东兴证券 DONGXING SECURITIES

估值下、盈利上，把握周期景气上行

2021 年 3 月 14 日

A 股策略 | 策略周报

分析师	杨若木 电话：010-66554032	邮箱：yangrm@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480510120014
联系人	林莎 电话：010-66554011	邮箱：linsha@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070056
研究助理	高天然 电话：010-66554044	邮箱：gaotr@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480120070029

摘要：

全球无风险利率持续上行，抱团股纷纷杀跌，业绩窗口期需更关注盈利改善的优质赛道。近期美国十年期国债收益率飙升，至 3 月 12 日已升至 1.64%，近一月增加 44bp，带动全球无风险利率上行，对利率更加敏感的高估值板块被大幅杀跌，2 月以来公募基金发行份额大幅下降，1 月主动偏股型日均发行 222.91 亿份，2 月日均仅发行 80.56 亿份，同比降 63.86%，基金赎回-减配负反馈机制下，前期抱团股跌幅巨大，市场悲观情绪加剧，投资者风险偏好降低。分母端正向边际贡献减弱下，更需把握分子端的高景气，近期处于业绩预告披露窗口期，可以密切关注分子端具备盈利改善的优质赛道。

四季度全 A 累计增速由负转正，复苏速率进一步加快。截至 3 月 13 日，A 股市场共有 2918 家公司披露了 2020 年报业绩预告，整体披露率 69.30%，其中 1397 家公司预喜，占比 57.44%。国防军工、钢铁、电子行业预喜率最高，分别为 72.91%/70.00%/68.98%。全部 A 股 2020 年报累计归母净利润同比增速 16.63%，已超过 2019 年的 6.67%。受疫情影响，前三季度创业板、科创板、主板累计同比增速 20.70%/65.14%/-7.13%，第四季度市场复苏速率进一步加快，分别达到 61.81%/51.40%/734.41%。创业板全年累计增速达 126.36%，主板、全 A 累计增速实现由负转正，分别达 14.75%/19.65%。

周期、成长风格业绩表现亮眼且部分细分行业高景气预计仍可持续。大类行业中 2020 年累计和 2020Q4 归母净利润增长率均为正的行业有 24 个，2020Q1-Q4 累计净利润增速持续上升的行业有 21 个，整体复苏趋势良好。其中周期、成长行业业绩表现优异，基础化工、有色金属、电力设备及新能源、机械、通信行业 2020 累计净利润增速同比分别达到 1430.9%、731.8%、189.7%%、182.5%、175.8%。全球复工复产持续拉动叠加“两会”传递 2021 年财政政策偏积极信号下，需求旺盛但供给刚性的铜、可能受益于基建拉动且多个品类具备上行空间的工程机械或仍能维持高景气。“碳达峰、碳中和”强力驱动下，新能源汽车、光伏等预计也将能够保持优良业绩。

寻找业绩亮眼且估值仍相对合理行业。全球无风险利率持续上行，分母端正面边际贡献减弱下，高估值仍有杀跌风险。从业绩与估值的维度考虑，基础化工、电力设备及新能源、机械、医药、国防军工等 2020 年累计归母净利润增速为正且 PEG<1，估值较业绩偏低。行业配置建议关注：1）仍有上行空间的顺周期行业，如有色金属、基础化工、机械及其细分领域铜、工程机械等；2）前期估值相对比较低且未来业绩有较大弹性的地产、银行和线下消费（包括餐饮、旅游、电影、线下零售等）。

风险提示:数据统计偏差，疫情发展超出预期，市场波动超出预期

目 录

1. 全球无风险利率持续上行，业绩窗口期需关注分子端盈利改善 3
2. 四季度全 A 累计增速由负转正，复苏速率进一步加快 5
3. 周期、成长风格业绩表现亮眼且部分细分行业估值仍偏低 7
4. 需要业绩亮眼且估值仍旧合理行业 10
5. 风险提示 10

插图目录

图 1：美国 10 年期国债收益率 3 月 12 日已飙升至 1.64% 3
图 2：3 月以来国防军工、食品饮料、医药等前期抱团股跌幅最大 3
图 3：欧洲主要国家国债收益率也有所上行 4
图 4：2 月以来公募基金发行份额明显回落 4
图 5：国防军工、钢铁、电子行业预喜率高 5
图 6：机械、基础化工等行业预喜公司数环比改善明显 5
图 7：2018 年以来各板块增速持续上行 6
图 8：主板、全 A 累计增速由负转正 6
图 9：美国 1 月工业生产指数同比恢复至-1.31% 8
图 10：国内铜库存虽有季节性影响但目前也处于低位 8
图 11：LME 铜、COMEX 铜库存目前处于全球低位 8
图 12：欧美产能利用率持续修复 8
图 13：起重机销量上行往往滞后于挖掘机 1 个季度左右 9
图 14：2021-2025 年年均新增光伏装机量将达到 70-90GW 9
图 15：2020 年业绩增速较高且 PEG<1 的行业集中在基础化工、电新、机械等行业 10

表格目录

表 1 全行业 2020Q4 及 2020 累计净利润增速 7

1. 全球无风险利率持续上行，业绩窗口期需关注分子端盈利改善

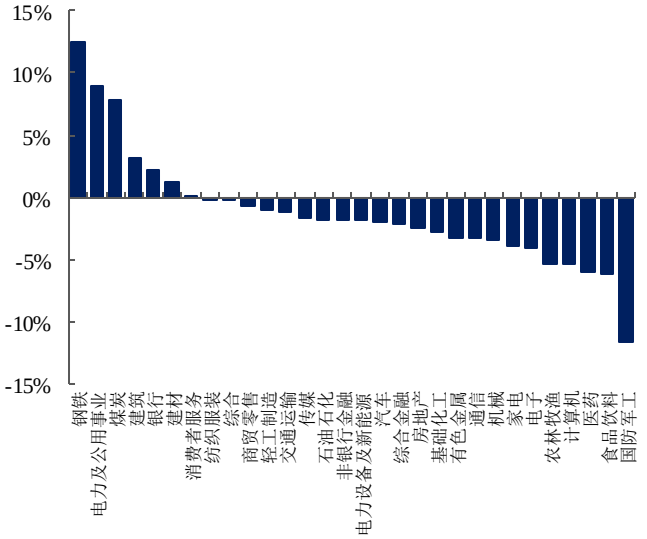
全球无风险利率持续上行，抱团股纷纷杀跌，业绩窗口期需更关注盈利改善的优质赛道。近期美国十年期国债收益率飙升，从 1 月底的 1.05%迅速上升至 3 月 12 日的 1.64%。美债飙升也带动了全球无风险利率上行，中债 10 年期国债收益率 3 月 12 日上升至 3.26%，近一月增加 4bp。英国、法国、德国 10 年期国债收益率也同样上行，3 月 10 日分别报 0.782%、-0.091%、-0.34%，近一月分别增加 25bp、15bp、17bp。对利率更加敏感的高估值板块被大幅杀跌，3 月以来，跌幅最大的行业集中在国防军工、食品饮料、医药、计算机等行业，分别下跌 11.67%、6.10%、5.98%、5.42%。增量资金角度来看，2 月以来公募基金发行份额大幅下降，1 月主动偏股型公募基金累计达 4681.18 亿份，日均发行 222.91 亿份；2 月累计发行 1208.41 亿份，日均仅发行 80.56 亿份，同比降 63.86%。基金赎回-减配负反馈机制下，前期抱团股跌幅巨大，市场悲观情绪加剧，投资者风险偏好降低。分母端正向边际贡献减弱下，更需把握分子端的高景气，近期处于业绩预告披露窗口期，可以密切关注分子端具备盈利改善的优质赛道。

图 1：美国 10 年期国债收益率 3 月 12 日已飙升至 1.64%



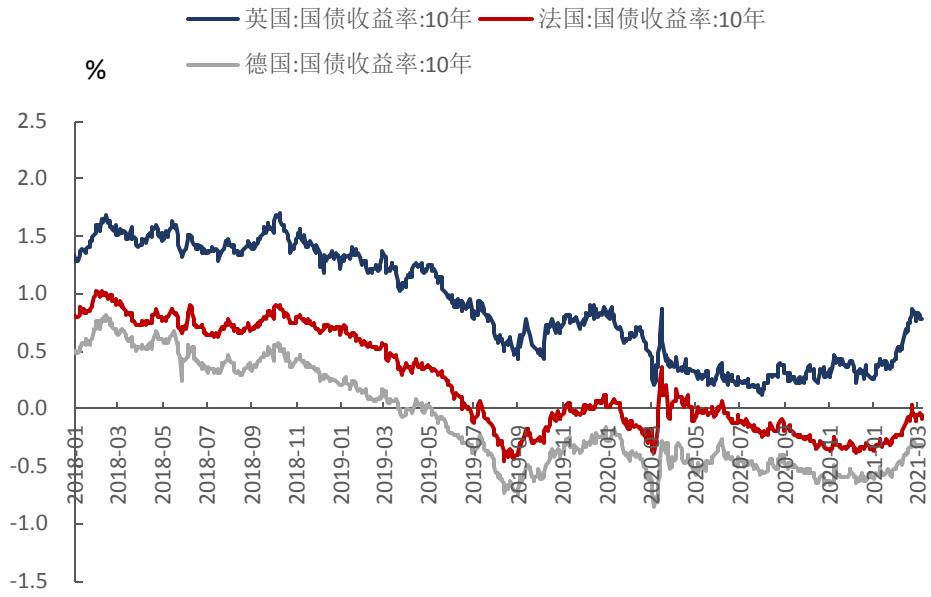
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2：3 月以来国防军工、食品饮料、医药等前期抱团股跌幅最大



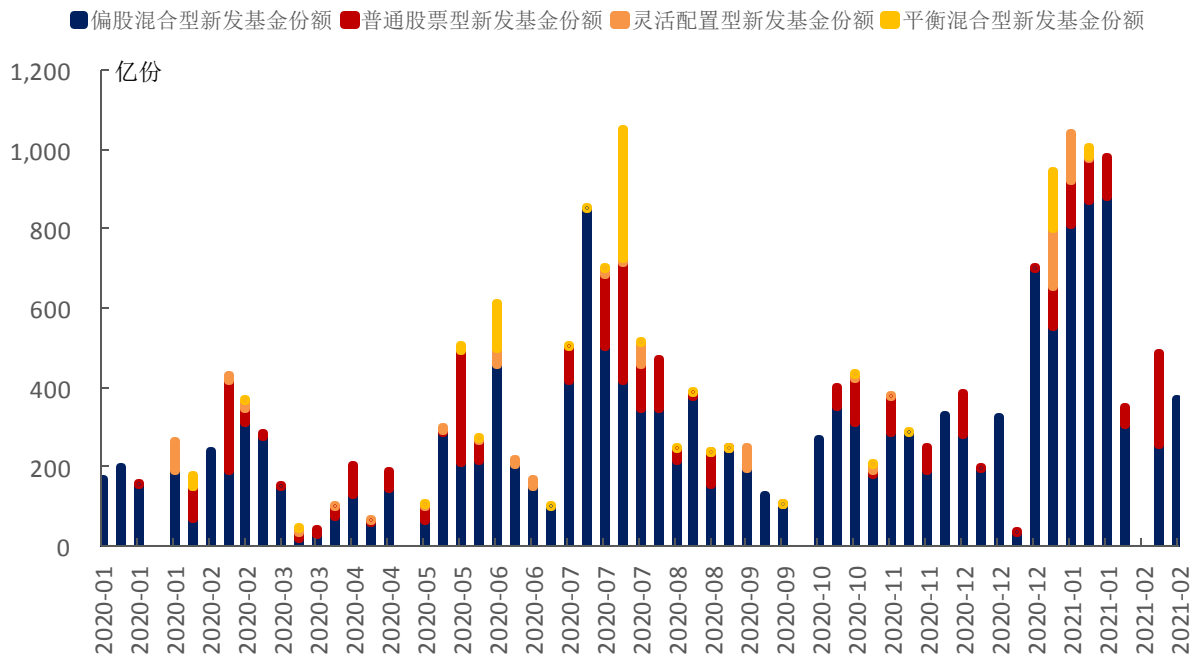
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3：欧洲主要国家国债收益率也有所上行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 4：2 月以来公募基金发行份额明显回落



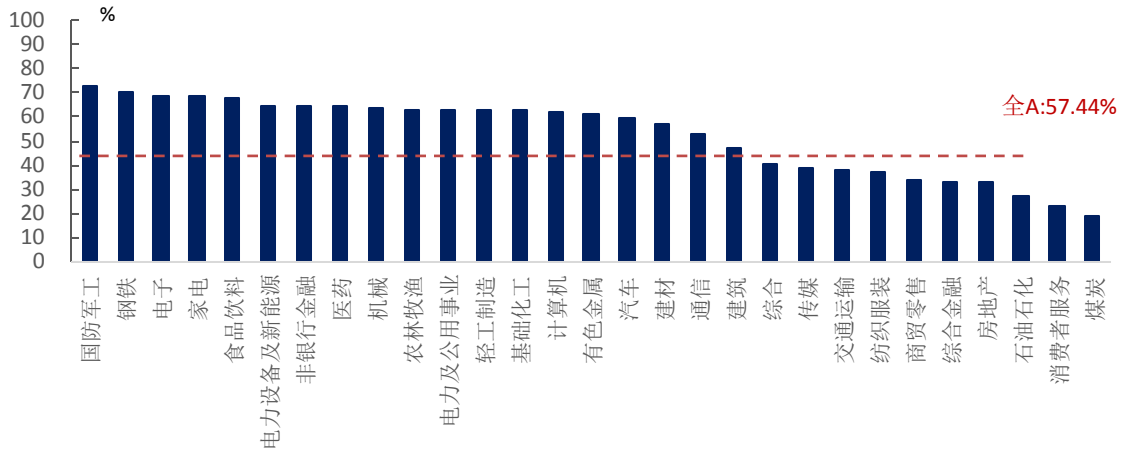
资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新截止 3 月 7 日

2. 四季度全 A 累计增速由负转正，复苏速率进一步加快

截至 3 月 13 日上午，A 股市场共有 2918 家公司披露了 2020 年报业绩预告/快报/报告，整体披露率 69.30%，主板/创业板/科创板业绩预告披露比例分别为 64.72%/76.44%/100%。从业绩预告类型来看，1397 家公司预喜（预增、续盈、扭亏、略增），占比 57.44%。其中，国防军工、钢铁、电子行业（中信一级行业，下同）预喜率最高，分别为 72.91%/70.00%/68.98%，与复苏高度相关的机械、基础化工行业预喜公司数环比改善明显，分别有 157/135 家公司业绩预喜。

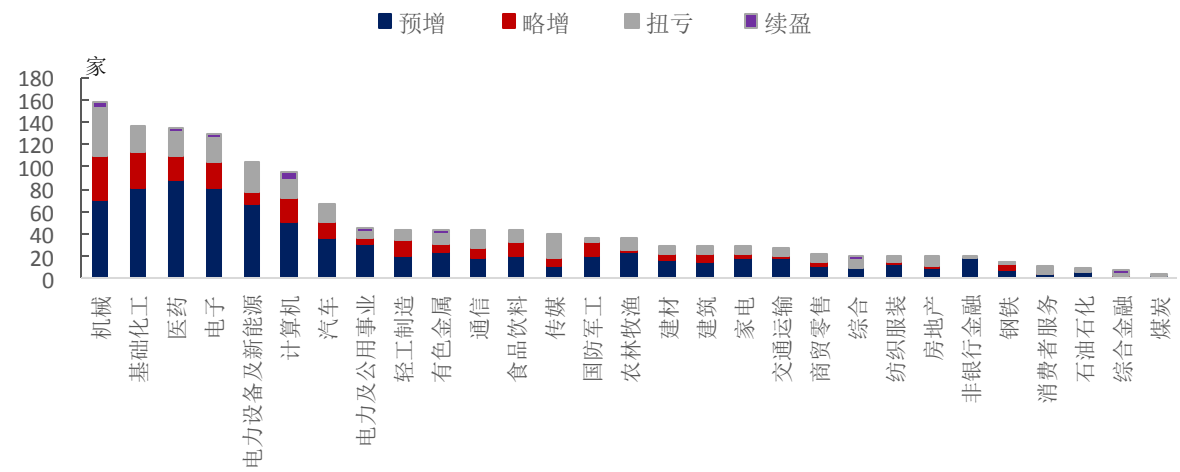
图 5：国防军工、钢铁、电子行业预喜率高



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：预喜率=行业预喜公司数/行业披露公司数。银行只有一家可比公司，故剔除。数据截至 2021 年 3 月 13 日。

图 6：机械、基础化工等行业预喜公司数环比改善明显

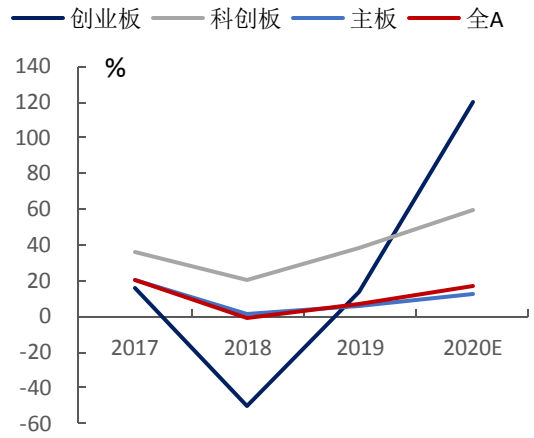


资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据更新至 2021 年 3 月 5 日

四季度全 A 累计增速由负转正，业绩复苏速率进一步加快。以可比公司口径计算，全部 A 股 2020 年报累计归母净利润同比增速 16.63%，已超过 2019 年的 6.67%，全 A 非金融/全 A 非石油石化业绩增速分别为 39.50%/19.44%。受疫情影响，前三季度创业板、科创板、主板、全 A 同比增速 20.70%/65.14%/-7.13%/-5.86%，第四季度市场复苏速率进一步加快，分别达到 61.81%/51.40%/734.41%/10454.70%。创业板全年累计增速达 126.36%，主板、全 A 累计增速实现由负转正，分别达 12.43%/16.63%。

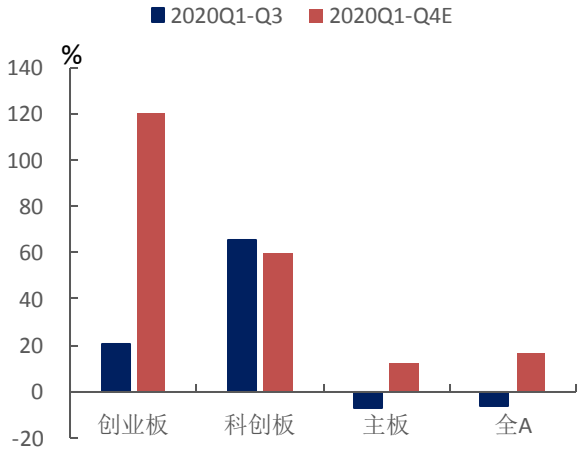
图 7：2018 年以来各板块增速持续上行



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至 2021 年 3 月 13 日

图 8：主板、全 A 累计增速由负转正



资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至 2021 年 3 月 13 日

3. 周期、成长风格业绩表现亮眼且部分细分行业估值仍偏低

大部分行业业绩上行，周期、成长风格业绩表现亮眼。大类行业中，2020 年累计和 2020Q4 单季度归母净利润增长率均为正的行业有 24 个，2020Q1-Q4 累计净利润增速持续上升的行业有 21 个，整体复苏趋势良好。其中基础化工、有色金属、电力设备及新能源、机械、通信行业业绩表现优秀，2020 累计净利润增速同比分别为 1430.9%/731.8%/189.7%%/182.5%/175.8%。

表 1：全行业 2020Q4 及 2020 累计净利润增速

序号	行业	2020 累计（%）	2020Q4（%）	序号	行业	2020 累计（%）	2020Q4（%）
1	基础化工	1430.9	119.2	16	计算机	27.8	104.1
2	有色金属	731.8	179.6	17	食品饮料	22.3	43.0
3	电力设备及新能源	189.7	146.9	18	建材	19.2	77.3
4	机械	182.5	177.8	19	建筑	15.8	490.6
5	通信	175.8	59.0	20	综合金融	7.3	75.3
6	医药	139.1	113.8	21	轻工制造	7.1	17.8
7	国防军工	122.2	686.6	22	钢铁	5.0	69.7
8	家电	108.5	760.6	23	非银行金融	4.6	56.8
9	纺织服装	106.5	79.3	24	银行	2.5	32.1
10	电子	83.3	1084.3	25	煤炭	0.4	72.5
11	农林牧渔	60.8	-55.0	26	房地产	-32.6	-44.6
12	传媒	57.1	44.4	27	石油石化	-49.4	47.1
13	电力及公用事业	50.5	134.5	28	消费者服务	-102.1	-48.6
14	综合	45.8	44.5	29	商贸零售	-128.7	22.3
15	汽车	41.7	173.1	30	交通运输	-180.8	-943.0

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至 2021 年 3 月 13 日

受益于经济复苏，周期性行业预计领涨，但内部出现分化。细分行业来看，由于直接受益于经济复苏，周期性行业占到增速前 50 细分行业中的 60%。其中，机械、有色和基础化工行业 2020 年 Q1-Q4 累计净利润增速持续上升且增速处于高位。同时，交通运输行业受疫情影响，业绩增速同比处于负区间，全年增速有所回升后 Q4 继续回落，呈现出周期上下游（有色、机械、基础化工）>周期中游（交通运输）的特征。

有色、机械、电子、电新等行业的部分细分板块业绩或仍将持续爆发。当下，全球复工复产持续推进，美国 1 月工业生产指数同比恢复至-1.31%，环比增 1.78%，1 月产能利用率 74.6%，环比增 0.73%；欧盟 27 国制造业产能利用率一季度值 79.3%，环比上升 1.10%。供需来看，有色金属中铜的需求持续上行但供给相对刚性，LME 及 COMEX 铜库存均处于 2010 年以来的历史低位，国内铜库存虽有季节性影响但目前也处于低位，随春天到来整个北半球逐步进入开工旺季，铜需求热预计将延续，价格上行仍具动力，有望持续拉动有色金属股票表现。

图 9：美国 1 月工业生产指数同比恢复至-1.31%



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 10： 国内铜库存虽有季节性影响但目前也处于低位



资料来源：Wind、东兴证券研究所

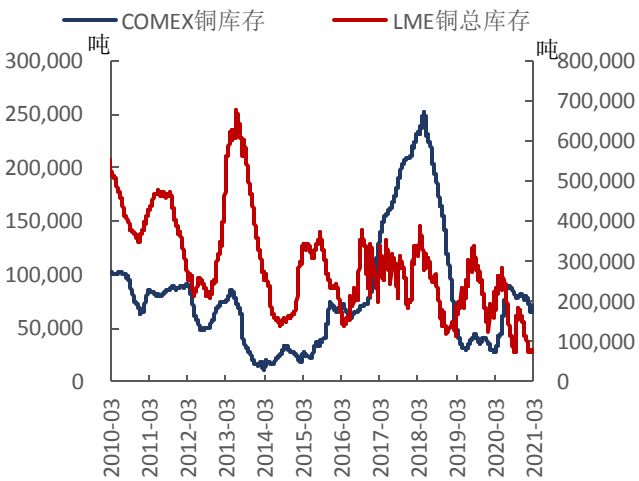


图 11：LME 铜、COMEX 铜库存目前处于全球低位

资料来源：Wind、东兴证券研究所

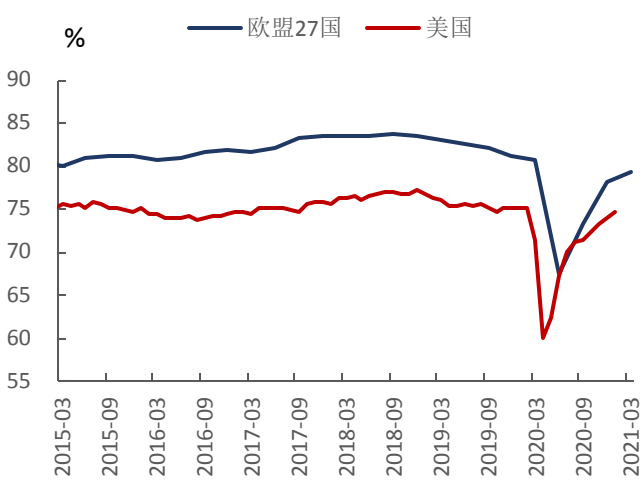


图 12： 欧美产能利用率持续修复

资料来源：Wind、东兴证券研究所

全球复产下，建设需求大量增加，“两会”政府工作报告来看，2021 年财政政策依然偏积极，专项债额度仅较去年减少 0.5 万亿，财政赤字率虽低于 2020 年，但较其他年份仍高，基建拉动预计仍旧有力。3 月 4 日，拜登继 2 月 11 日与参议员就基础设施举行会议，进一步会见了众议院运输和基础设施委员会的部分成员，美国基建计划可能于年内落地。此外，2021 年以来，挖掘机销量持续维持高景气，暂时并无下滑迹象，且从历史经验来看，起重机、泵车等一系列工程顺序在挖掘机之后的工程机械销量上行时点也往往滞后，如起重机销售约滞后挖掘机销售一个季度左右，工程机械整体景气度仍具上行空间。

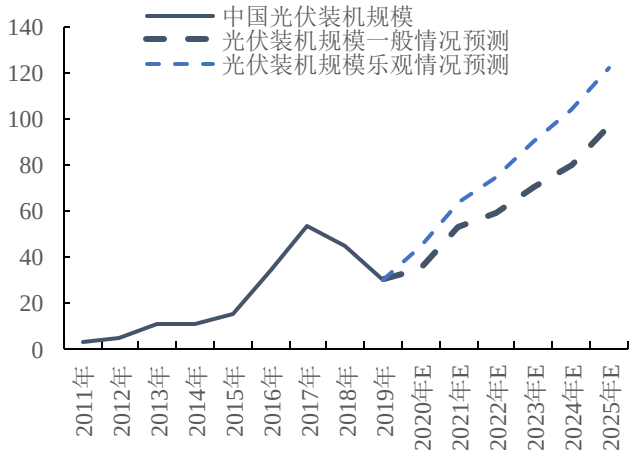
“碳达峰、碳中和”驱动下，光伏、新能源汽车等行业需求或将保持高景气，2021 年 2 月新能源汽车销量同比 19 年增长 108%，中汽协预计 2021 年新能源汽车销量将达 180 万辆，同比增长 40%，远超 19、20 年同比-3.3%/9.7%。中国光伏行业协会预测，2021-2025 年年均新增光伏装机量将达到 70-90GW，预计有 20%-25%左右的增速。

图 13：起重机销量上行往往滞后于挖掘机 1 个季度左右



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 14：2021-2025 年年均新增光伏装机量将达到 70-90GW



资料来源：Wind、东兴证券研究所

4. 需要业绩亮眼且估值仍旧合理行业

电新、机械、化工等业绩亮眼且估值仍处相对合理位置。基于已披露业绩，我们从业绩与估值的角度去进行进一步分析。从当前市盈率和未来两年净利润复合增速匹配度来看，增速较高且 PEG<1 行业集中在基础化工、电力设备及新能源、机械、医药、国防军工、家电等行业。

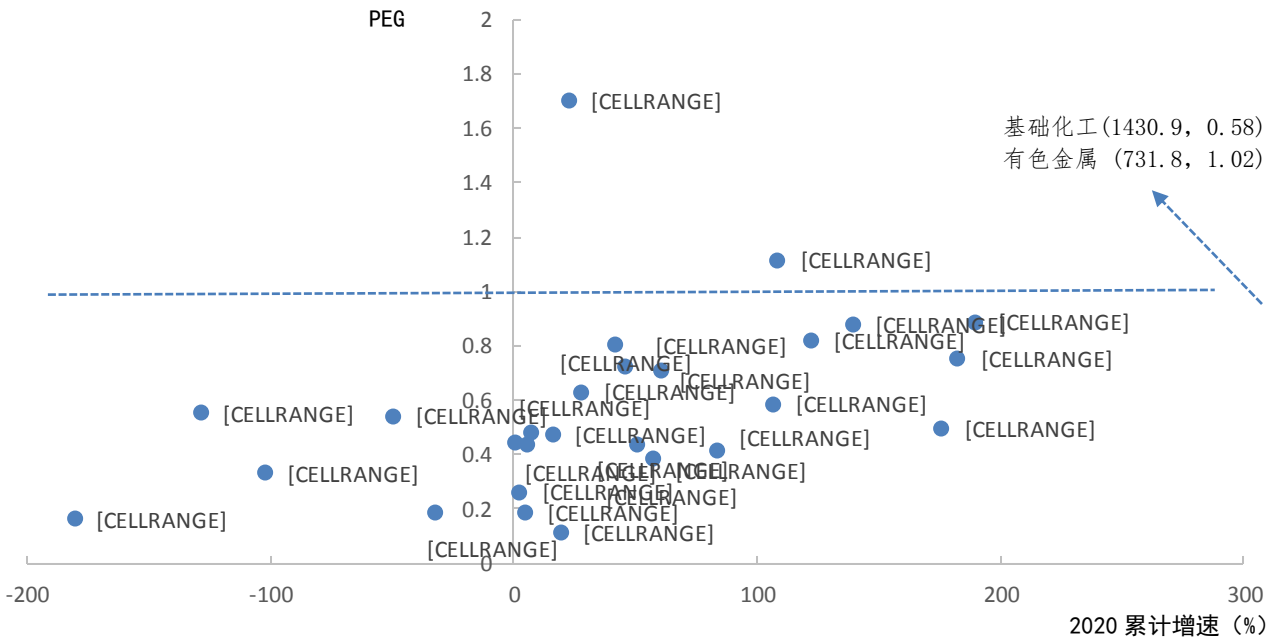


图 15：2020 年业绩增速较高且 PEG<1 的行业集中在基础化工、电新、机械等行业

资料来源：Wind、东兴证券研究所

注：数据截至 2021 年 3 月 13 日

全球无风险利率持续上行，分母端正面边际贡献减弱下，高估值仍有杀跌风险，建议关注行业配置建议关注：1）仍有上行空间的顺周期行业，如有色金属、基础化工、机械及其细分领域铜、工程机械等；2）前期估值相对比较低且未来业绩有较大弹性的地产、银行和线下消费（包括餐饮、旅游、电影、线下零售等）。

5. 风险提示

数据统计偏差，疫情发展超出预期，市场波动超出预期。

分析师简介

分析师：杨若木

十年证券行业研究经验，曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

联系人：林莎

中央财经大学金融学硕士，五年策略研究经验，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，负责 A 股策略，曾就职于中信证券研究部、兴业研究，长期跟踪 A 股市场，擅长大势研判与行业比较，致力于为不同类型的机构投资者提供服务。

研究助理简介

研究助理：高天然

南开大学金融硕士，2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责行业比较，侧重企业盈利分析。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526