新时代证券-研究所晨报（20210317）

● 总量研究

策略研究：大宗涨价刚走完一半

1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著。2020 年 4 月以来，大宗商品涨价，目前可能只走完了一半。商品涨价的第一年，估值、业绩和流动性都对股市有正贡献。涨价的第二年，估值、流动性会有很大的分歧，但分歧并不意味着拐点。历史上 A 股进入熊市的拐点，往往领先商品拐点半年左右，现在大概率还没到。

● 公司研究

利尔化学：草铵膦行业高景气，一季度业绩超预期

事件：公司公告 2021 年一季报业绩预告，预计一季度实现盈利 1.6-2.0 亿，同比增长 91.89%-139.85%。

盈利预测评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 8.13、9.57、10.60 亿，当前股价对应 PE 分别为 15、13、12 倍，估值已处相对低位，维持“强烈推荐”评级。

● 行业研究

固定收益行业：从宏观政策基调看全年利率格局

“不急转弯”基调下的宏观政策。伴随 2021 年全国两会闭幕，全年宏观政策基调基本定型，即“保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间”，也就是通俗所称的“不急转弯”。总体思路上强调“科学精准实施宏观政策”，当前复杂微妙的国内外经济形势确实对政策实施提出了更高更精细的要求。

财政政策方面强调“可持续性”，政策预留空间非常充足。2020 年应对疫情的财政快速扩张在 2021 年会有所放缓，但又同时“保持适度支出强度”，因此放缓的幅度不会太大，以重点加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，转移支付与减税政策仍有增量。再度重提化解地方政府隐性债务风险，党政机关过紧日子。

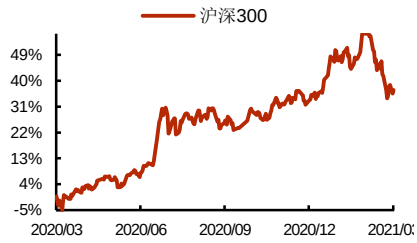
货币政策方面强调“精准”，明确要处理好恢复经济和防范风险关系。提出两项目标，一是保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定；二是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。稳杠杆的同时，还要进一步解决小微企业融资难题，加大支持普惠金融力度，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利，从而促进内需继续修复。这才是 2021 年货币政策的真正难题，也是为何要强调“精准”的原因。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
房地产	2.99%	有色金属	-1.61%
食品饮料	2.35%	采掘	-1.49%
公用事业	2.13%	钢铁	-1.47%
纺织服装	1.97%	电子	-0.39%
电气设备	1.79%	国防军工	-0.19%

相关报告

《大宗涨价刚走完一半》2021-03-14

《草铵膦行业高景气，一季度业绩超预期》2021-03-15

《从宏观政策基调看全年利率格局》2021-03-15

内容目录

1、总量研究 3
1.1、策略研究：大宗涨价刚走完一半 3
2、公司研究 4
2.1、利尔化学：草铵膦行业高景气，一季度业绩超预期 4
3、行业研究 4
3.1、固定收益行业：从宏观政策基调看全年利率格局 4

1、 总量研究

1.1、 策略研究：大宗涨价刚走完一半

1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著。2020 年 4 月以来，大宗商品涨价，目前可能只走完了一半。商品涨价的第一年，估值、业绩和流动性都对股市有正贡献。涨价的第二年，估值、流动性会有很大的分歧，但分歧并不意味着拐点。历史上 A 股进入熊市的拐点，往往领先商品拐点半年左右，现在大概率还没到。

（1）每一轮大宗商品单边上涨至少持续两年。1970 年至今，大宗商品共出现过 9 次大幅上涨，只有 1 次低于两年，共 6 次 2 年半，2 次 3 年。这一时间规律从统计的角度来看非常显著，背后很重要的原因可能是经济的库存周期。

而我们知道，库存周期主要影响的是 1-2 年的需求和库存波动，而其他因素（比如产能、央行货币供应量等）为何没有对每一轮商品价格上涨时间产生明显的影响？我们认为，很重要的原因可能是，产能和央行货币体系的变化很多时候影响更为长期，会对每一轮商品价格上涨的幅度和 3-5 年的商品价格中枢产生影响，而不会改变 1-2 年内的方向。

（2）大宗涨价这一次是历史上最快的。疫情后，2020 年 4 月以来，大宗商品上涨持续的时间已经达到了 1 年。从总的上涨时间来看，目前可能只完成了一半。而从上涨的速度和幅度来看，过去 1 年和 2009-2010 年上涨速度有点类似，最近一个月甚至已经超过了那时候的速度。按照我们的经验判断，大宗商品的涨价，一般分三个阶段。

第一个阶段：需求刚出现拐点，商品价格开始快速上涨，摆脱亏损区域。

第二个阶段：随着价格的上涨，企业利润回升，开始有足够的现金流，闲路产能和建设中的产能快速投产。由于经济热度往往不错，货币政策开始转向。

第三个阶段：由于商品价格的连续上涨，通胀压力增大，货币开始非常紧缩，经济总需求已经受到了影响。供需缺口依然存在，而且已经没有可以快速恢复的产能了，未来新的产能短期内看不到，所以商品价格可能会继续上涨。

（3）商品对股市的影响。商品涨价的第一年，股市的上涨是非常确定的。因为第一年对应的是大宗涨价的第一阶段，经济刚出现拐点，货币政策还很宽松，股市的估值也比较低，估值、业绩和流动性都能对股市产生正贡献，股市上涨的概率很高。而到商品涨价的第二和第三阶段，由于业绩、估值、流动性三个因素中，只有第一个因素最确定，第二和第三个因素会有很大的分歧。2007-2008 年初、2010-2011 年初、2017-2018 年初均处在这个阶段，此时需要不断权衡哪个因素影响更大，离场过早可能会错过 2007 年、2010 年下半年和 2017 年下半年的行情，离场太晚则会面临 2008 年、2011 年和 2018 年的熊市。

风险提示：房地产市场超预期下行，美股剧烈波动。

2、 公司研究

2.1、 利尔化学：草铵膦行业高景气，一季度业绩超预期

事件：公司公告 2021 年一季报业绩预告，预计一季度实现盈利 1.6-2.0 亿，同比增长 91.89%-139.85%。

草铵膦行业高景气，公司广安项目产能释放，一季度业绩超预期。2021 年以来草铵膦行业景气向上，市场价由年初约 17 万/吨，上涨至目前约 19 万/吨。据中农立华统计，2021 年 1 月 1 日至 3 月 14 日，草铵膦市场均价约 17.95 万/吨，同比 2020 年一季度上升 51.48%。公司自身广安 10000 吨草铵膦顺利投产，草铵膦行业市场占有率超 70%，量价齐升下公司一季度业绩超预期。

草铵膦市场空间巨大，新工艺新技术有望带来盈利提升。据中农纵横预计，2020 年全球草铵膦市场销售约 10.6 亿美金，，作为三大灭生性除草剂之一，草铵膦具有高效低毒等优势，在转基因领域能有效解决草甘膦的抗性问题，也能替代高毒农药百草枯的市场，我们预计草铵膦远景全球需求有望达 10 万吨/年，市场规模仍有翻倍空间。公司在广安持续推进气相法草铵膦的试生产工作，并线后将进一步降低草铵膦生产成本，同时开展精草铵膦的研发项目，未来将提升产品附加值，公司草铵膦盈利能力仍有提升空间。

多产品协同发展，管道内重磅产品储备丰富，维持“强烈推荐”评级。公司氯代吡啶类农药如 1800 吨毕克草、1000 吨氟草烟等盈利能力稳定；广安 1000 吨丙炔氟草胺产能将逐步释放；公司草铵膦产能已跃居全球第一，充分受益行业景气，未来气相法工艺及精草铵膦项目实施将进一步提升公司竞争力；同时公司还储备有氯虫苯甲酰胺、唑啉草酯、烟嘧磺隆等新产品，推动公司持续发展。

盈利预测、估值与评级：我们预计公司 2021-2023 年净利润分别为 8.13、9.57、10.60 亿，当前股价对应 PE 分别为 15、13、12 倍，估值已处相对低位，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑，新项目不及预期，安全生产事故。

3、 行业研究

3.1、 固定收益行业：从宏观政策基调看全年利率格局

一、“不急转弯”基调下的宏观政策。

伴随 2021 年全国两会闭幕，全年宏观政策基调基本定型，即“保持宏观政策连续性稳定性可持续性，促进经济运行在合理区间”，也就是通俗所称的“不急转弯”。总体思路上强调“科学精准实施宏观政策”，当前复杂微妙的国内外经济形势确实对政策实施提出了更高更精细的要求。

财政政策方面强调“可持续性”，政策预留空间非常充足。2020 年应对疫情的财政快速扩张在 2021 年会有所放缓，但又同时“保持适度支出强度”，因此放缓的幅度不会太大，以重点加大对保就业保民生保市场主体的支持力度，转移支付与减税政策仍有增量。再度重提化解地方政府隐性债务风险，党政机关过紧日子。

货币政策方面强调“精准”，明确要处理好恢复经济和防范风险关系。提出两项目标，一是保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏

观杠杆率基本稳定；二是保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。稳杠杆的同时，还要进一步解决小微企业融资难题，加大支持普惠金融力度，推动实际贷款利率进一步降低，继续引导金融系统向实体经济让利，从而促进内需继续修复。这才是 2021 年货币政策的真正难题，也是为何要强调“精准”的原因。

二、“外需强内需弱”特征下的经济复苏。

全年宏观政策基调无疑是以当前基本经济形势为考量制定的，而当前经济运行情况的最大特征即是“外需强内需弱”。

外需持续强劲。中国出口份额在疫情控制后整体上台阶，成为出口高景气的重要原因，但无法解释出口增速的一路上行。事实上，全球经济复苏对中国出口的边际影响反而更为关键。2021 年，全球经济和贸易进一步改善的确定性极高。因此，尽管中国出口份额在 2021 年可能会略有回落，但全球经济改善仍足以支撑中国出口的高速增长。

消费修复缓慢。2020 年疫情冲击带来了三个极端影响，一是居民收入增速大幅下降，二是线下消费活动严重受阻，三是居民储蓄率增加消费倾向下降。导致消费增速下降幅度远大于收入增速下降幅度，内需弱的格局由此形成。2020 年 3 月以来，居民收入改善带动消费持续修复，且收入与消费增速差逐渐缩小，显示线下消费阻力基本消除，居民消费倾向正在提升，所以收入向消费转化的过程也越来越顺畅。然而，后续居民收入环比增长随 GDP 放缓，结构性就业问题难除，仍将制约消费改善。

无意刺激地产基建，但仍预留空间。房地产销售与投资逆势增长，受益于居民较强的储蓄意愿与宽松的融资政策。尽管行业调控措施有所加码，但在较强的购房和投资意愿下，地产高景气度还能维持较长时间。基建投资在 2020 年意外地没有成为刺激重点，与以往经济低迷期基建投资作为主要抓手的情况大为不同。2021 年主动发力基建投资的意愿依然不强，但预留空间较为充足，若下半年复苏动力确实转弱，仍可相机抉择。

三、政策实际执行与市场利率展望.

结合当前经济运行实际形势与宏观政策基调，我们对年底前政策实际执行的若干要点与债券市场的收益率走向做出如下判断。

广义财政支出按部就班，下半年有调节余地。未来数月，至少在上半年，广义财政应是按部就班，可能在重点的局部领域着重主动作为，但政府主导类投资不会出现大的扩张，整体刺激意愿不强，难以成为推动经济超预期的潜在因素。下半年如果经济复苏明显转弱，仍有调节余地。

社融增速必须降，缓降而非急降，流动性投放逐步压缩。“增量风险防范”已被划为重点，在经济初步恢复后社融增速必须要压降。而且，“要处理好恢复经济和防范风险关系”，毕竟当前内需偏弱，融资收紧过快对经济恢复难免抑制，因此再度拿出“货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配”的标准。同时，为稳定对外贸易与外资投资预期，要“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。这些才是货币政策“灵活精准、合理适度”的难点所在。核心在于逐步压缩流动性投放规模，控制融资规模扩张，但不对银行间市场流动性松紧及利率水平造成过大影响。

政策工具利率宜稳不宜动，市场利率区间震荡。在控制杠杆的同时，还要保持银行间利率的基本稳定，引导实际贷款利率稳中有降，以促进内需修复，货币政策

工具利率在较长时间应不会做系统性调整。预计债市收益率继续维持一段时间（至少上半年）区间震荡，10 年国债收益率震荡区间大体在 3.1-3.4%。

利率震荡过后应仍是下行，下半年债市可能出现机会。上半年，区间震荡格局难破。进入下半年后，GDP 环比增长进一步放缓，并影响居民收入改善，对消费与民间投资构成制约，而社融增速应已出现一定回落，杠杆上升压力减轻。届时，货币政策的紧平衡可能出现一定松动，市场利率存在一定下行空间。

风险提示：美国经济超预期复苏导致美联储提前紧缩，国内外通胀超预期上行，国内货币政策意外收紧。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**梁爽销售总监** 固话：010-69004647 邮箱：liangshuang@xsdzq.cn
上海	**阎喜蒙销售副总监** 固话：021-68865595 转 255 邮箱：yanximeng@xsdzq.cn
广深	**丁培培销售经理** 邮箱：dingpeipei@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/