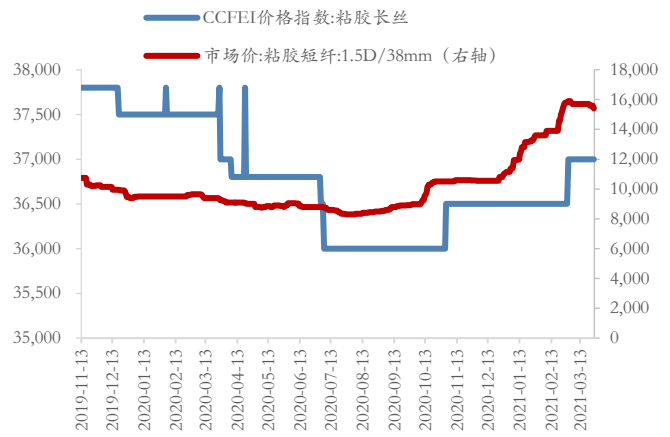
图表 36 玻璃期货价格延续上涨趋势



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

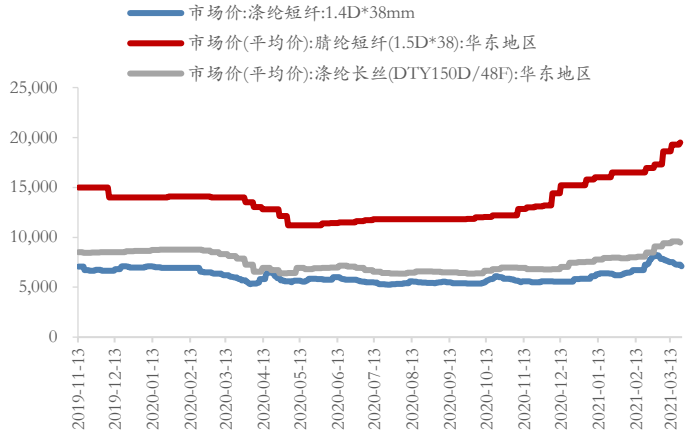
化工：近期化工品表现略有分化，一方面，化纤价格延续上涨趋势，另一方面，MDI 价格略有回落。整体来看，在化工板块金三银四的特点下，价格环比季节性略有回落在预期之中，但考虑到海外需求，仍有一定支撑。

图表 37 粘胶短纤价格维持高位



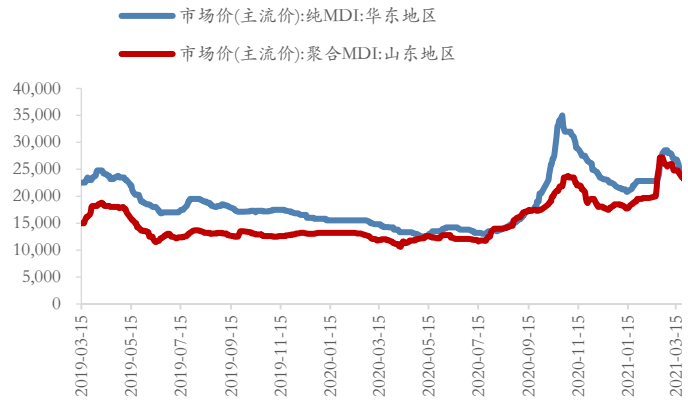
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 38 晴纶短纤价格延续涨势



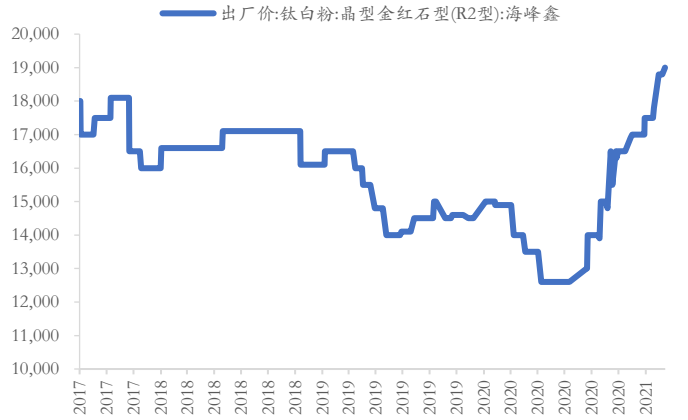
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 39 MDI 价格 3 月略有回落



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

图表 40 钛白粉价格继续上涨

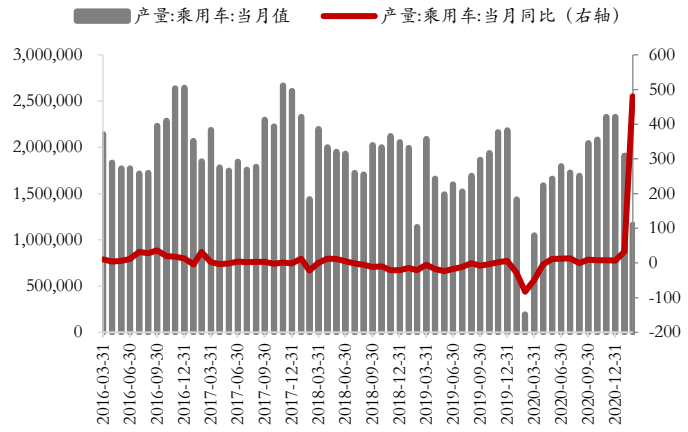


资料来源：wind，华安证券研究所，单位：元/吨

3.2 中游：汽车消费高景气，机械利润或受上游压制

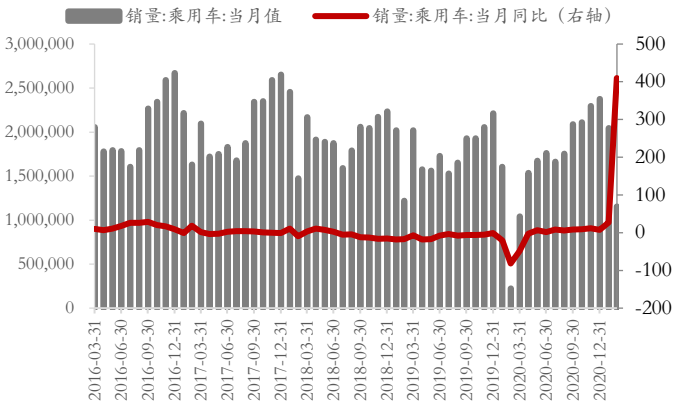
汽车：汽车消费企稳回升。根据乘联会 3 月数据显示，预计 3 月份乘用车销量将达到 174 万辆，同比增长 66%，延续高景气趋势。不过，需要关注当前缺芯背景下，对汽车产能可能带来的影响。

图表 41 乘用车产量同比走高



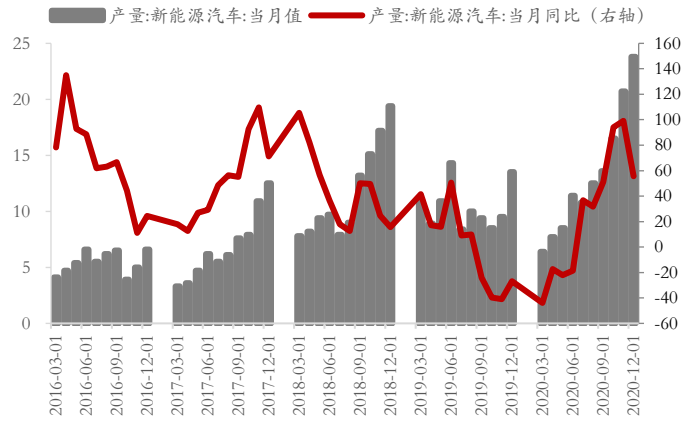
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

图表 42 乘用车销量同比高位



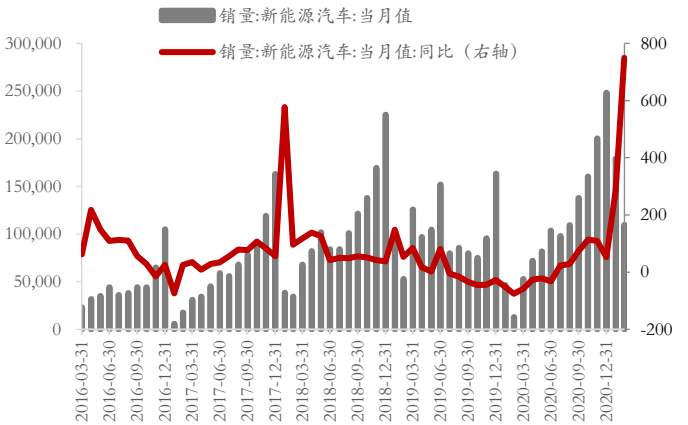
资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

图表 43 新能源车产量持续攀升



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

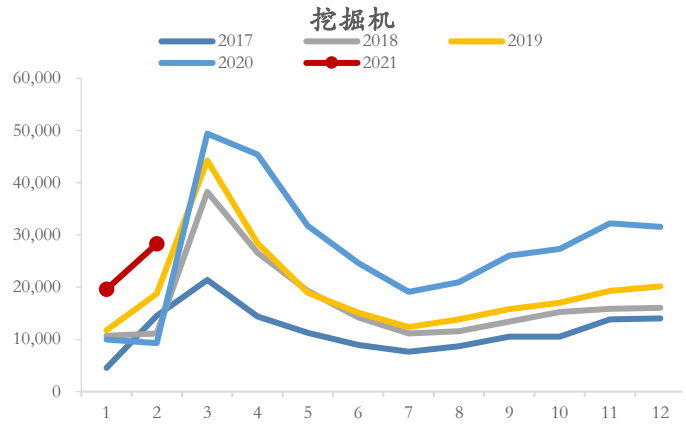
图表 44 新能源汽车销量继续延续高增长



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

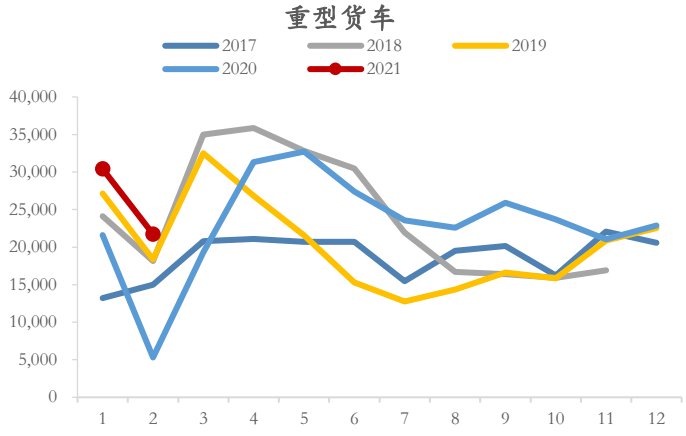
机械：2021 年 2 月机械产销量均高于去年同期，仍然得益于去年的低基数，以及海内外经济复苏预期的双重影响。不过，鉴于今年 1 季度上游原材料价格的快速走高，将压制下游机械厂商利润。

图表 45 挖掘机：销量走高



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：台

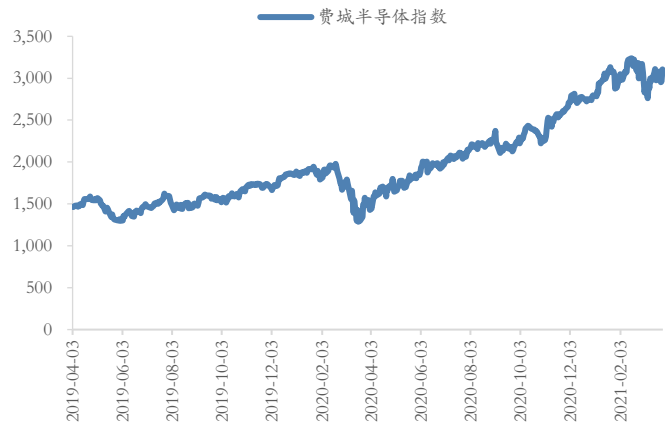
图表 46 重型货车：产量走高



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：辆

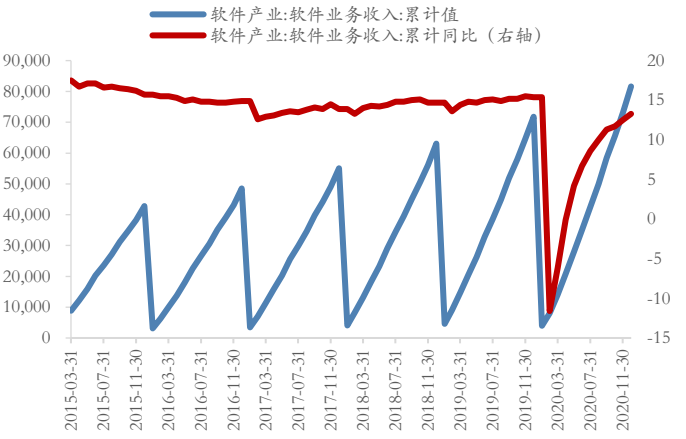
电子：费城半导体指数重回上涨，软件业务收入增速略有放缓，整体来看，全球半导体仍然处于高景气度。

图表 47 费城半导体指数重回上涨



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 48 软件业务收入增速略有放缓

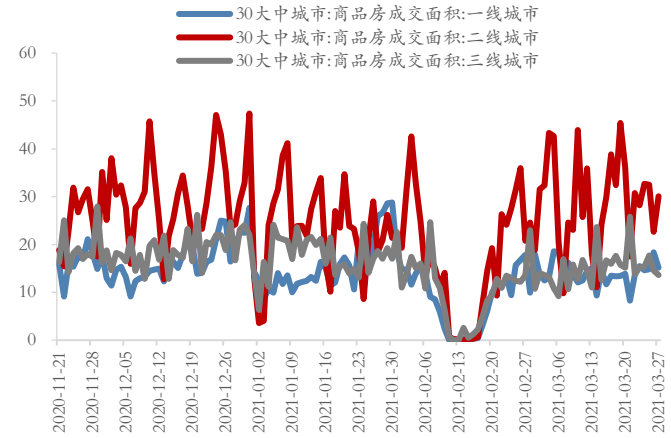


资料来源：wind，华安证券研究所，单位：亿元

3.3 下游：消费电子继续维持高景气

房地产：3 月房地产居民贷款进一步收紧，但商品房成交面积仍然处于高位。百大城市土地供应面积来看，3 月处于较低水平。

图表 49 商品房成交面积高位



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万平方米

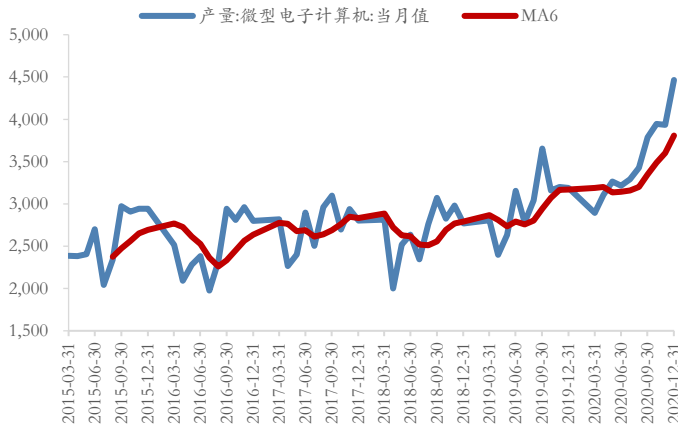
图表 50 3 月百大城市土地供应面积处于低位



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万平方米/宗

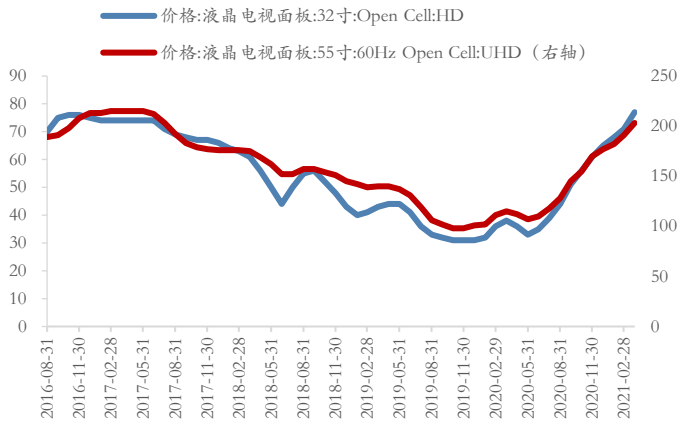
消费电子：3 月消费电子延续高景气，微型电子计算机产量持续抬升，液晶面板价格延续强势上涨。

图表 51 微型电子计算机产量持续抬升



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：万台

图表 52 液晶面板价格继续上涨趋势



资料来源：wind，华安证券研究所，单位：美元/片

风险提示：

中美关系进一步恶化；经济复苏不及预期；上市公司业绩不及预期等。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。