策略研究

策略研究周报

申港证券股份有限公司证券研究报告

申港证券 2021 年 3 月第三周策略周报

——核心资产向下寻底还在延续

申港证券 SHENGANG SECURITIES

2021 年 03 月 22 日

曲一平 分析师

SAC 执业证书编号：S1660521020001

quyiping@shgsec.com

投资摘要：

A 股在 3 月的第三周出现进一步缩量震荡，在周五美国十年期国债收益率破 1.7%以后，市场发生了进一步的下挫。本周仅国证 2000、上证 380 和中证 1000 等小盘股指数翻红。

年初至今除了高股息的上证红利指数翻红，其他所有指数都已经下跌。

从主要一级行业涨跌幅来看，近一周涨幅靠前的分别是轻工、国防、综合、纺织等板块。近一周跌幅靠前的是非银、电子、电气设备、有色、银行板块，市场热点持续性非常短暂。

从资金流入来看，顺周期的公用、机械、钢铁、有色等板块延续了主力资金净流入，市场关注度依然在经济复苏周期中游受益的板块。

上证 50PE 为 13.47，沪深 300PE 为 15.44，中证 500PE 为 26.56，万得全 A（除金融、石油石化）PE 为 36.7，分别处于历史 89%、85%、22%、73%百分位。

从股债轮动角度，本周万得全 A 股息率维持 1.46%，十年期国债收益率到达 3.27%，十年期国债收益率-万得全 A 股息率数值到达 1.81%，离警戒值 2.5%还有 69bp。

上证 50 和沪深 300 处于历史股债轮动相对高位，上涨乏力。而中证 500 处于历史股债轮动较低估值位置，后续有更大投资价值。

大小盘轮动角度，沪深 300 和国证 2000 比值在 2 月中旬出现高点后迅速回落，近期国证 2000 为主的小盘股正在呈现快速复苏态势，大小盘风格出现潜在的拐点。

目前外资持续增持有旺盛海外市场需求和外销渠道的 A 股企业。A 股海外营收成为本轮全球贸易复苏中获得超额收益重要考察因素。

总体来看，美国十年期国债收益率大幅提升（突破 1.7%）对于 A 股核心资产估值是不利的，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。

从商品市场来看，石油化工产业链出现大幅度调整，资金重新把注意力放在欧洲部分地区恢复封锁措施以及中美实际需求持续疲软的迹象上。农产品方面仅菜粕翻红，其他品种均下跌调整。有色金属和黑色金属方面本周也涨幅走平，商品市场开始全面冷静下来。

本周更新的中观数据来看，2 月份受到春节影响，工业方面多项数据呈环比下降态势。有色金属、农产品食用油领域去库存还在延续。美国和欧盟整体复苏力度不及预期，美国石油天然气领域库存补库迅速，充足的产能开工使得短期油价上涨乏力。

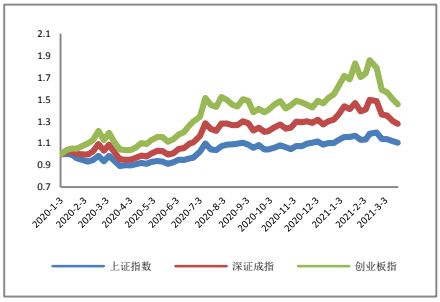
下周投资策略：在美国十年期国债继续拉升和全球货币政策收紧趋势下，以防御性高股息板块为主，关注外资持续增持的具备海外营收优势的 A 股企业，小盘股走强拐点值得进一步观察。

风险提示：海外流动性风险、国内货币政策收紧风险。

大盘基本资料

股票家数	4220
上证 50 平均市盈率	13.47
万得全 A 平均市盈率	21.76

大盘走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

相关报告

1、《2021 年初至今 A 股外资持仓变化观察：海外营收成为重要考察变量》2021-03-19

2、《外贸导向型顺周期复苏刚刚开始-2021 年 1-2 月经济数据观察：对比 2009 和 2016 经济复苏同期拐点》2021-03-17

3、《申港证券 2021 年 3 月第二周策略周报：A 股核心资产估值结构调整开始》2021-03-15

4、《美债收益率提升对于 A 股核心资产估值影响：从外资的估值视角出发》2021-03-12

5、《申港证券 2021 年 3 月第一周策略周报：恐慌情绪放缓等待反弹》2021-03-08

内容目录

1. A 股市场概览 4
2. A 股市场估值概览 6
3. 股债轮动风格 9
4. 股市资金面概览 11
4.1 一级市场概览 11
4.2 二级市场概览 14
5. 本周核心研究概览 16
5.1 2021 年初至今外资持仓变化概览 16
5.2 外资持仓开始布局中国经济外贸型复苏节奏 18
5.3 美国十年期国债拉升对于 A 股核心资产影响-以茅台为例 19
6. 国内主要商品市场表现 21
7. 中观数据周度更新概览 23
8. 投资策略 25
9. 风险提示 25

图表目录

图 1： 一级行业涨跌幅 5
图 2： 一级行业主力资金流向 5
图 3： 上证 50PE 和 PB 所处位置 6
图 4： 沪深 300 PE 和 PB 所处位置 7
图 5： 中证 500 PE 和 PB 所处位置 7
图 6： 万得全 A（除金融、石油石化）PE 和 PB 所处位置 8
图 7： 一级行业所处过去十年估值百分位 8
图 8： 一级行业过去十年估值四分位 9
图 9： 股债轮动概览 9
图 10： 主要指数股债强弱对比 10
图 11： 大中盘轮动 10
图 12： 大小盘轮动 11
图 13： 一级市场融资规模区间统计 11
图 14： IPO 募集资金 12
图 15： IPO 募集家数 12
图 16： IPO 融资 13
图 17： 募资板块分布 13
图 18： 定向增发情况 13
图 19： 两融占 A 股流通市值 14
图 20： 两融占 A 股成交额 14
图 21： 大宗交易折价率 15
图 22： 基金仓位和组合权重 15
图 23： 2021 年初至今外资持仓市值变化（亿元） 16
图 24： 外资增减持考量财务因素 18
图 25： 外资增减持考量海外营收因素 18
图 26： 美国十年期国债收益率 19
图 27： 贵州茅台估值通道 20

表 1： 主要指数概览 4
表 2： 目前指数所处过去十年百分位情况 6
表 3： 产业链方面外资变化 17
表 4： 外资持仓变化财务因素 18
表 5： 2021 和 2009、2016 复苏拐点后的同期对比 18
表 6： 贵州茅台 Ke 股票预期收益率变化后的估值 19
表 7： 贵州茅台 DDM 模型下敏感性分析 20
表 8： 贵州茅台 DCF 模型下敏感性分析 21
表 9： 主力期货合约表现 21
表 10： 中观数据周度更新 23

1. A 股市场概览

A 股在 3 月的第三周出现进一步缩量震荡，在周五美国十年期国债收益率破 1.7%以后，市场发生了进一步的下挫。本周仅国证 2000、上证 380 和中证 1000 等小盘股指数翻红。年初至今除了高股息的上证红利指数翻红，其他所有指数都已经下跌。

表1：主要指数概览

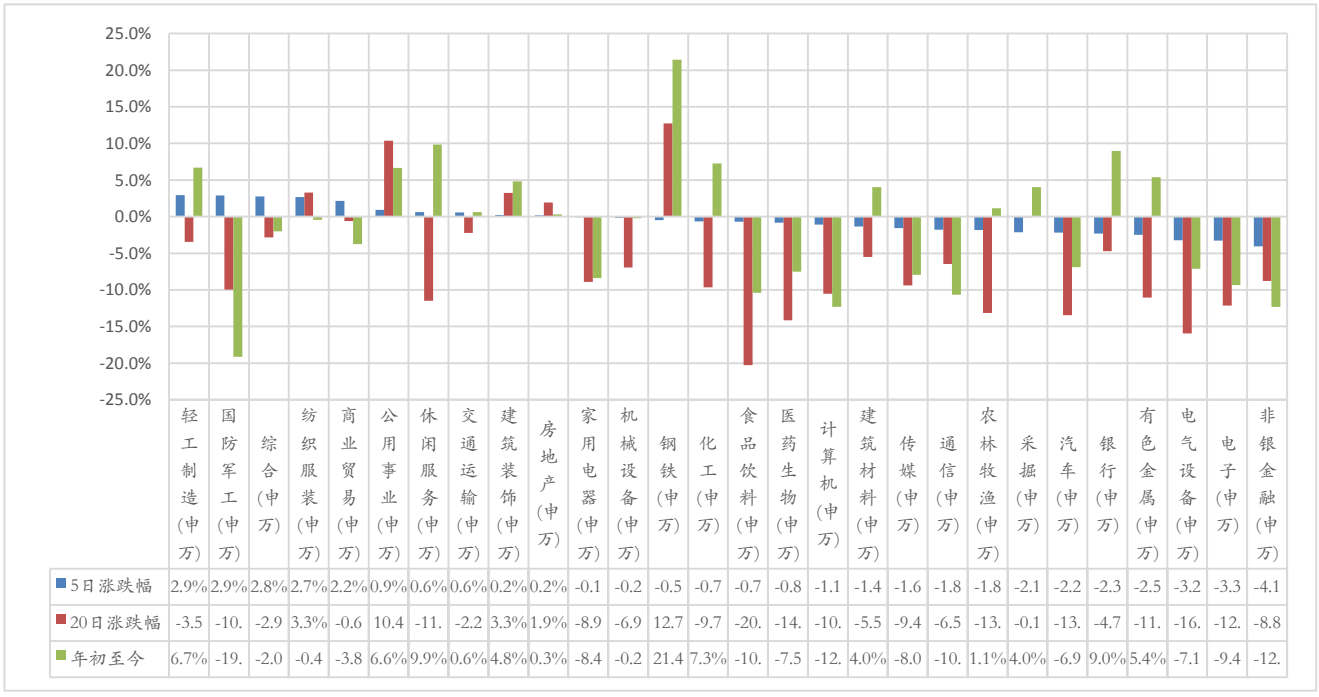
名称	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅	年初至今	超大单净流入额(亿元)
国证 2000	1.2%	-1.7%	-0.2%	-3.8%	13.31
上证 380	0.5%	-1.6%	-6.3%	-1.2%	-0.75
中证 1000	0.5%	-3.2%	-4.2%	-6.0%	3.04
上证红利	-0.2%	1.3%	2.4%	5.0%	-20.96
中证 500	-0.3%	-3.1%	-7.4%	-2.5%	-8.01
深证 A 指	-1.1%	-4.5%	-11.1%	-5.8%	-36.80
深证综指	-1.1%	-4.5%	-11.1%	-5.8%	-37.38
中小板综	-1.4%	-5.4%	-10.9%	-4.4%	-7.52
万得全 A	-1.4%	-3.8%	-9.6%	-4.0%	-121.62
上证 A 指	-1.4%	-2.8%	-7.9%	-2.0%	-85.92
上证指数	-1.4%	-2.8%	-7.9%	-2.0%	-85.92
创业板综	-1.5%	-5.9%	-12.7%	-9.8%	-9.62
深证成指	-2.1%	-5.6%	-14.0%	-6.0%	-54.69
国证 1000	-2.1%	-4.4%	-12.0%	-4.0%	-152.47
中证 800	-2.2%	-4.5%	-12.1%	-3.6%	-147.50
科创 50	-2.4%	-7.4%	-13.8%	-11.6%	1.72
创业蓝筹	-2.7%	-6.9%	-18.5%	-10.9%	-7.08
沪深 300	-2.7%	-4.9%	-13.4%	-3.9%	-139.48
深证 100	-2.9%	-6.2%	-17.0%	-6.3%	-52.49
上证 180	-2.9%	-4.1%	-11.7%	-3.1%	-92.24
中证 100	-3.1%	-4.7%	-13.5%	-3.3%	-114.33
创业板指	-3.1%	-7.0%	-18.7%	-9.9%	-12.64
上证 50	-3.3%	-4.8%	-12.5%	-3.5%	-59.65
深创 100	-3.4%	-6.9%	-17.2%	-8.1%	-31.73
中小板指	-3.4%	-8.3%	-16.7%	-6.8%	-21.48
创业板 50	-4.3%	-7.2%	-19.9%	-9.5%	-11.99
创成长	-4.9%	-7.4%	-22.1%	-10.8%	-12.75

资料来源：Wind，申港证券研究所

从主要一级行业涨跌幅来看，近一周涨幅靠前的分别是轻工、国防、综合、纺织等板块。近一周跌幅靠前的是非银、电子、电气设备、有色、银行板块，市场热点持续性非常短暂。

从资金流入来看，顺周期的公用、机械、钢铁、有色等板块延续了主力资金净流入，市场关注度依然在经济复苏周期中游受益的板块。

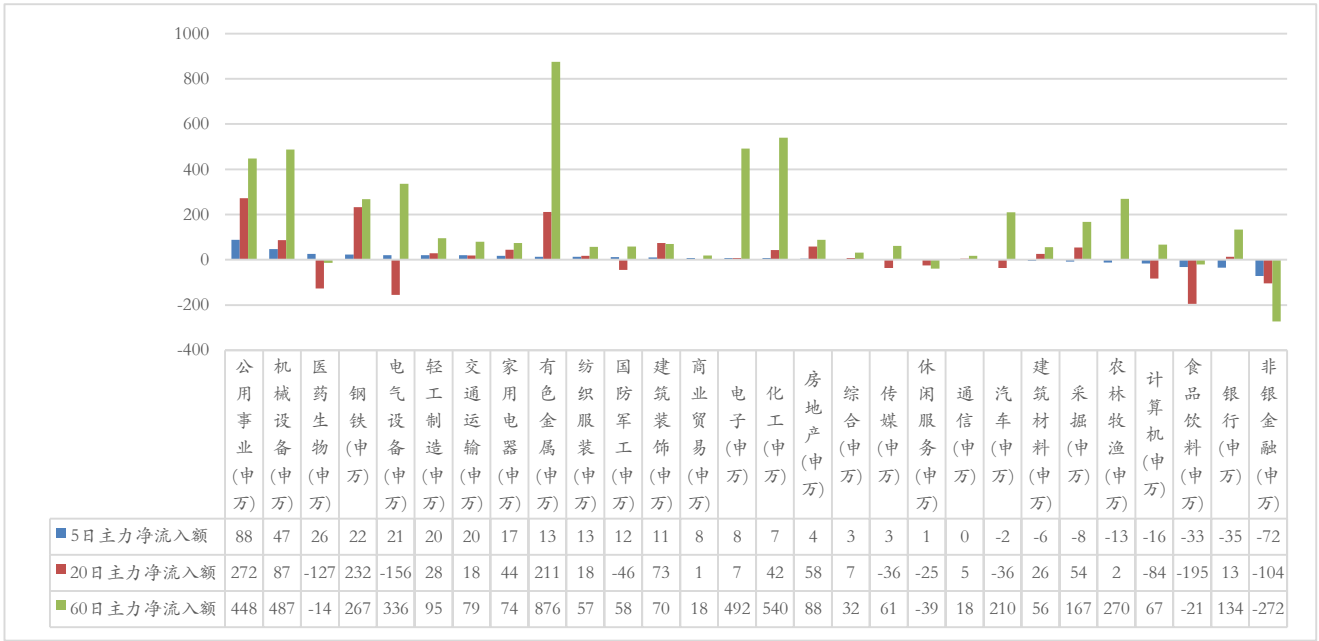
图1：一级行业涨跌幅



	轻工制造(申万)	国防军工(申万)	综合(申万)	纺织服装(申万)	商业贸易(申万)	公用事业(申万)	休闲服务(申万)	交通运输(申万)	建筑装饰(申万)	房地产(申万)	家用电器(申万)	机械设备(申万)	钢铁(申万)	化工(申万)	食品饮料(申万)	医药生物(申万)	计算机(申万)	建筑材料(申万)	传媒(申万)	通信(申万)	农林牧渔(申万)	采掘(申万)	汽车(申万)	银行(申万)	有色金属(申万)	电气设备(申万)	电子(申万)	非银金融(申万)
5日涨跌幅	2.9%	2.9%	2.8%	2.7%	2.2%	0.9%	0.6%	0.6%	0.2%	0.2%	-0.1	-0.2	-0.5	-0.7	-0.7	-0.8	-1.1	-1.4	-1.6	-1.8	-1.8	-2.1	-2.2	-2.3	-2.5	-3.2	-3.3	-4.1
20日涨跌幅	-3.5	-10.	-2.9	3.3%	-0.6	10.4	-11.	-2.2	3.3%	1.9%	-8.9	-6.9	12.7	-9.7	-20.	-14.	-10.	-5.5	-9.4	-6.5	-13.	-0.1	-13.	-4.7	-11.	-16.	-12.	-8.8
年初至今	6.7%	-19.	-2.0	-0.4	-3.8	6.6%	9.9%	0.6%	4.8%	0.3%	-8.4	-0.2	21.4	7.3%	-10.	-7.5	-12.	4.0%	-8.0	-10.	1.1%	4.0%	-6.9	9.0%	5.4%	-7.1	-9.4	-12.

资料来源：Wind，申港证券研究所

图2：一级行业主力资金流向



	公用事业(申万)	机械设备(申万)	医药生物(申万)	钢铁(申万)	电气设备(申万)	轻工制造(申万)	交通运输(申万)	家用电器(申万)	有色金属(申万)	纺织服装(申万)	国防军工(申万)	建筑装饰(申万)	商业贸易(申万)	电子(申万)	化工(申万)	房地产(申万)	综合(申万)	传媒(申万)	休闲服务(申万)	通信(申万)	汽车(申万)	建筑材料(申万)	采掘(申万)	农林牧渔(申万)	计算机(申万)	食品饮料(申万)	银行(申万)	非银金融(申万)
5日主力净流入额	88	47	26	22	21	20	20	17	13	13	12	11	8	8	7	4	3	3	1	0	-2	-6	-8	-13	-16	-33	-35	-72
20日主力净流入额	272	87	-127	232	-156	28	18	44	211	18	-46	73	1	7	42	58	7	-36	-25	5	-36	26	54	2	-84	-195	13	-104
60日主力净流入额	448	487	-14	267	336	95	79	74	876	57	58	70	18	492	540	88	32	61	-39	18	210	56	167	270	67	-21	134	-272

资料来源：Wind，申港证券研究所

2. A 股市场估值概览

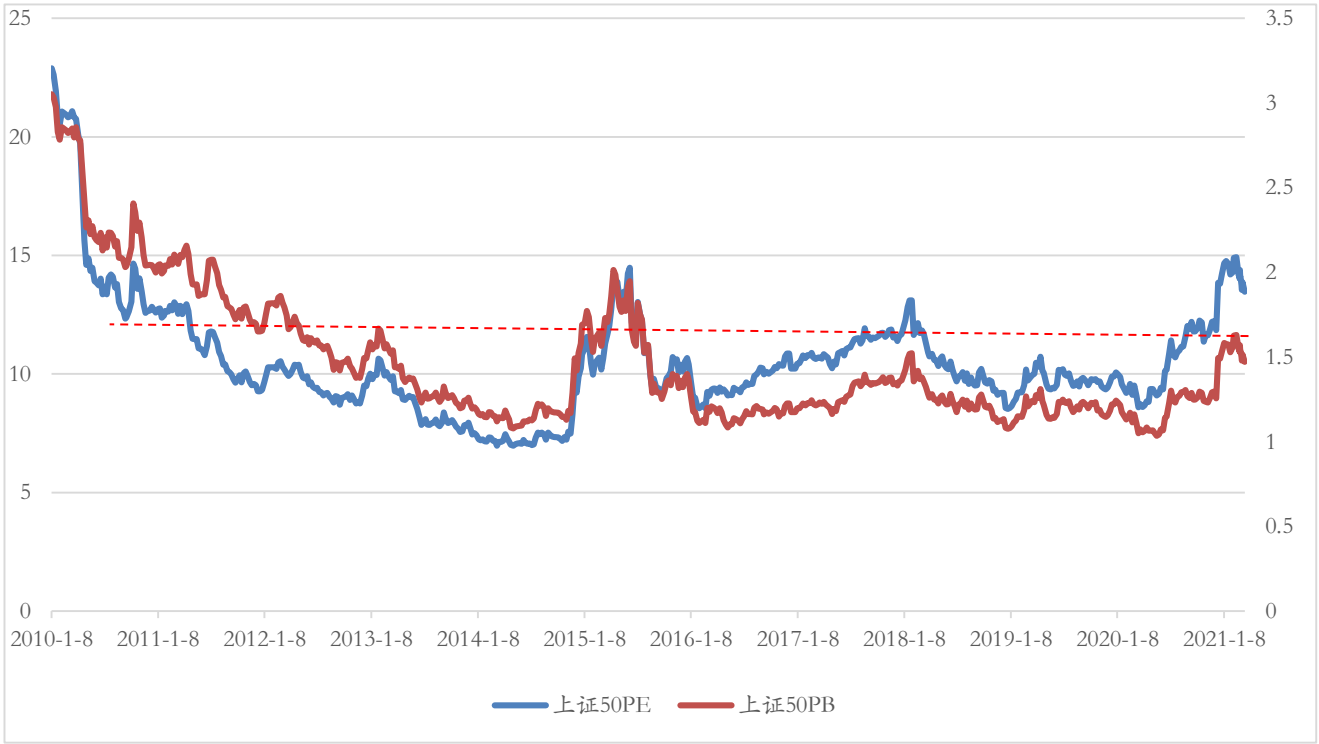
本周过后，上证 50PE 为 13.47，沪深 300PE 为 15.44，中证 500PE 为 26.56，万得全 A（除金融、石油石化）PE 为 36.7，分别处于历史 89%、85%、22%、73%百分位。呈现出蓝筹估值高企，小盘股估值较低的态势。上证 50PB 为 1.47，沪深 300PB 为 1.68，中证 500PB 为 2.01，万得全 A（除金融、石油石化）PB 为 2.81，分别处于历史 64%、66%、19%、57%百分位。

表2：目前指数所处过去十年百分位情况

名称	上证 50	沪深 300	中证 500	万得全 A(除金融、石油石化)
PE 值	13.47	15.44	26.56	36.70
PE 百分位	89%	85%	22%	73%
PB 值	1.47	1.68	2.01	2.81
PB 百分位	64%	66%	19%	57%

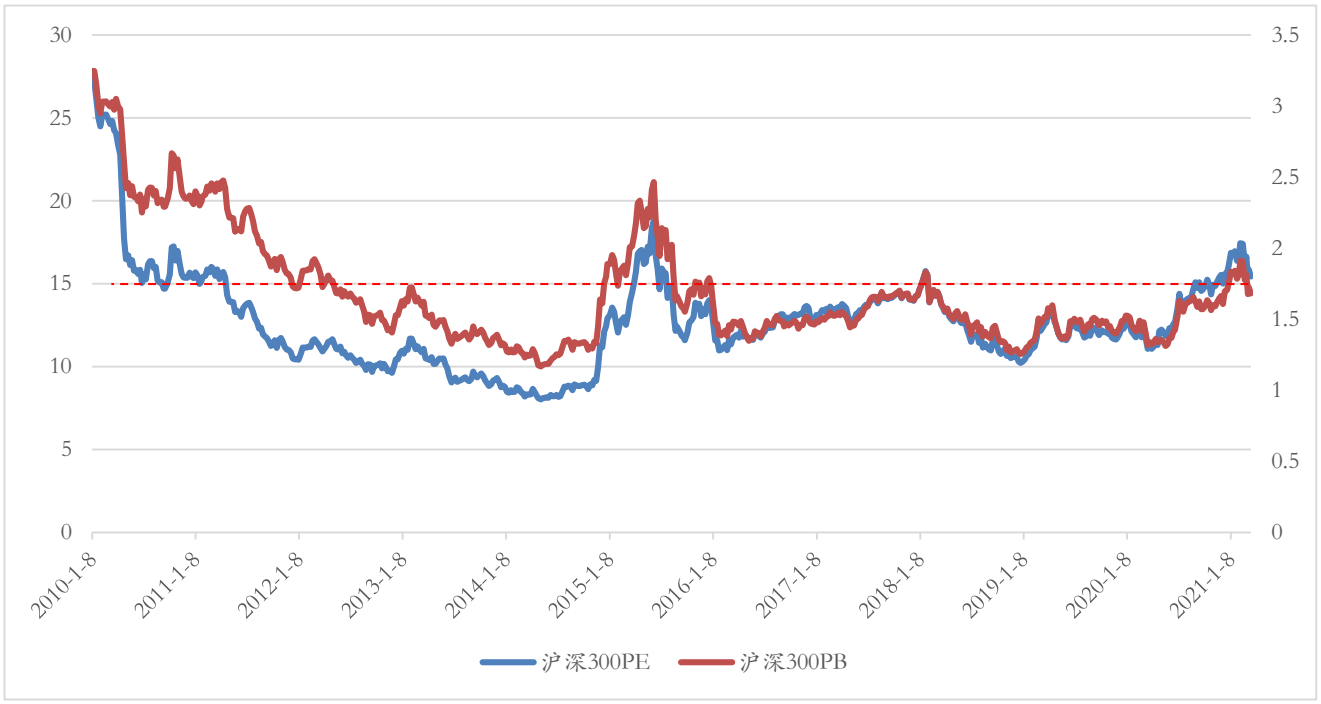
资料来源：Wind, 申港证券研究所

图3：上证 50PE 和 PB 所处位置



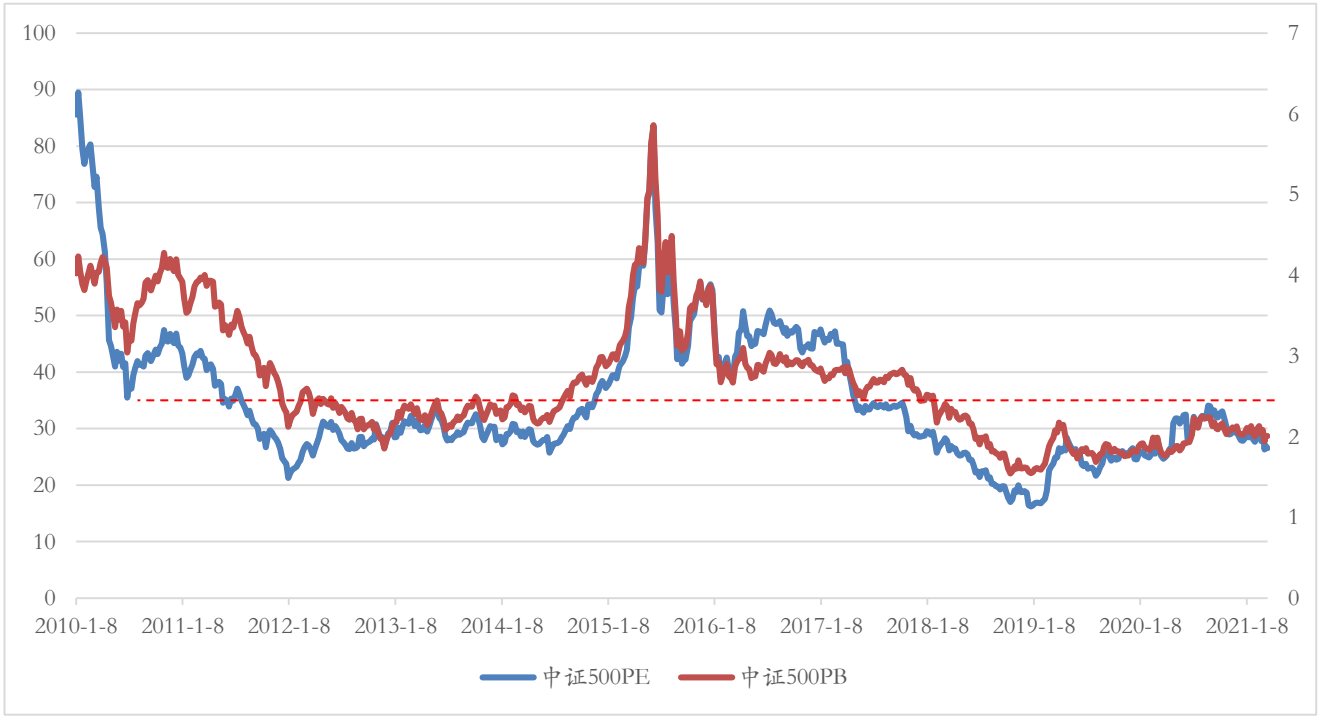
资料来源：Wind, 申港证券研究所

图4：沪深 300 PE 和 PB 所处位置



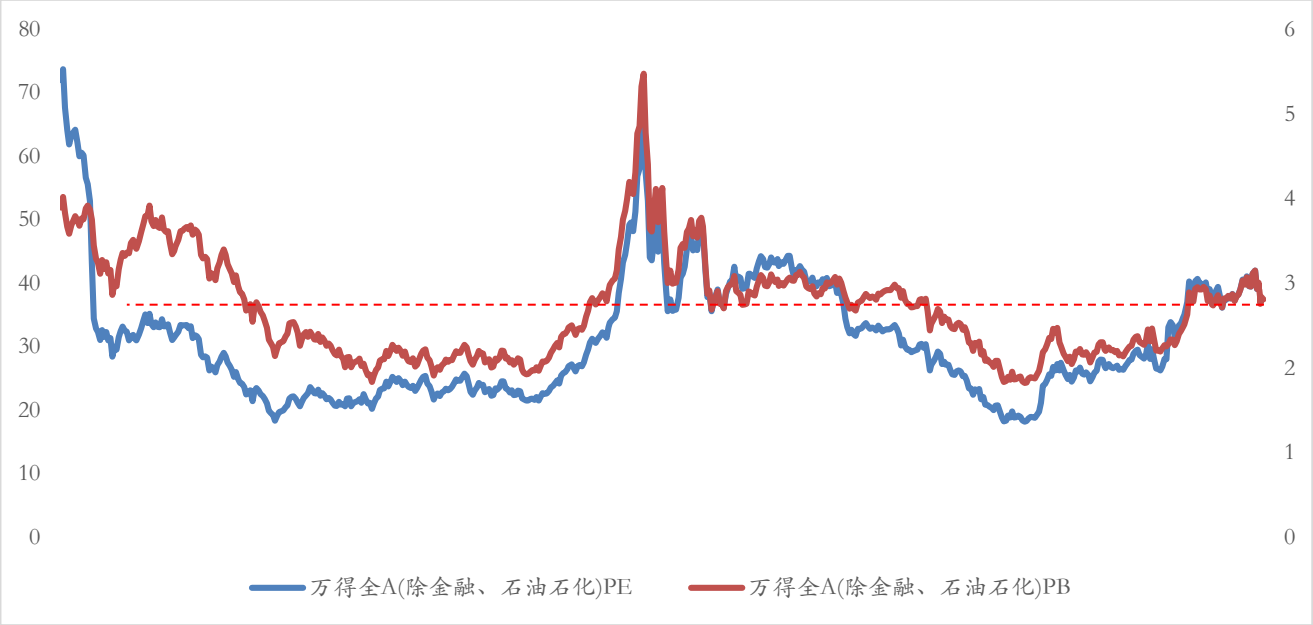
资料来源：Wind, 申港证券研究所

图5：中证 500 PE 和 PB 所处位置



资料来源：Wind, 申港证券研究所

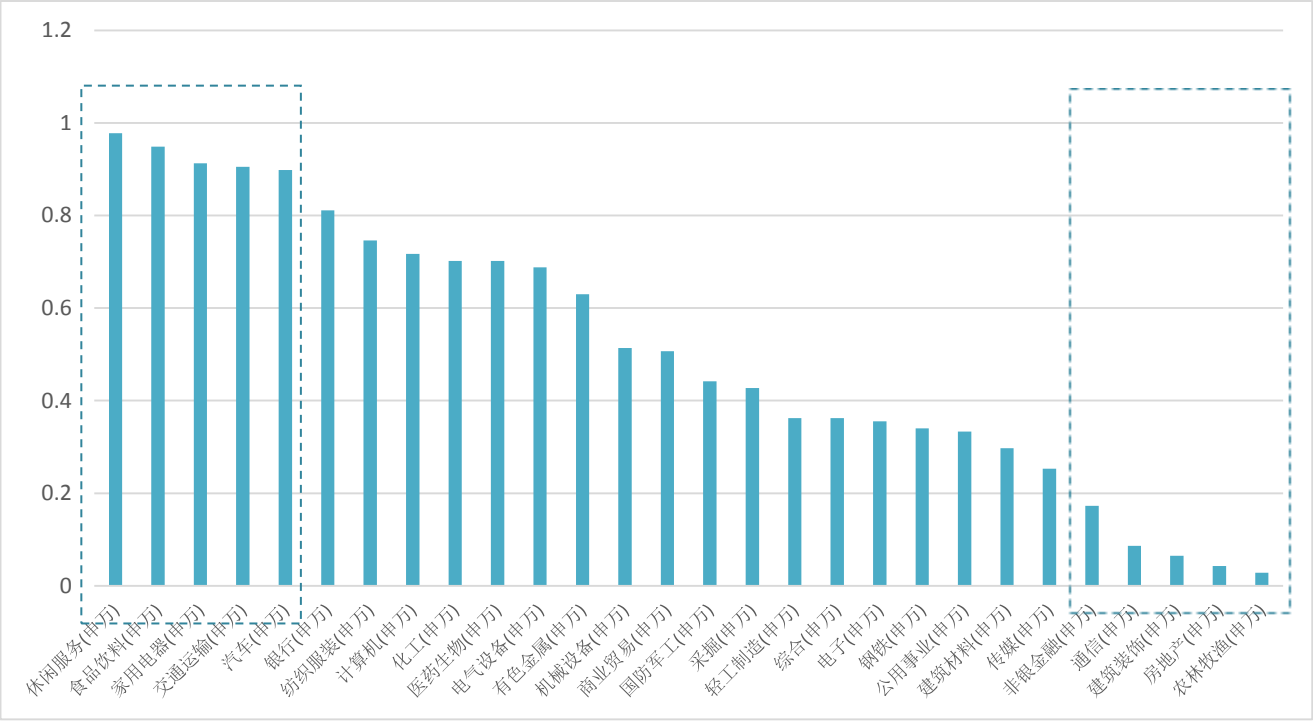
图6：万得全 A（除金融、石油石化）PE 和 PB 所处位置



资料来源：Wind, 申港证券研究所

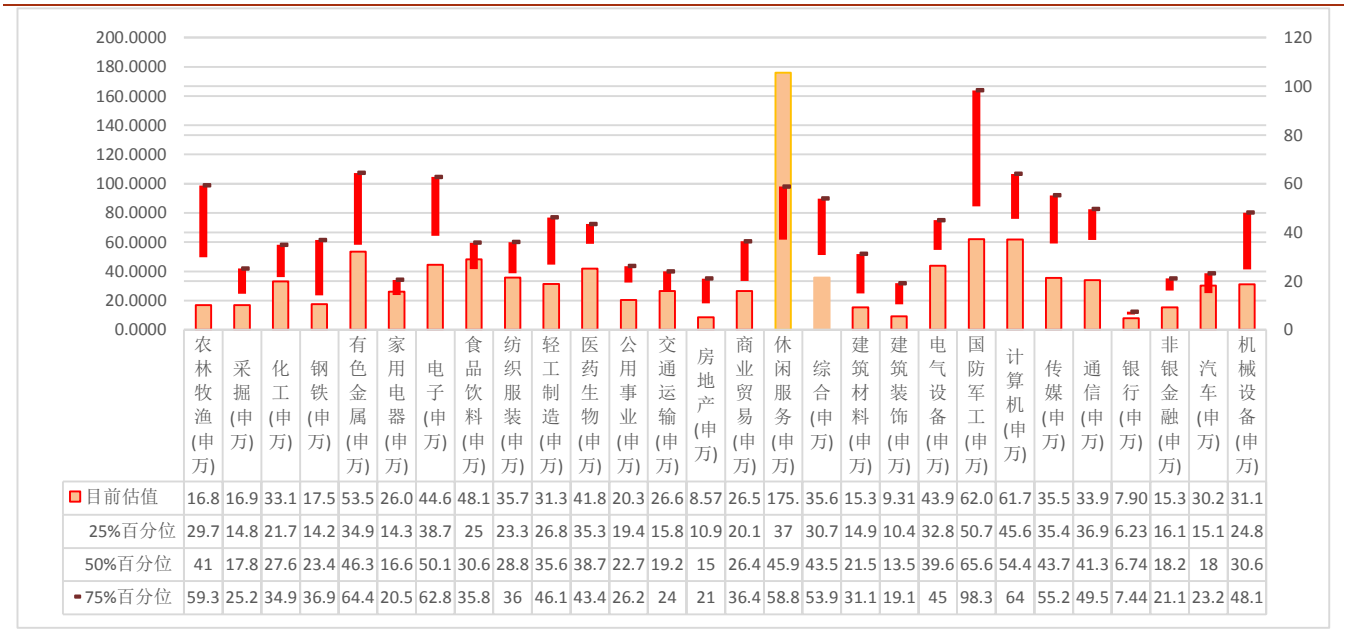
申万一级行业估值角度继续保持大幅分化。目前处于过去十年高估值区间的是休闲服务、食品饮料、家用电器、汽车、交运等行业。目前处于过去十年低估值区间的是建筑装饰、农林牧渔、房地产、非银、通信等行业。

图7：一级行业所处过去十年估值百分位



资料来源：Wind, 申港证券研究所

图8：一级行业过去十年估值四分位



	农林牧渔(申万)	采掘(申万)	化工(申万)	钢铁(申万)	有色金属(申万)	家用电器(申万)	电子(申万)	食品饮料(申万)	纺织服装(申万)	轻工制造(申万)	医药生物(申万)	公用事业(申万)	交通运输(申万)	房地产(申万)	商业贸易(申万)	休闲服务(申万)	综合(申万)	建筑材料(申万)	建筑装饰(申万)	电气设备(申万)	国防军工(申万)	计算机(申万)	传媒(申万)	通信(申万)	银行(申万)	非银金融(申万)	汽车(申万)	机械设备(申万)
目前估值	16.8	16.9	33.1	17.5	53.5	26.0	44.6	48.1	35.7	31.3	41.8	20.3	26.6	8.57	26.5	175.	35.6	15.3	9.31	43.9	62.0	61.7	35.5	33.9	7.90	15.3	30.2	31.1
25%百分位	29.7	14.8	21.7	14.2	34.9	14.3	38.7	25	23.3	26.8	35.3	19.4	15.8	10.9	20.1	37	30.7	14.9	10.4	32.8	50.7	45.6	35.4	36.9	6.23	16.1	15.1	24.8
50%百分位	41	17.8	27.6	23.4	46.3	16.6	50.1	30.6	28.8	35.6	38.7	22.7	19.2	15	26.4	45.9	43.5	21.5	13.5	39.6	65.6	54.4	43.7	41.3	6.74	18.2	18	30.6
75%百分位	59.3	25.2	34.9	36.9	64.4	20.5	62.8	35.8	36	46.1	43.4	26.2	24	21	36.4	58.8	53.9	31.1	19.1	45	98.3	64	55.2	49.5	7.44	21.1	23.2	48.1

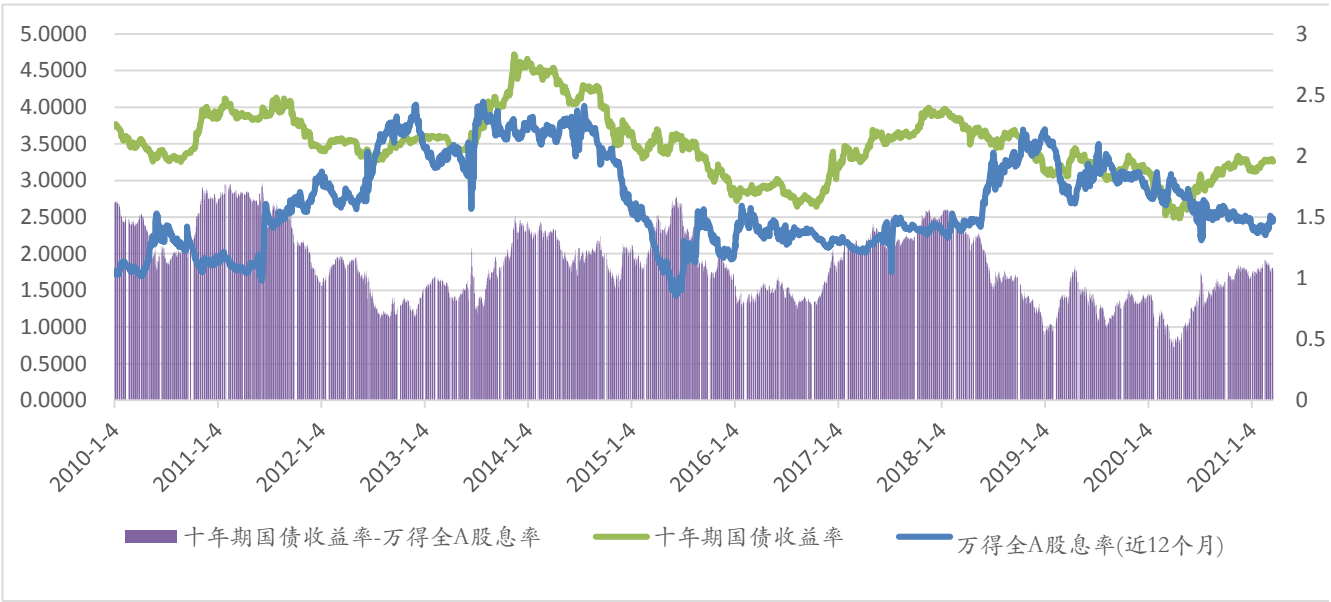
资料来源：Wind,申港证券研究所

3. 股债轮动风格

从股债轮动角度，本周万得全 A 股息率维持 1.46%，十年期国债收益率到达 3.27%，十年期国债收益率-万得全 A 股息率数值到达 1.81%，离警戒值 2.5%还有 69bp。

上证 50 和沪深 300 处于历史股债轮动相对高位，上涨乏力。而中证 500 处于历史股债轮动较低估值位置，后续有更大投资价值。

图9：股债轮动概览



资料来源：Wind，申港证券研究所

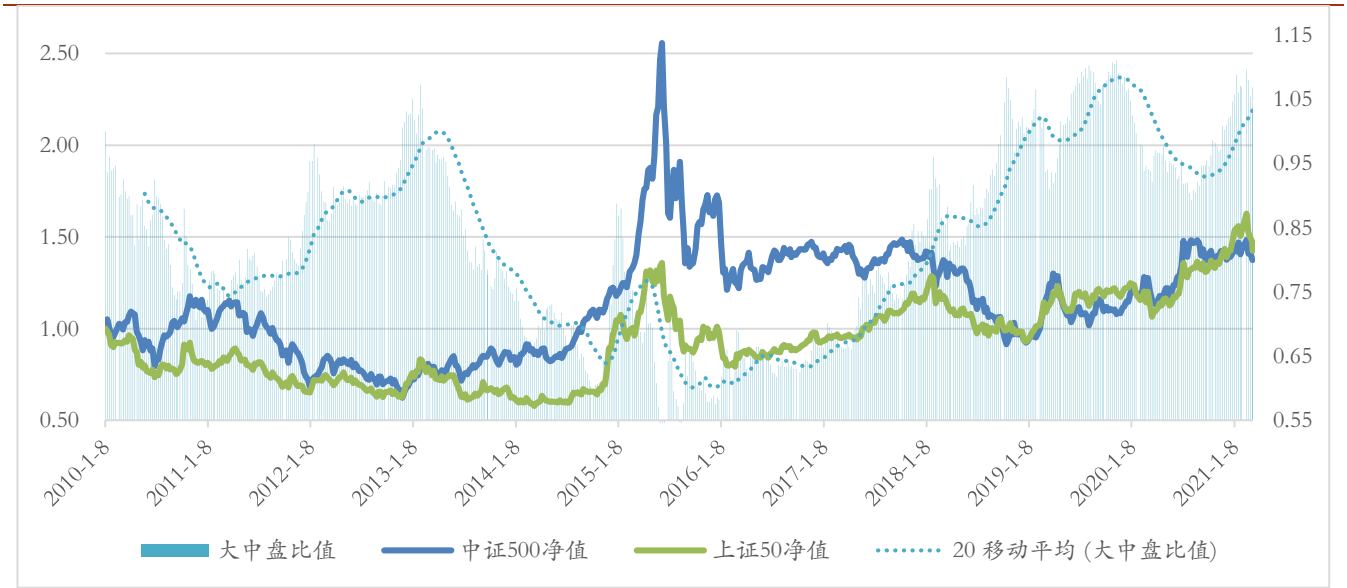
图10：主要指数股债强弱对比



资料来源：Wind，申港证券研究所

大中盘轮动角度，大盘为主的风格还未改变，大中盘比值继续保持在 2 年内高点，中盘股行情还未出现。

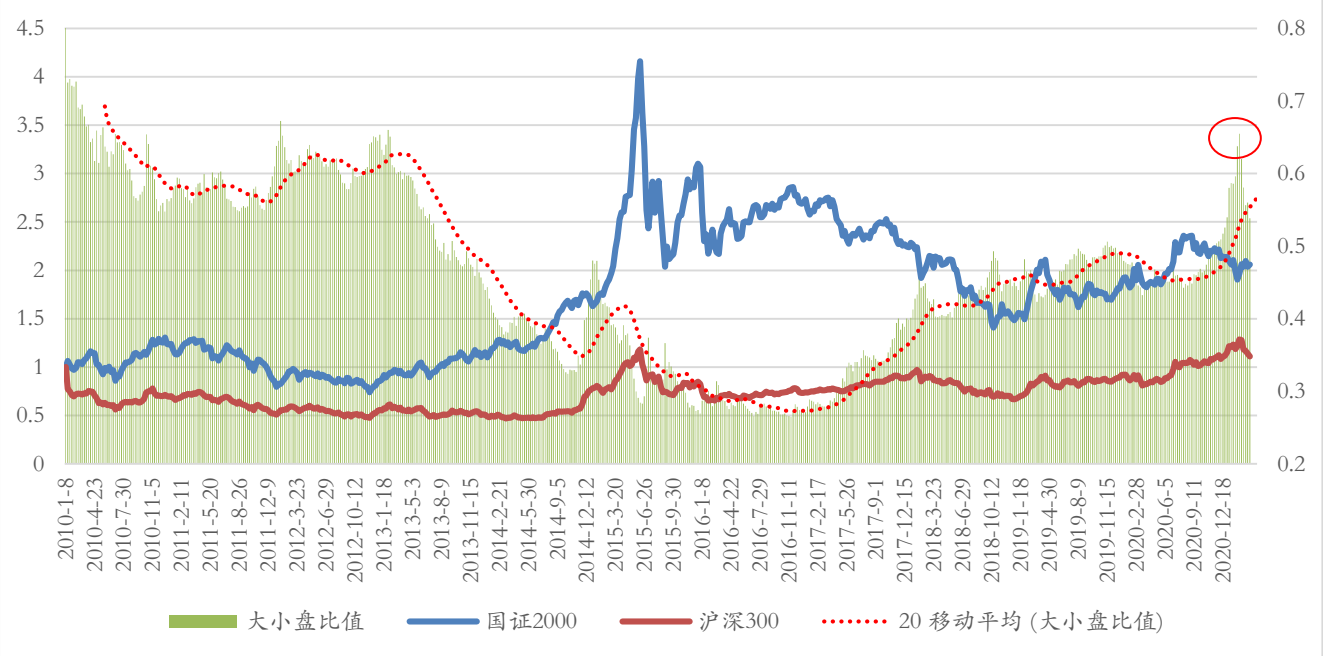
图11：大中盘轮动



资料来源：Wind，申港证券研究所

大小盘轮动角度，沪深 300 和国证 2000 比值在 2 月中旬出现高点后迅速回落，近期国证 2000 为主的小盘股正在呈现快速复苏态势，大小盘风格出现潜在的拐点。

图12：大小盘轮动

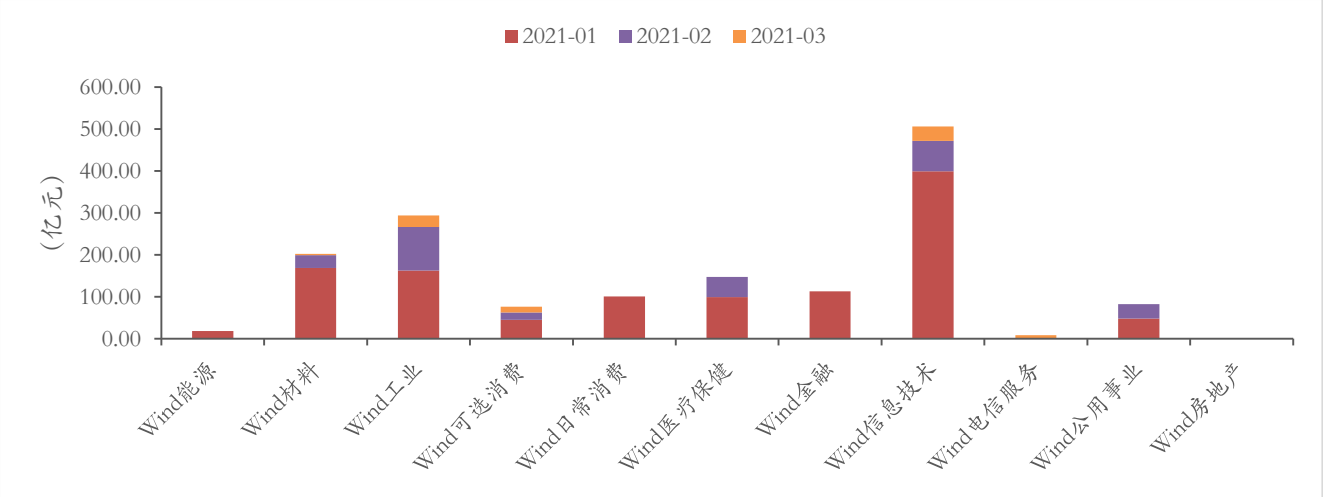


资料来源：Wind, 申港证券研究所

4. 股市资金面概览

4.1 一级市场概览

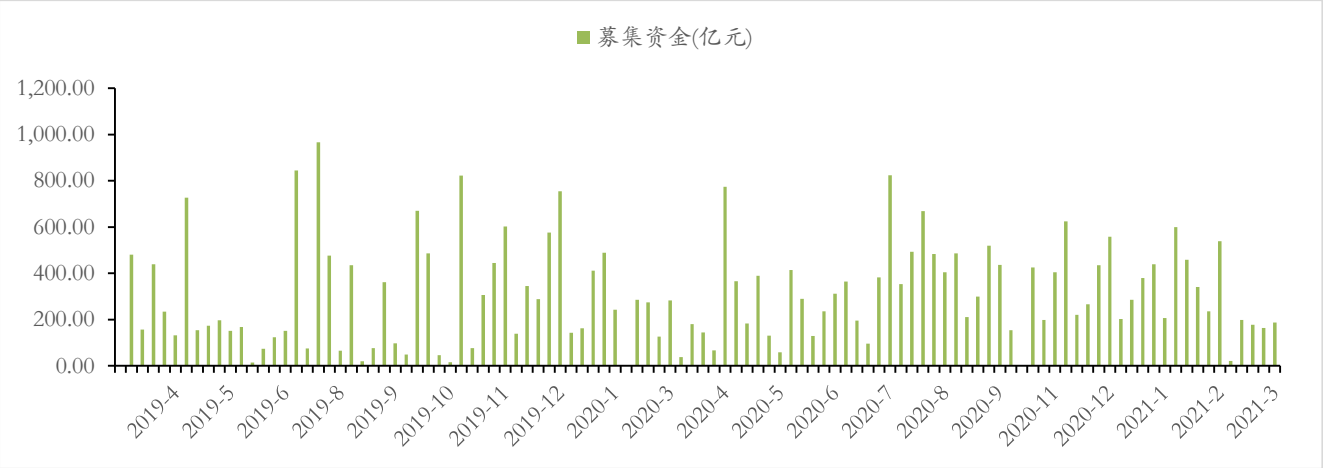
图13：一级市场融资规模区间统计



资料来源：Wind, 申港证券研究所

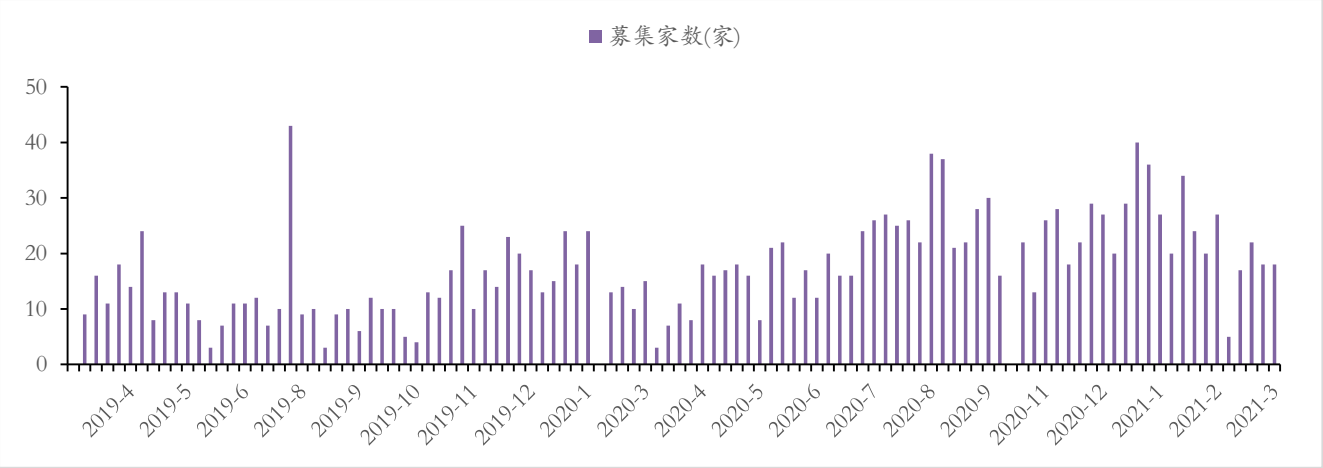
一级市场资金募集情况及募集家数：截至 3 月 19 日，本周募集资金为 187.27 亿元，募集家数为 18 家。上周募集资金为 163.30 亿元，募集家数为 18 家。

图14：IPO 募集资金



资料来源：Wind, 申港证券研究所

图15：IPO 募集家数

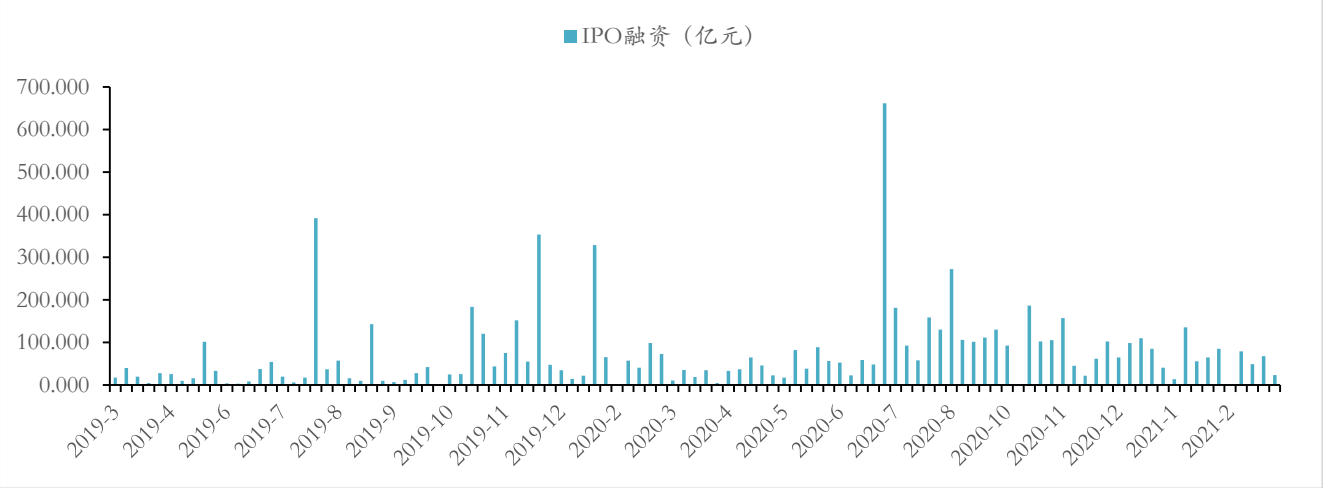


资料来源：Wind, 申港证券研究所

IPO 融资：本周 IPO 规模为 23.11 亿元，上周 IPO 规模为 68.10 亿元。

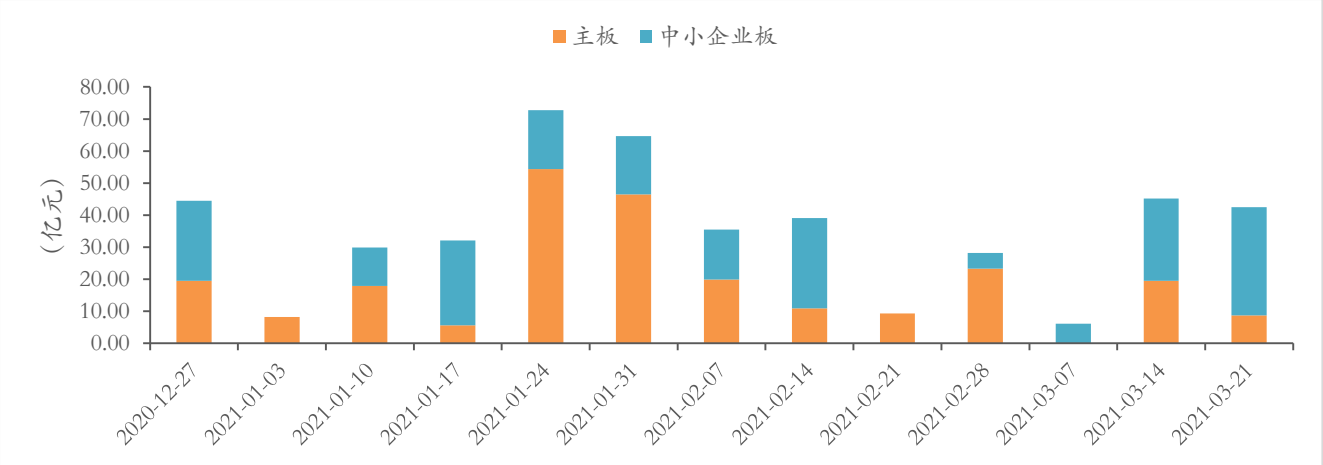
新股发行日统计：本周发行在主板的新股为 8.74 亿元，发行在中小企业板的新股为 33.74 亿元；上周发行在主板的新股为 19.54 亿元，发行在中小企业板的新股为 25.67 亿元。

图16：IPO 融资



资料来源：Wind, 申港证券研究所

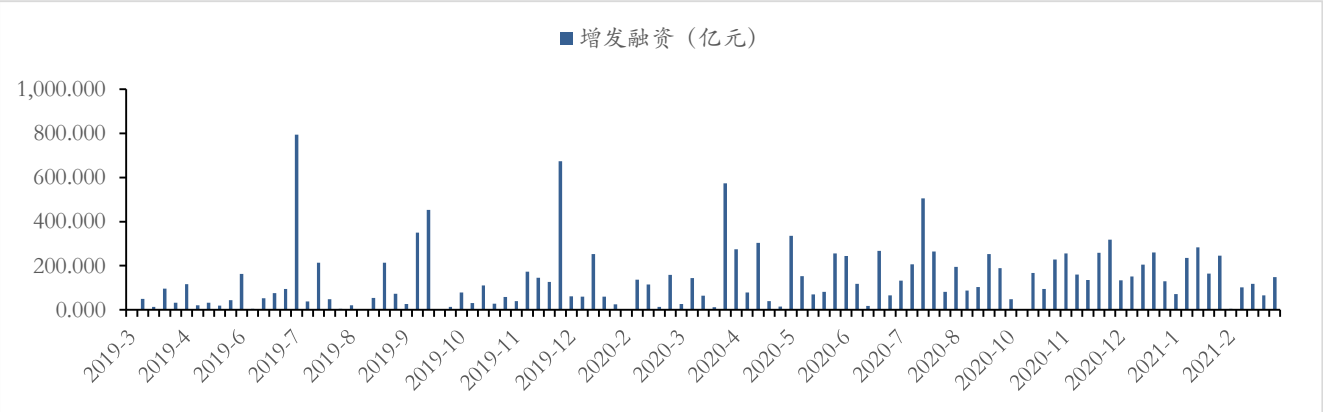
图17：募资板块分布



资料来源：Wind, 申港证券研究所

增发融资：本周增发融资为 147.97 亿元，上周增发融资为 65.70 亿元。

图18：定向增发情况



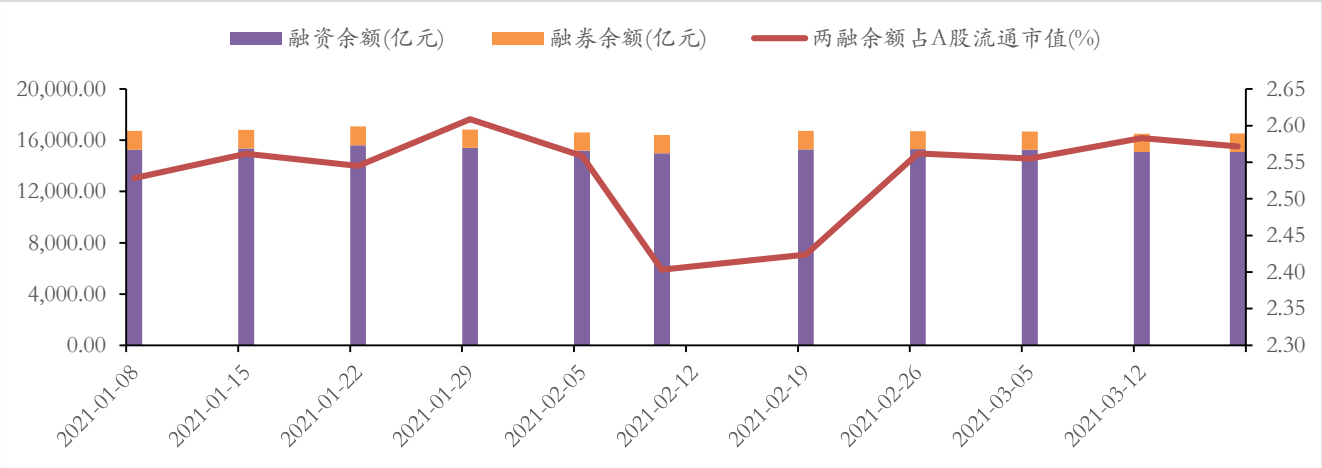
资料来源：Wind, 申港证券研究所

4.2 二级市场概览

融资融券规模分析：本周两融余额为 16,527.03 亿元，占 A 股流通市值为 2.57%；两融交易额为 2,666.39 亿元，占 A 股成交额为 8.92%。

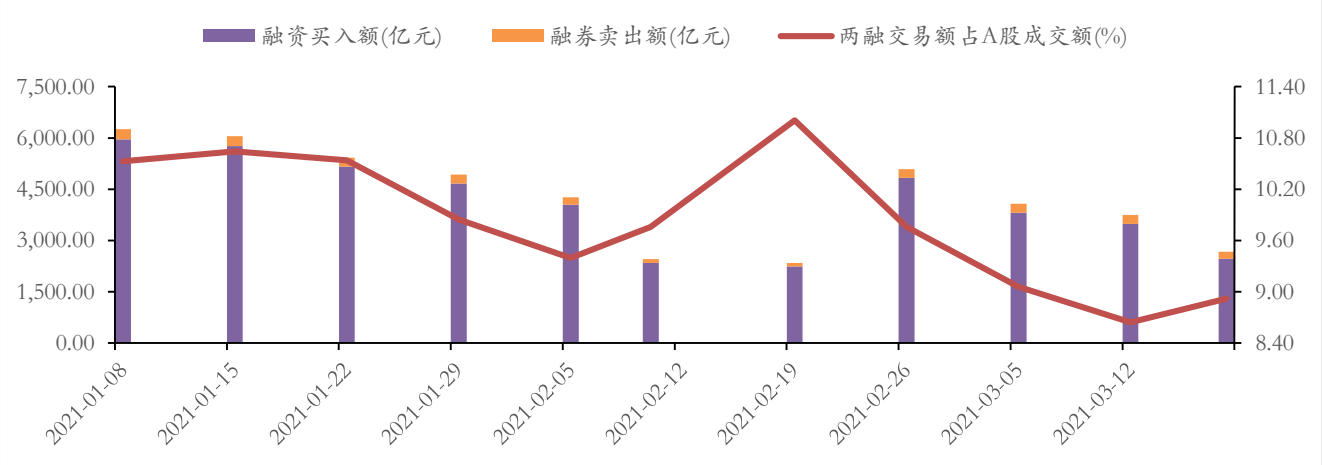
上周两融余额为 16,510.71 亿元，占 A 股流通市值为 2.58%；两融交易额为 3,745.73 亿元，占 A 股成交额为 8.64%。

图19：两融占 A 股流通市值



资料来源：Wind，申港证券研究所

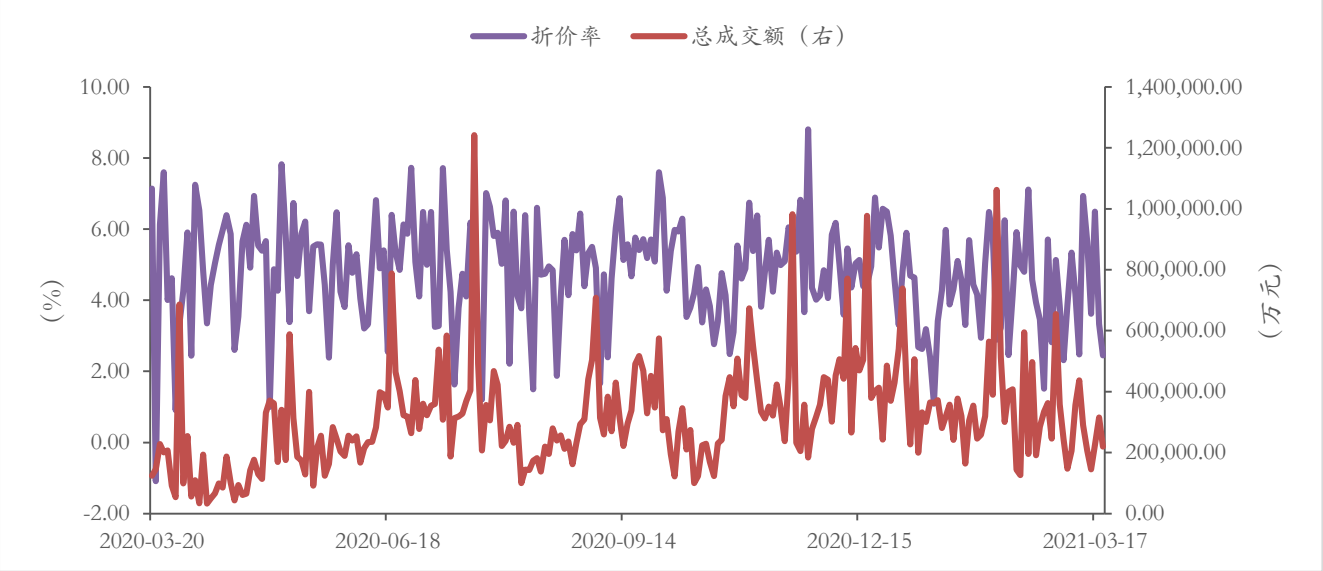
图20：两融占 A 股成交额



资料来源：Wind,申港证券研究所

大宗交易统计及折价率：本周大宗交易的总成交额为 111.26 亿元，折价率的日均值为 4.31；上周大宗交易的总成交额为 143.68 亿元，折旧率的日均值为 4.56。

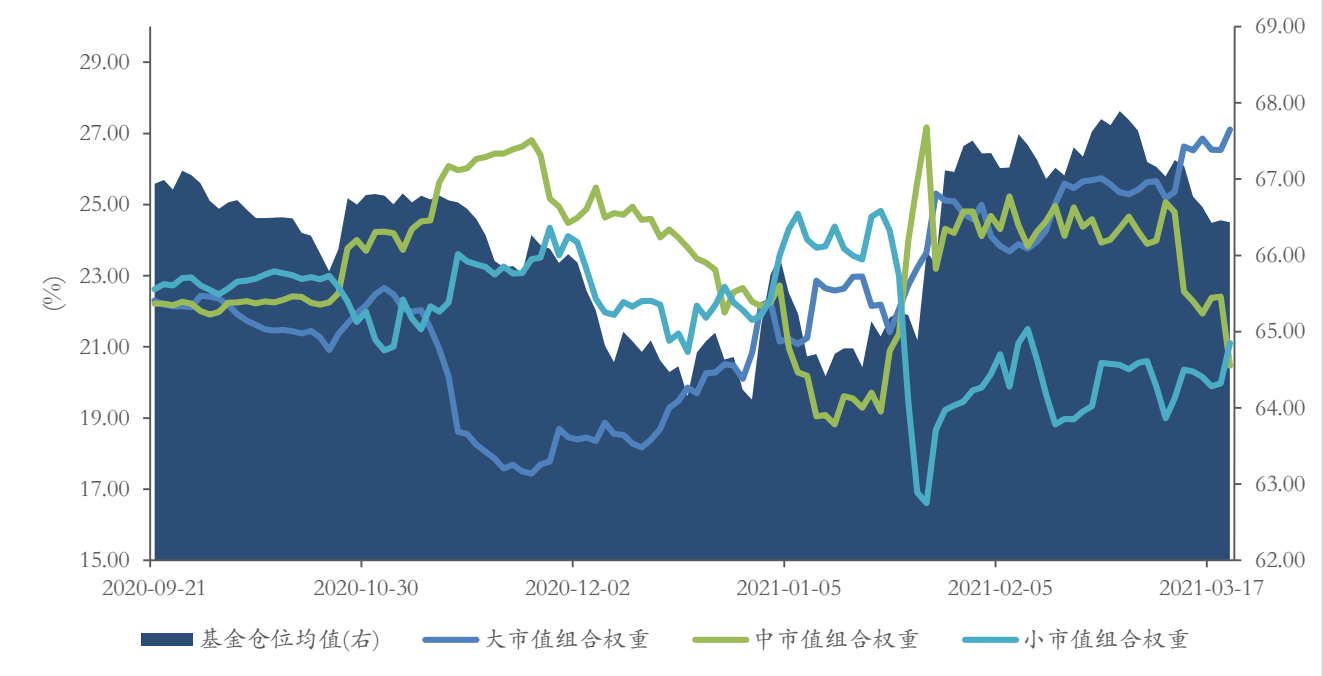
图21：大宗交易折价率



资料来源：Wind，申港证券研究所

全市场基金调仓及风格偏好：本周基金仓位的日均值为 66.55，上周基金仓位的日均值为 67.17，截至 3 月 19 日，连续两周偏好大市值组合。

图22：基金仓位和组合权重



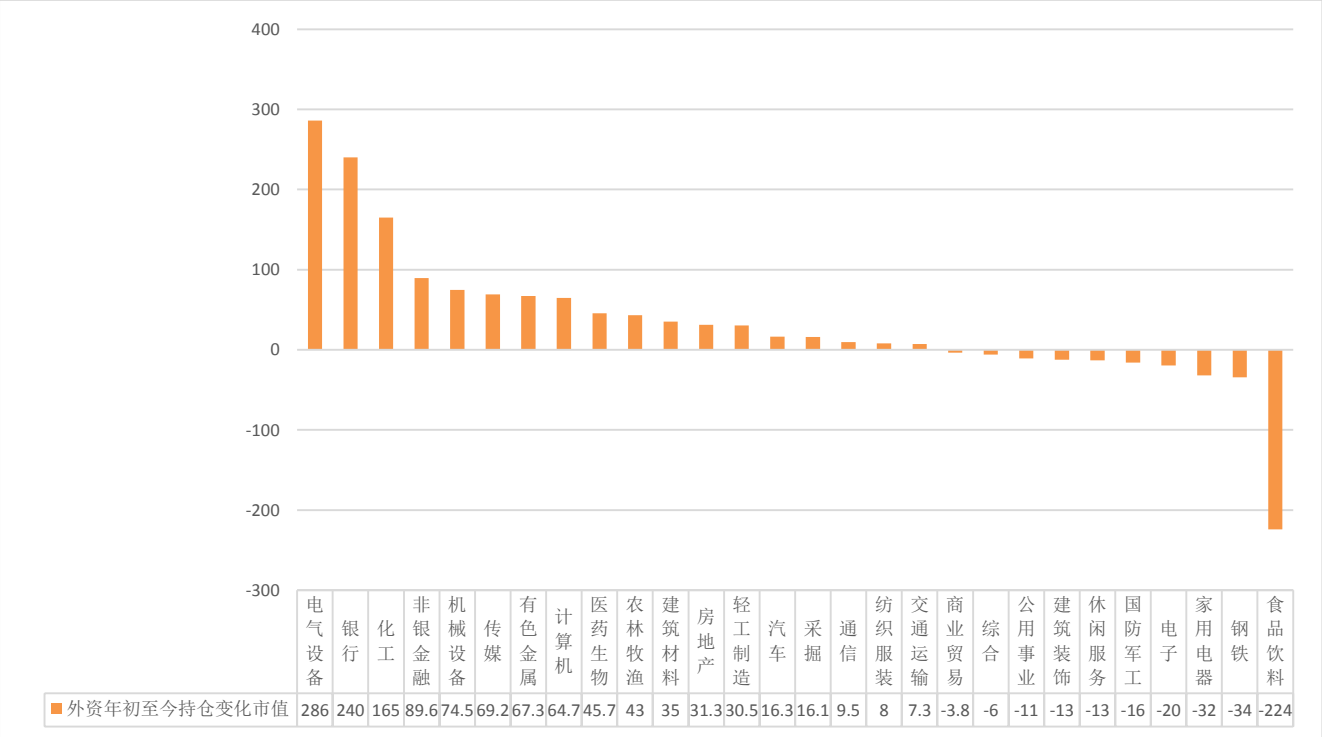
资料来源：Wind，申港证券研究所

5. 本周核心研究概览

5.1 2021 年初至今外资持仓变化概览

2021 年初至今 A 股资产经历了重大波动，外资持仓情况也发生结构性调整，整体来看，年初至今，电气设备、银行、化工、非银金融、机械设备等行业外资增持市值最大。食品饮料、钢铁、家电、电子、国防等行业外资减持市值最大。

图23：2021 年初至今外资持仓市值变化（亿元）



	电气设备	银行	化工	非银金融	机械设备	传媒	有色金属	计算机	医药生物	农林牧渔	建筑材料	房地产	轻工制造	汽车	采掘	通信	纺织服装	交通运输	商业贸易	综合	公用事业	建筑装饰	休闲服务	国防军工	电子	家用电器	钢铁	食品饮料
外资年初至今持仓变化市值	286	240	165	89.6	74.5	69.2	67.3	64.7	45.7	43	35	31.3	30.5	16.3	16.1	9.5	8	7.3	-3.8	-6	-11	-13	-13	-16	-20	-32	-34	-224

资料来源：Wind，申港证券研究所

从产业链角度来看，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，食品饮料减持 224 亿，只有房地产和医药生物、农林牧渔获得 31.3 亿、45.7 亿、43 亿增持。TMT 领域传媒和计算机分别获得 69.2 亿和 64.7 亿增持。

值得关注的是，最近热点的碳中和题材关联的公用事业和钢铁并没有受到外资的增持倾向，家电、休闲、综合、商贸等消费板块均为减持，展示了外资目前对于 A 股题材炒作和消费复苏端的谨慎。

表3：产业链方面外资变化

		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	已披露业绩预告上市公司行业利润总和同比增长
上游原材料	有色金属	67.3	65%	358%
	采掘	16.1	52%	-41%
中游原材料	化工	165	73%	602%
	公用事业	-10.8	32%	214%
	钢铁	-34.4	34%	12%
中游工业品	轻工制造	30.5	34%	113%
	交通运输	7.3	91%	-338%
	建筑装饰	-12.5	8%	42%
	建筑材料	35	30%	18%
	机械设备	74.5	53%	813%
	国防军工	-16	42%	450%
	电气设备	286	78%	200%
下游消费品	汽车	16.3	91%	23%
	家用电器	-32	92%	246%
	房地产	31.3	3%	-490%
	休闲服务	-13	98%	-271%
	医药生物	45.7	74%	192%
	综合	-6	34%	-215%
	食品饮料	-224	96%	44%
	商业贸易	-3.8	49%	-138%
	农林牧渔	43	3%	166%
	纺织服装	8	69%	-68%
TMT	通信	9.5	17%	83%
	计算机	64.7	74%	39%
	电子	-19.5	41%	126%
	传媒	69.2	26%	24%
金融	银行	240	83%	3%
	非银金融	89.6	24%	-61%

资料来源：Wind, 申港证券研究所

从外资持仓市值增加前 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。

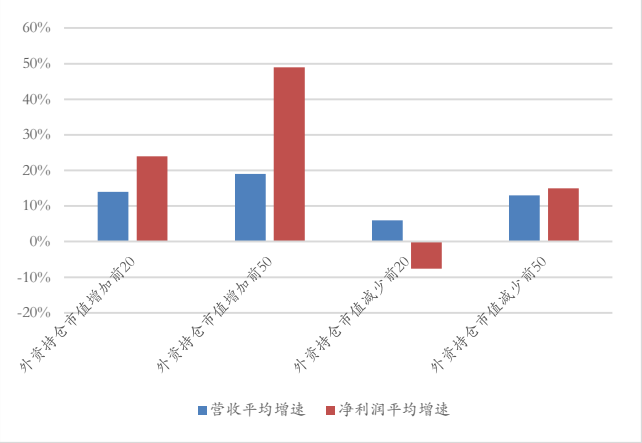
ROE、市盈率所处百分位和股息率高低并不是外资增减持的短期考虑因素。

表4：外资持仓变化财务因素

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 20 名	67%	6%	-7.60%	13.20%	1.25%	0
外资持仓市值减少前 50 名	56%	13%	15%	12.70%	1.75%	6

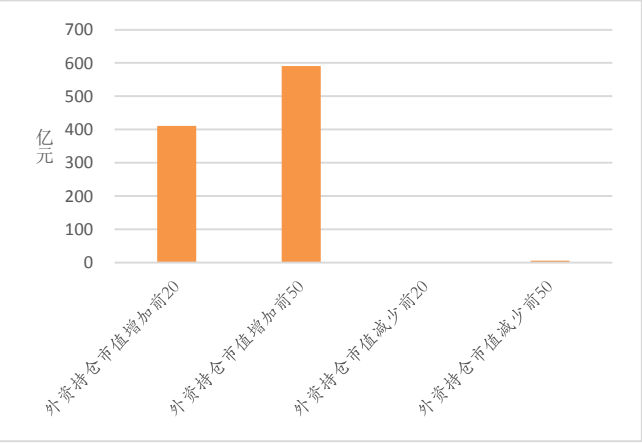
资料来源：Wind, 申港证券研究所

图24：外资增减持考量财务因素



资料来源：Wind, 申港证券研究所

图25：外资增减持考量海外营收因素



资料来源：Wind, 申港证券研究所

5.2 外资持仓开始布局中国经济外贸型复苏节奏

对比 2009-10 和 2016-17 复苏周期，本轮 2021 年中国复苏周期目前呈现出口导向型的外贸复苏。目前外资持续增持有旺盛海外市场需求和外销渠道的 A 股企业。A 股海外营收成为本轮全球贸易复苏中获得超额收益重要考察因素。

表5：2021 和 2009、2016 复苏拐点后的同期对比

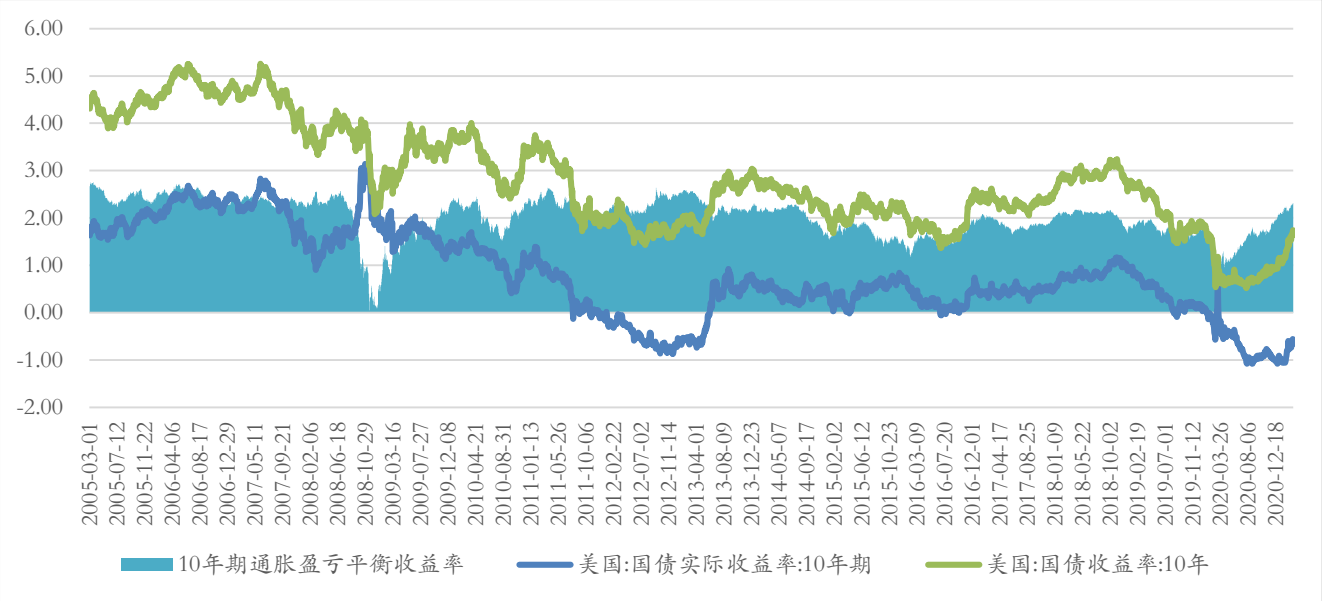
复苏拐点	2021PPI 转正拐点后第 2 个月	2016PPI 转正拐点后的第 2 个月	2009 年 PPI 转正拐点后的第 2 个月
	2021 年 1-2 月（过去两年平均增速）	2016 年 10 月同比增速	2010 年 1 月同比增速
全国规模以上工业增加值	8.10%	6.10%	29.20%
社会消费品零售	3.40%	10%	14%
全国固定资产投资（不含农户）	1.70%	8.30%	26.60%
基础设施投资	-1.60%	17.59%	28.60%
制造业投资	-3.40%	3.10%	23.60%
房地产开发投资	7.60%	6.60%	31.10%
全国商品房销售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

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
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

5.3 美国十年期国债拉升对于 A 股核心资产影响-以茅台为例

图26：美国十年期国债收益率



资料来源：Wind，申港证券研究所

美国十年期国债收益率一度突破 1.7%，给权益市场带来巨大恐慌。

在我们的假设下，以贵州茅台为例，按照中期阶段（10 年）估值营收增速 10%，长期永续营收增速 8%的前提下。考量个股的 Ke（股票预期收益率）受到无风险收益率和市场预期收益率变化后产生的估值影响。

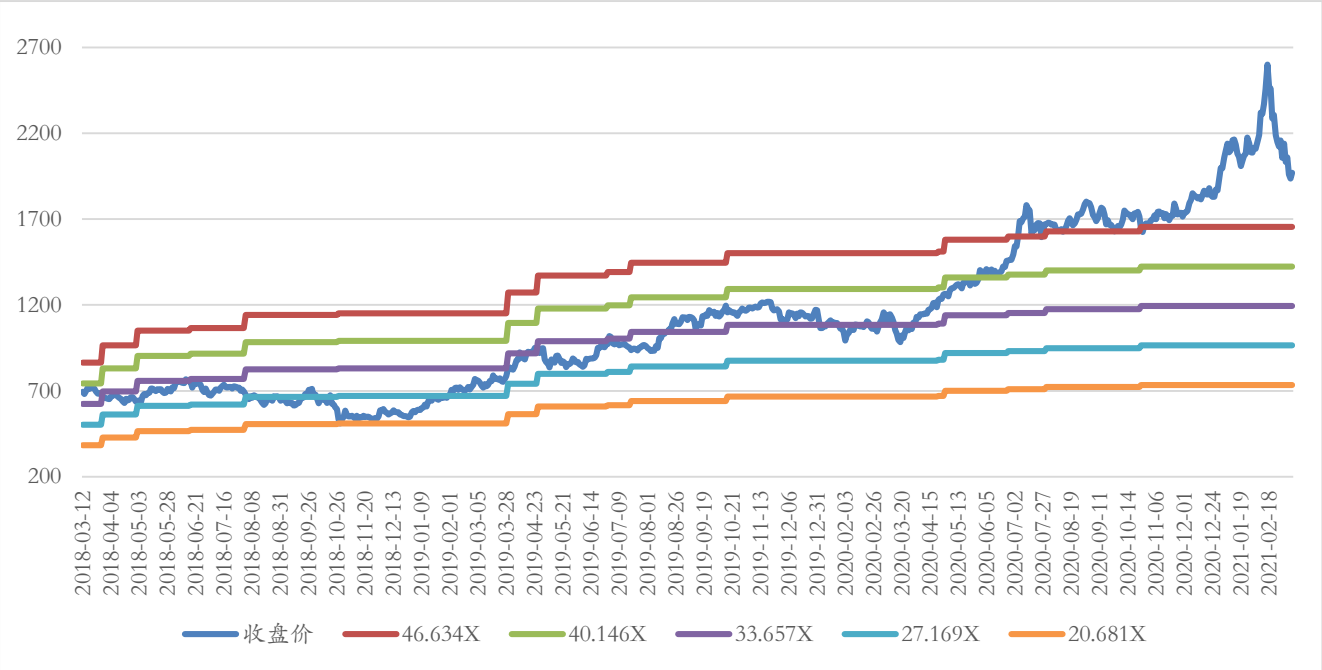
表6：贵州茅台 Ke 股票预期收益率变化后的估值

情况	无风险收益率 Rf	市场预期收益率 E(rm)	Ke 预期收益率	DCF 下 PE 估值倍数	DDM 下 PE 估值倍数
1	1%	6.1%	6.5%	71.4X	51.6X
2	1.2%	6.3%	6.7%	64.6X	42.5X
3	1.4%	6.5%	6.9%	59X	36X
4	1.6%	6.7%	7.1%	54.6X	31.7X
5	1.8%	6.9%	7.3%	50.8X	28.3X
6	2%	7.1%	7.5%	47.6X	25.7X

资料来源：Wind，申港证券研究所

从以上表格发现，贵州茅台估值跟随着股票预期收益率 Ke 提升出现估值大幅下行现象，并且同等条件 DDM 模型比 DCF 模型敏感性更强，下调估值幅度更大。

图27：贵州茅台估值通道



资料来源：Wind，申港证券研究所

从下表可以发现，受无风险收益率和市场预期收益率提升后（$Ke=r_f+\beta*(E(r_m)-r_f)$），Ke 的提升对于 DDM 模型有着估值下行的趋势。

对于 DCF 模型，由于 **WACC=(E/V）×Ke+（D/V）×Kd×(1-Tc)**，Ke 变化主要对于权益资本部分产生影响，对于债务资本部分的债务资金成本 Kd 短期影响不大。

Ke 的提升会带来 WACC 提升，最终也会对 DCF 模型出现估值下行趋势。

表7：贵州茅台 DDM 模型下敏感性分析

	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

表8：贵州茅台 DCF 模型下敏感性分析

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

资料来源：Wind，申港证券研究所

总体来看，美国十年期国债收益率大幅提升对于 A 股核心资产估值是不利的，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。

6. 国内主要商品市场表现

从商品市场来看，石油化工产业链出现大幅度调整，资金重新把注意力放在欧洲部分地区恢复封锁措施以及中美实际需求持续疲软的迹象上。农产品方面仅菜粕翻红，其他品种均下跌调整。有色金属和黑色金属方面本周也涨幅走平，市场开始冷静下来。

表9：主力期货合约表现

	名称	现价	5 日涨跌幅	10 日涨跌幅	20 日涨跌幅
能源化工	乙二醇 2105	4937	-6%	-15%	-2%
	苯乙烯 2105	7916	-10%	-14%	-5%
	纯碱 2105	1992	6%	8%	20%
	PTA2105	4316	-5%	-9%	0%
	玻璃 2105	2110	7%	0%	10%
	纸浆 2105	7118	-3%	-2%	2%
	短纤 2105	7124	-6%	-8%	-6%
	沥青 2106	2846	-9%	-12%	-5%
	LPG2104	4016	0%	1%	8%
	甲醇 2105	2315	-7%	-10%	-3%
	聚丙烯 2105	9190	-3%	-2%	3%
	燃油 2105	2393	-6%	-4%	2%
	原油 2105	392.3	-7%	-8%	0%
	低硫燃料油 2106	3131	-7%	-7%	-1%
	动力煤 2105	676.8	5%	7%	12%
	PVC2105	8940	2%	6%	9%
	塑料 2105	8795	-3%	-2%	0%
	尿素 2105	1939	2%	5%	-4%

	焦煤 2105	1610	7%	9%	3%
	焦炭 2105	2230	-1%	-5%	-18%
农产品	豆油 2105	8972	-3%	0%	8%
	棕榈油 2105	7778	-2%	4%	8%
	红枣 2105	9780	-3%	-6%	-3%
	花生 2110	10468	-4%	-3%	1%
	菜油 2105	10509	-2%	0%	3%
	豆二 2105	4073	-1%	-4%	-2%
	橡胶 2105	14455	-5%	-6%	-8%
	玉米淀粉 2105	3301	2%	-1%	2%
	生猪 2109	28750	-1%	0%	1%
	棉纱 2105	22655	-4%	-5%	-3%
	郑棉 2105	15390	-3%	-4%	-4%
	豆一 2105	5705	-7%	-9%	-4%
	粳稻 2105	2805	0%	0%	0%
	强麦 2109	2777	0%	1%	1%
	粳米 2105	3662	1%	2%	1%
	白糖 2105	5305	-2%	-2%	-2%
	玉米 2105	2718	0%	-4%	-3%
	豆粕 2105	3287	2%	-2%	-5%
	鸡蛋 2105	4294	-5%	-4%	-9%
	菜粕 2105	2886	6%	0%	-1%
基本金属	硅铁 2105	6962	-8%	-14%	-4%
	热轧卷板 2105	5167	3%	6%	10%
	国际铜 2105	59650	0%	2%	4%
	国际铜 2105	59650	0%	2%	4%
	锰硅 2105	6910	-5%	-12%	-6%
	螺纹钢 2105	4860	3%	3%	7%
	铁矿石 2105	1051	-1%	-7%	-6%
	沪铝 2105	17645	2%	3%	7%
	线材 2105	5148	1%	5%	2%
	沪锡 2105	177000	-2%	2%	-3%
	不锈钢 2105	13970	0%	-2%	-9%
	沪铅 2105	15065	1%	0%	-3%
	沪锌 2105	21840	0%	3%	1%
	沪镍 2106	122320	1%	0%	-15%
贵金属	沪银 2106	5465	2%	5%	-1%
	沪金 2106	368.16	2%	3%	-1%
金融期货	TS2106	100.1	0.1%	0.0%	0.2%
	TF2106	99.365	0.1%	0.0%	0.3%
	T2106	97.065	0.2%	0.0%	0.4%
	IC2104	6169	0%	-3%	0%
	IH2104	3472.6	-4%	-6%	0%
	IF2104	4941	-3%	-6%	0%

资料来源：Wind, 申港证券研究所

7. 中观数据周度更新概览

本周更新的中观数据来看，2月份受到春节影响，工业方面多项数据环比下降较多。有色金属、农产品食用油领域去库存还在延续，美国和欧盟整体复苏力度不及预期，美国石油天然气领域库存补库迅速，充足的产能开工使得短期油价上涨乏力。

表10：中观数据周度更新

国家/地区	指标名称	前值	今值	变化幅度
		2021 年 3 月 15 日		
中国	3 月 15 日电解铝库存(万吨)	120.2	120.4	0.2%
中国	3 月 15 日锌锭库存(万吨)	24.21	23.77	-1.8%
中国	2 月发电量产量累计值(亿千瓦时)	74,170.40	12,427.70	-83.2%
中国	2 月钢材产量累计值(万吨)	132,489.20	20,952.60	-84.2%
中国	2月工业增加值:当月同比(%)	25.4	52.34	106.1%
中国	2月固定资产投资:累计同比(%)	2.9	35	1106.9%
中国	2 月平板玻璃产量累计值(万重量箱)	94,572.30	16,080.70	-83.0%
中国	2 月社会消费品零售总额:当月同比(%)	4.6	33.8	634.8%
中国	2 月生铁产量累计值(万吨)	88,752.40	14,475.20	-83.7%
中国	2 月天然气产量累计值(亿立方米)	1,888.50	348.3	-81.6%
中国	2 月天然原油产量累计值(万吨)	19,492.00	3,208.20	-83.5%
中国	2 月原煤产量累计值(万吨)	384,374.10	61,759.30	-83.9%
中国	2 月原油加工量累计值(吨)	674,408,000.00	114,242,000.00	-83.1%
		2021 年 3 月 16 日		
中国	豆油港口库存(万吨)	73.43	68.52	-6.7%
中国	豆油商业库存(万吨)	83.06	74.83	-9.9%
中国	棕榈油港口库存(万吨)	59.85	55.94	-6.5%
欧盟	3 月欧元区:ZEW 经济景气指数	69.6	74	6.3%
美国	2 月核心零售总额:季调:环比(%)	8.15	-2.71	-133.3%
美国	2 月零售和食品服务销售:同比:季调(%)	9.51	6.27	-34.1%

国家/地区	指标名称	前值	今值	变化幅度
美国	2 月零售总额:季调:环比(%)	7.42	-3.07	-141.4%
	2021 年 3 月 17 日			
中国	3 月 14 日豆粕库存量(万吨)	89.6	82.33	-8.1%
中国	3 月 17 日沥青库存率(%)	38.08	40.93	7.5%
欧盟	2 月欧盟:CPI:同比(%)	1.2	1.3	8.3%
欧盟	2 月欧元区:CPI:环比(%)	0.2	0.2	0.0%
欧盟	2 月欧元区:CPI:同比(%)	0.9	0.9	0.0%
美国	2 月新屋开工:私人住宅(千套)	111	100.7	-9.3%
美国	3 月 12 日 EIA 库存周报:商业原油增量(千桶)	13,798.00	2,396.00	-82.6%
	2021 年 3 月 18 日			
中国	3 月 18 日电解铝库存(万吨)	120.4	121.7	1.1%
中国	3 月 18 日锌锭库存(万吨)	23.77	24.06	1.2%
美国	3 月 12 日 EIA 库存周报:成品汽油(千桶)(千桶)	20,471.00	20,899.00	2.1%
美国	3 月 12 日柴油产量:DOE(千桶/日)	3,597.00	4,179.00	16.2%
美国	3 月 12 日俄克拉何马库欣原油库存量(千桶)	48,834.00	48,210.00	-1.3%
美国	3 月 12 日含渣燃料油产量:DOE(千桶/日)	194	177	-8.8%
美国	3 月 12 日含渣燃料油库存量:DOE(千桶)	31,479.00	31,510.00	0.1%
美国	3 月 12 日航空煤油库存量:DOE(千桶)	39,241.00	38,709.00	-1.4%
美国	3 月 12 日馏分燃料油产量:DOE(千桶/日)	3,704.00	4,228.00	14.1%
美国	3 月 12 日馏分燃料油库存量:DOE(千桶)	137,492.00	137,747.00	0.2%
美国	3 月 12 日汽油产量:DOE(千桶/日)	9,005.00	8,877.00	-1.4%
美国	3 月 12 日汽油库存量:DOE(千桶)	231,603.00	232,075.00	0.2%
美国	3 月 12 日商业原油库存量(千桶)	498,403.00	500,799.00	0.5%
美国	3 月 12 日原油产	10,900.00	10,900.00	0.0%

国家/地区	指标名称	前值	今值	变化幅度
	量:DOE(千桶/日)			
美国	3 月 12 日原油和石油产品库存量(千桶)	1,921,071.00	1,924,658.00	0.2%
中国	3 月 18 日石油焦港口库存(万吨)	90.8	110.4	21.6%
中国	3 月 18 日苯乙烯工厂库存(吨)	167,216.00	153,352.00	-8.3%
美国	3 月 13 日当周初次申请失业金人数:季调(人)	725,000.00	770,000.00	6.2%
	2021 年 3 月 19 日			
中国	3 月 18 日国内铁矿石港口库存量(万吨)	12,884.00	13,023.00	1.1%
中国	3 月 19 日氧化铝库存(万吨)	41.9	48.3	15.3%
美国	3 月 12 日天然气库存(十亿立方英尺)	1,793.00	1,782.00	-0.6%

资料来源：Wind,申港证券研究所

8. 投资策略

在美国十年期国债继续拉升和全球货币政策收紧趋势下，以防御性高股息板块为主，关注外资持续增持的具备海外营收优势的 A 股企业，小盘股走强拐点值得进一步观察。

9. 风险提示

海外流动性风险、国内货币政策收紧风险。

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。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上