论反弹的持续性：对业绩高增的因素拆分

——策略周聚焦

2021 年 03 月 28 日

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

报告要点：

■ ①短期有望迎来一季报行情催生的反弹行情，基于 1-2 月工业企业业绩预测，全 A 非金融 Q1 净利同比有望达 83.2%，两年复合增速 37.2%。②反弹品种对业绩要求异常严苛，要求剔除基期后，一季度业绩增速较去年四季度仍有增长。③符合标准行业有通信电子、汽车、有色、专用设备、仪器仪表、医药。④反弹持续性受限，短期利润高增更多是成本费用压降，而非收入提升，进入二季度通胀对于成本端压力将逐步显现。⑤有意义反弹仍取决于有效需求跟踪，克强指数相关的工业用电、中长贷款、铁路货运将逐步公布。⑥高股息策略仍在偏好序列，银行、地产、公用事业。

正文摘要

■ **利润强劲增长更多是成本费用压降，而非收入提升，业绩高增短期难持续。**同比视角下开年利润增速强劲，收入增速恢复至正常；环比季节性视角下开年利润季节性回落偏小，收入回落较大。同环比分析发现开年工业企业收入中性恢复，背后是需求恢复仍相对缓慢。利润强劲增长主要来自成本费用的压降。从空调、冰箱等下游商品的库存来看，2020 年下半年基本高增或处于历史高位水平，前期低价库存在一定程度上压低成本费用占比，从而增厚了企业利润空间。

■ **库存累积风险需持续跟踪。**此前我们提示的被动补库存风险得到工业企业数据印证，产成品存货绝对值较 20 年 12 月基本持平，同比 8.6%，较 12 月上行 1.1 pct，但正常春节都是相反的去库存。结合前文分析企业收入端恢复相对缓慢，且较往年春节还是强季节性回落，形成了宏观层面强生产-弱需求，企业微观弱收入-强库存的被动性补库存，往后是否会出现被动去库存压力，核心在于往下的需求端分析。从近期高频数据来看，3 月高炉开工率有所下行，CCFI 综合指数自 3 月以来也有所下行，后续仍有待工业用电、货运等需求端数据的验证。

■ **A 股全年盈利维持乐观，下半年弹性更大。**1-2 月工业企业盈利预示上市公司一季报高增确认，历史上工业企业与全 A 非金融净利润拟合度很高，2011 以来相关系数高达 0.85，根据已公布的 1-2 月工业企业利润测算上市公司一季报表现，推算全部 A 股 Q1 净利润 10412 亿元，同比增速 20.2%，两年复合增速 15.8%；再根据 2011-2020 年 Q1 全部 A 股净利润占全年均值 24.8%，推算全部 A 股 21 年净利润 42485 亿元，同比增速 30.45%，两年复合增速 20.6%。

■ **严苛挑选短期反弹品种：通信电子、汽车、有色金属冶炼、专用设备、仪器仪表、医药。**在业绩持续性待观测的情况下，我们对短期反弹品种的增长要求非常严苛：剔除基期因素后，一季度收入&利润增速较去年四季度仍有增长，按照这一标准对 1-2 月工业企业分行业挑选，我们发现通信电子、有色、汽车、专用设备、仪器仪表、医药更优。在观测到有效需求回暖前，市场在二季度仍可能维持青黄不接的震荡格局，我们仍对高股息策略保持偏好，包括银行、地产、公用事业，详见前期报告《有意义的反弹还是青黄不接的震荡——20210316》。

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

相关研究

1、《两融风险可控——策略联合非银专题》2021-03-15
2、《东吴策略·行业风火轮——IPO 排队序列中的绩优生-次新股系列（2）》2021-03-12
3、《东吴策略·资金分化明显，市场无一致风格——市场温度计》2021-03-09
4、《东吴碳中和系列报告（三）：碳中和的机遇与风险》2021-03-08
5、《策略专题 20210305：美国财政泄洪，哪几点影响全球市场？》2021-03-05

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 论反弹的持续性：对业绩高增的因素拆分 3
2. 风险提示 8

图表目录

图 1：工业企业利润总额 1-2 月同比高增 3
图 2：工业企业营业收入 1-2 月同比上行 3
图 3：营业收入环比回落幅度超过季节性因素 4
图 4：每百元营业收入中的成本季节性回落明显 4
图 5：每百元营业收入中的费用季节性回落明显 4
图 6：每百元资产实现营业收入季节性回落幅度低于往年 4
图 7：产成品周转天数基本略高于 2019 年同期水平 5
图 8：营收账款周转天数基本回到 2019 年年同期水平 5
图 9：产成品存货累计同比反季节上行 5
图 10：产成品存货未呈现季节性回落 5
图 11：3 月高炉开工率有所下行 5
图 12：CCFI 指数 3 月以来有所下行 5
图 13：工业企业利润与全 A 非金融净利同比增速拟合度很高 7
图 14：科技、黑色金属、汽车行业利润增速领先 8
图 15：黑色金属、科技、电气机械等行业营业收入同比增速领先 8

我们上期周聚焦《有意义的反弹还是青黄不接的震荡——20210316》分析 1-2 月经济数据呈现强生产-弱需求格局，3-4 月需要更多高频数据进行基本面跟踪。经过节后一个半月的大幅调整，短期有望迎来一波反弹行情，原因是市场会对 1-2 月工业企业盈利所隐含的一季报业绩高增给予定价，我们预计全 A 非金融 Q1 净利润同比增速 83.2%，两年复合增速 37.2%。往后反弹的持续性取决于两个因素：业绩高增能否延续？有效需求多强？目前看短期利润高增更多是成本费用压降，而非收入提升，进入二季度通胀对于成本端压力将逐步显现，业绩持续性承压。有意义的反弹仍取决于对有效需求的跟踪。这一背景下，短期反弹品种对业绩的要求异常严苛：要求剔除基期因素后，一季度业绩较去年四季度仍有增长，符合这一标准的行业有：通信电子、汽车、有色、专用设备、医药、仪器仪表。此外高股息策略仍在我们的偏好序列，包括银行、地产、公用事业。

1. 论反弹的持续性：对业绩高增的因素拆分

利润强劲增长更多是成本费用压降，而非收入提升，持续性待观测。同比视角下开年利润增速强季节反弹，收入增速恢复至正常：1-2 月工业企业利润总额同比增 1.79 倍，剔除基期影响后的两年复合增速 31.2%，处 12 年至今峰值；营业收入同比增 45.5%，两年复合增 9.4%，创 19 年至今峰值，低于 2018 年及此前整体水平。环比季节性视角下开年利润季节性回落偏小，收入回落与正常年份相当：1-2 月利润总额较 20 年 12 月回落 21.23%，为 2012 年以来最小的季节性回落，但营业收入回落 29%，明显高于 2018、2019 年，与 2012-2017 年的水平基本相当。同环比分析发现开年工业企业收入中性恢复，背后是内需恢复仍相对缓慢，短期利润强劲增长主要来自成本费用的压降：1-2 月每百元营收中的成本 82.9 元，为 2015 年来最低水平，较 2020 全年降 0.97 pct；每百元营收中的费用也较 2020 全年降 0.4 元，季节性回落为 2017 年以来最高；而每百元资产实现的营收 79.8 元，低于 2015-2019 年的同期水平。成本费用的压降主要来自产品价格上涨和前期低价库存原材料的助推，分行业看上游原材料业绩改善最为明显，包括石油、煤炭、化学原料和化学制品。

图 1：工业企业利润总额 1-2 月同比高增

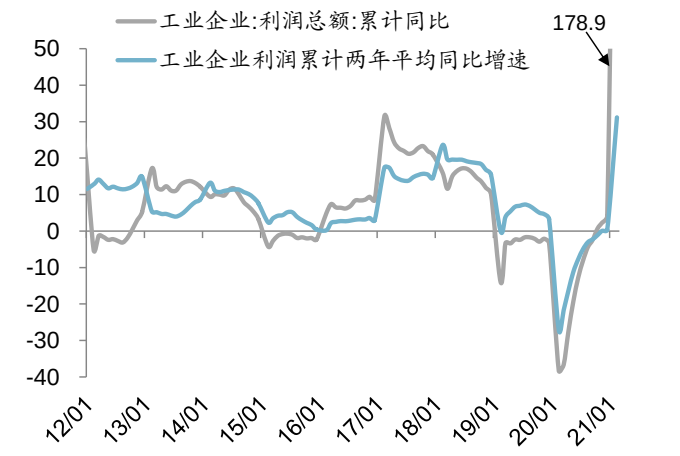
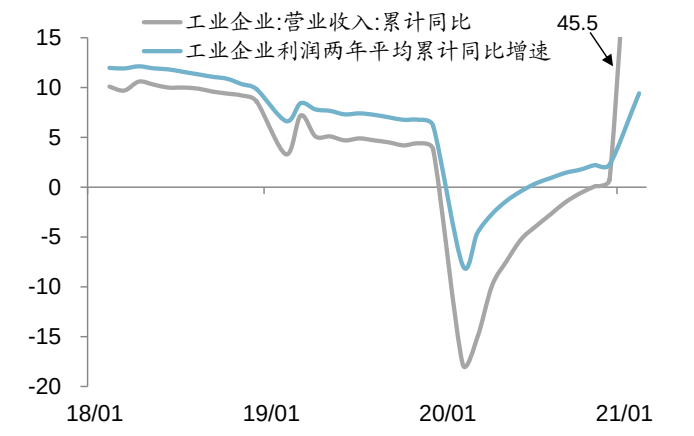


图 2：工业企业营业收入 1-2 月同比上行

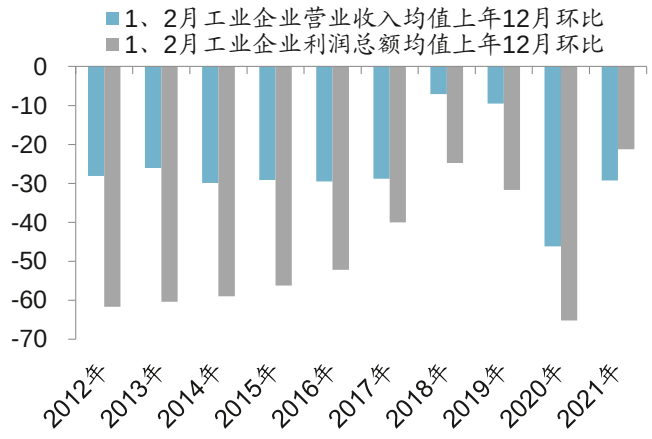


请务必阅读正文之后的免责声明部分

数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：Wind，东吴证券研究所

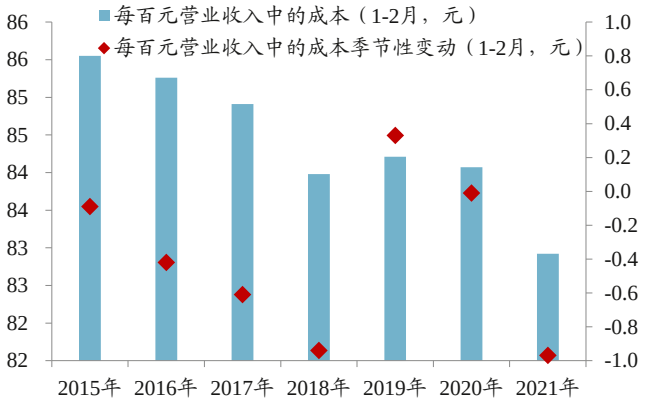
图 3：营业收入环比回落幅度超过季节性因素



数据来源：Wind，东吴证券研究所

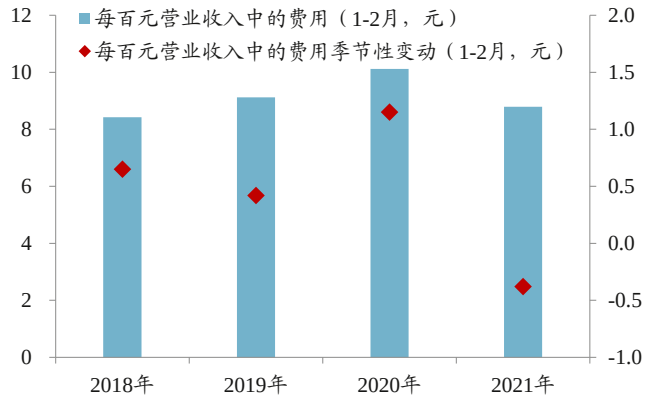
注： 2012-2017 年营业收入为主营业务收入口径

图 4：每百元营业收入中的成本季节性回落明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

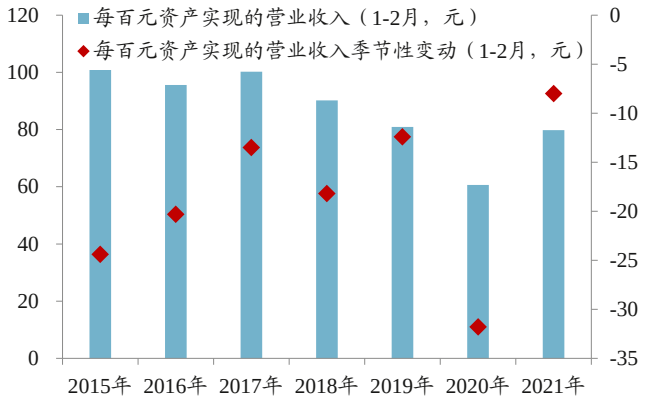
图 5：每百元营业收入中的费用季节性回落明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注： 2012-2017 年营业收入为主营业务收入口径

图 6：每百元资产实现营业收入季节性回落幅度低于往年

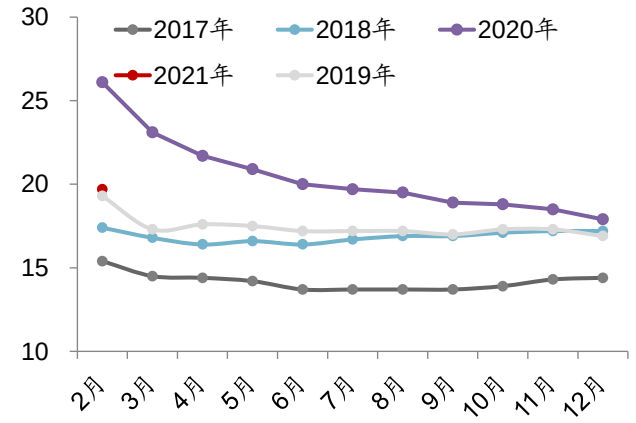


数据来源：Wind，东吴证券研究所

二季度去库存压力显现，仍需高频跟踪有效需求。企业经营效率角度，21 年 1-2 月产成品周转天数、应收账款平均回收期分别为 19.7、57.9 天，基本恢复至相对偏弱的 2019 年同期水平，但距离 2016-2017 年的周转天数仍相对偏高。此前《有意义的反弹还是青黄不接的震荡-20210316》中提示，开年宏观经济呈现强生产、强出口，弱内需格局，由此产生被动补库存风险，春节后则面临去库存、降价格压力，刚公布的工业企业产成品库存对此风险有进一步印证。产成品存货绝对值较 20 年 12 月基本持平，同比 8.6%，较 12 月上行 1.1 pct，但正常春节都是相反的去库存，2011 年以来 1-2 月产成品库存较上年

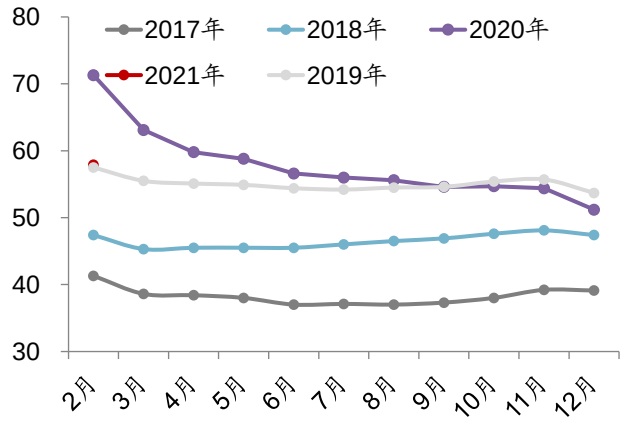
12 月均出现 2-8%的季节性回落，但今年几乎没有体现。结合前文分析企业收入端恢复相对缓慢，且较往年春节还是强季节性回落，所以就形成了宏观层面强生产-弱需求，企业微观弱收入-强库存的被动性补库存，二季度是否会出现被动去库存压力，核心在于有效需求端分析。近期已公布的高频数据显示需求相对疲弱，3 月高炉开工率有所下行，CCFI 综合指数自 3 月以来也有所下行，有效需求后续仍待工业用电、货运等数据验证。

图 7：产成品周转天数基本略高于 2019 年同期水平



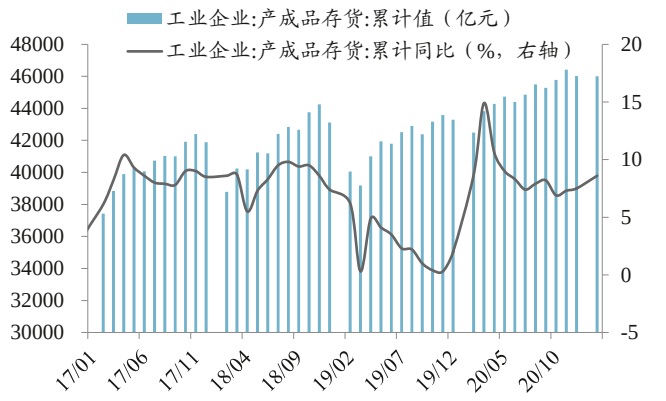
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 8：营收账款周转天数基本回到 2019 年年同期水平



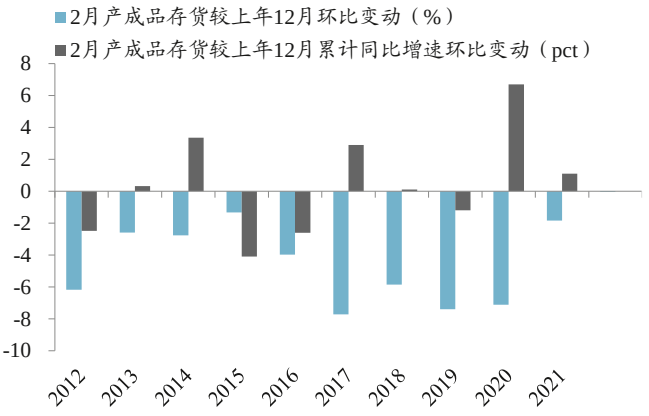
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：产成品存货累计同比反季节上行



数据来源：Wind，东吴证券研究所

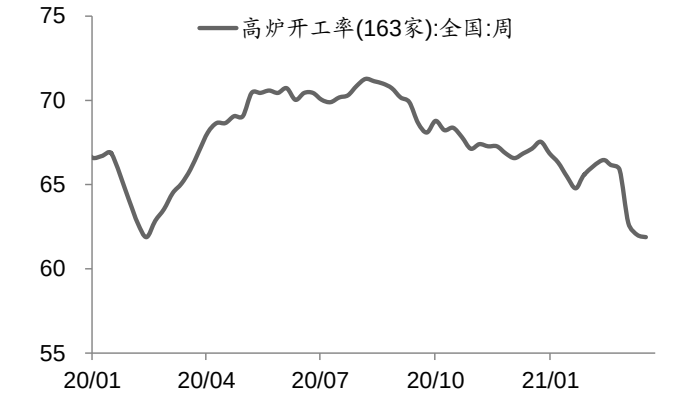
图 10：产成品存货未呈现季节性回落



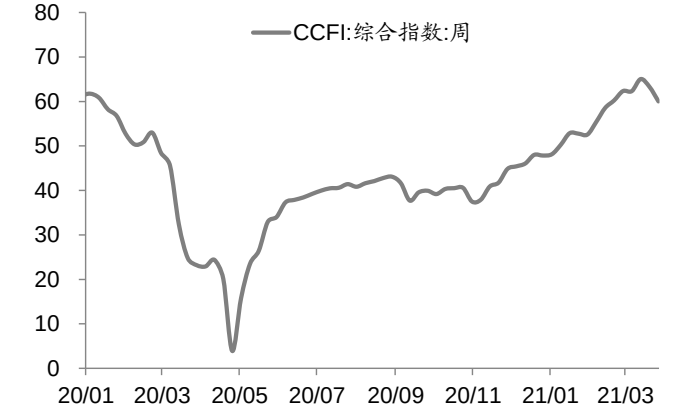
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 11：3 月高炉开工率有所下行

图 12：CCFI 指数 3 月以来有所下行



数据来源：Wind，东吴证券研究所



数据来源：Wind，东吴证券研究所

预计 Q1 全 A 非金融净利润同比增速 83%，全 A 增速 20%。1-2 月工业企业盈利预示上市公司一季报高增确认，历史上工业企业与全 A 非金融净利润拟合度很高，2011 以来相关系数高达 0.85，根据已公布的 1-2 月工业企业利润测算上市公司一季报表现，思路如下：

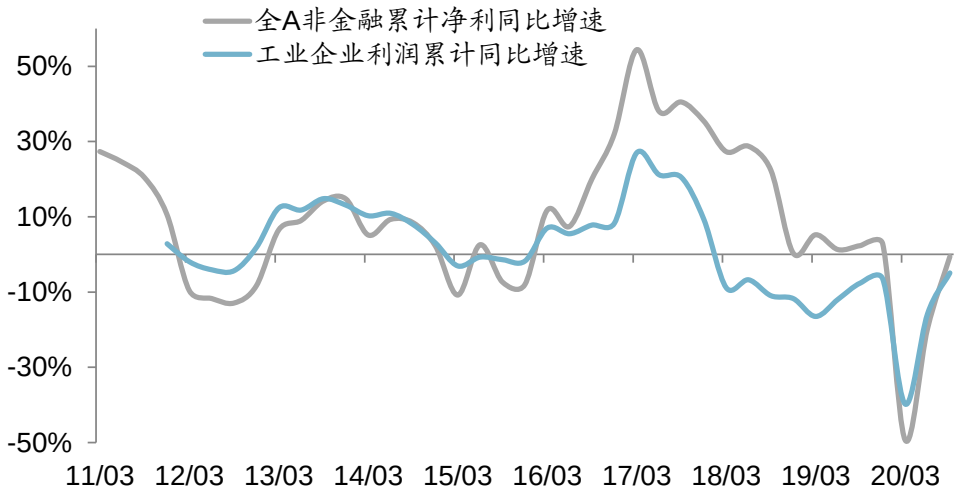
1、 2011-2020 年 1-2 月工业企业占一季度利润总额均值 59%，推算 Q1 工业企业利润总额 18800 亿元；

2、 线性回归拟合 A 股非金融净利润与工业企业利润总额（R Squaer=0.72），预测全 A 非金融 Q1 净利润总额 4845 亿元，同比增速 83.2%，两年复合增速 37.2%。

3、 2011-2019 年全 A 非金融占全部 A 股净利润均值 46.5%，推算全部 A 股 Q1 净利润 10412 亿元，同比增速 20.2%，两年复合增速 15.8%

4、 2011-2020 年 Q1 全部 A 股净利润占全年均值 24.8%，推算全部 A 股 21 年净利润 42485 亿元，同比增速 30.45%，两年复合增速 20.6%

图 13：工业企业利润与全 A 非金融净利同比增速拟合度很高

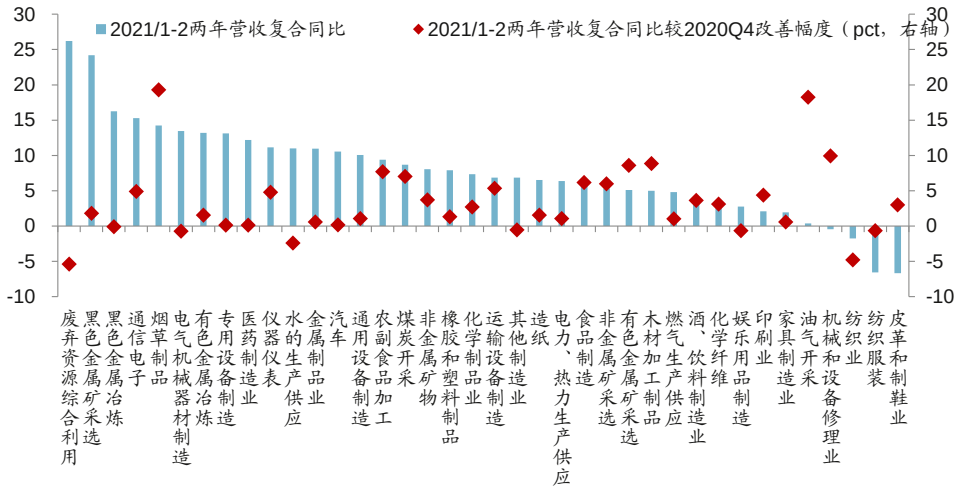


数据来源：Wind，东吴证券研究所

严苛挑选短期反弹品种：通信电子、汽车、有色金属冶炼、专用设备、仪器仪表、医药。在业绩持续性待观测的情况下，我们对短期反弹品种的增长要求非常严苛：剔除基期因素后，一季度收入&利润增速较去年四季度仍有增长，按照这一标准对 1-2 月工业企业分行业挑选，我们发现通信电子、有色金属冶炼、汽车、专用设备、仪器仪表、医药更优。2021 年 1-2 月通信电子制造、有色金属冶炼、专用设备、仪器仪表、医药的利润、营业收入两年复合同比增速分别为 179、15%，114、13%，131、11%，50、13%，44、11%，32、12%，较 20 年四季度增速环比上行 158、5pct，55、1.5 pct，125、0.2 pct，21、0.1 pct，36、5pct，6、0.1pct。在观测到有效需求回暖前，市场在二季度仍可能维持青黄不接的震荡格局，我们仍对高股息策略保持偏好，包括银行、地产、公用事业，详见前期报告《有意义的反弹还是青黄不接的震荡——20210316》。

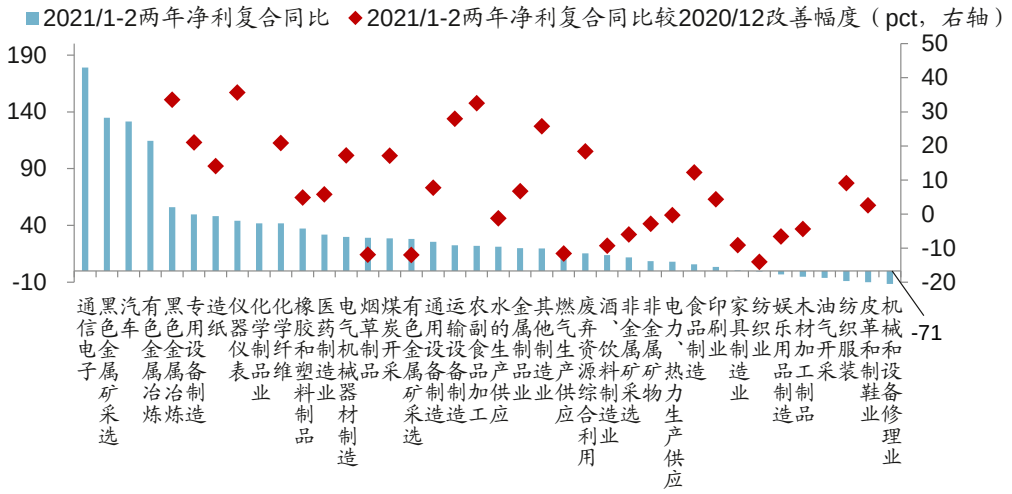
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 14：各行业营收复合同比增速及改善幅度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：各行业净利润复合同比增速及改善幅度



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn

