风格转向中盘股，行业聚焦低估值和顺周期

基本结论

- **从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转。**1）基本面角度：业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，上游供给端加速修复，科技和制造企业盈利预计大幅上涨。过去两年行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。2）流动性角度：尽管短期货币和信用拐点和政策收缩力度有所分歧，但中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。3）微观资金面角度：过去两年新发基金为代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。

- **市场风格层面，相对业绩边际改善，相对估值优势凸显，重点关注中盘股投资机会。**全球经济复苏下，一方面沪深 300 等大盘成分股业绩增长优势不强，中盘股的成分股成长性更强；另一方面流动性收紧、利率上行的背景下部分高估值的大盘股估值调整压力较大，中证 500、中证 1000 等中盘指数安全边际凸显。

  1）全球经济大概率共振复苏，各大行业业绩开始同步回升，高增长将不再稀缺，当前高估值的大盘股基本面相对优势不明显。2021 年 A 股上市公司业绩增速预测中位数普遍大幅高于 2020 年，其中 60-90 亿市值的公司业绩增速最强，位于 35%-40%之间。2020 年小市值公司业绩预期增速明显弱于大市值公司，但 2021 年随着上市公司市值增大，上市公司业绩预期增速整体呈现下滑态势。从分析师覆盖相对比较充分的沪深 300 和中证 500 成分股业绩预期来看，沪深 300 成分股的 2021 年业绩预期增速低于中证 500。

  2）流动性由松转紧时，高估值有回调压力。当前大盘股除金融地产之外，估值普遍处于高位，相对低估值的中盘股安全边际较高。从均值回归和投资性价比的角度，当下布局中盘股的胜率更高。从 PE 估值看，沪深 300 处于 2010 年以来 89%分位数，上证指数达 72%分位数，中证 500 达 24%分位数，中证 1000 达 33%分位数。从 PB 估值看，沪深 300 处于历史 69%分位数，上证指数达 39%分位数，中证 500 达 18%分位数，中证 1000 达 34%分位数。

- **行业配置层面，看好低估值的金融地产等行业，有色等顺周期涨价品种。**

  1）低估值金融地产：银行、保险等行业一方面低估值安全边际高，另一方面受益于利率曲线陡峭化。对地产行业而言，调控政策影响的钝化，限地价带来的毛利率提升和行业集中度提升。

  2）有色等顺周期涨价：行业在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，看好铜、铝等供需结构较好品种涨价持续性。铜：铜需求端在全球持续复苏和下游行业景气向上的带动下降保持相对强劲，但供给端受产能扩张有限和矿山生产中断影响，精炼铜供给存在不确定性。铝：2021 年随着全球经济复苏，原铝需求有望延续回升。随着内蒙古双控政策的出台，作为高耗能产业的电解铝存在减产的可能。在产能利用率超过 90%的情况下，在产产能减产和新增产能延期投产冲击供给。另外，在碳中和背景下，内蒙率先调整对电解铝行业的电价政策并对自备电厂征收交叉补贴，产业政策调整将冲击现有产能。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、海外黑天鹅事件

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

内容目录

一、估值分化收敛，看好中盘股风格以及低估值和顺周期行业 4
二、风格转向中盘股：基本面和估值的视角 4
2.1 经济复苏下，中盘股相对业绩改善显著 4
2.2 中期来看流动性由松趋紧，相对低估值中盘股安全边际凸显 5
2.3 风格或转向中证 500、中证 1000 等中盘股 6
三、行业配置关注低估值金融地产和有色等顺周期涨价 9
3.1 低估值的金融地产基本面好转 9
3.2 有色等顺周期涨价持续性仍在 10

图表目录

图表 1：不同市值区间公司业绩增速预测 4
图表 2：沪深 300 预计 2021 年业绩增速低于中证 500 5
图表 3：Wind 一致预期 2021 前十大行业业绩增速中位数 5
图表 4：流动性由松趋紧，高估值板块相对承压 6
图表 5：中证 500、中证 1000 估值在历史低位（2010 年以来） 6
图表 6：中证 500、中证 1000 等指数成分股市值分布 7
图表 7：中证 1000 成分股中高新技术制造业为主要行业 8
图表 8：中证 500 成分股中制造业为主要行业 8
图表 9：指数前十大重仓 9
图表 10：A 股行业 PB-ROE（截止 3 月 8 日） 9
图表 11：利率上行期，银行业绩上行 10
图表 12：房地产行业集中度进一步提升 10
图表 13：铜库存处在低位，产能利用率明显提升 11
图表 14：电解铝产能利用率处在高位 11

一、估值分化收敛，看好中盘股风格以及低估值和顺周期行业

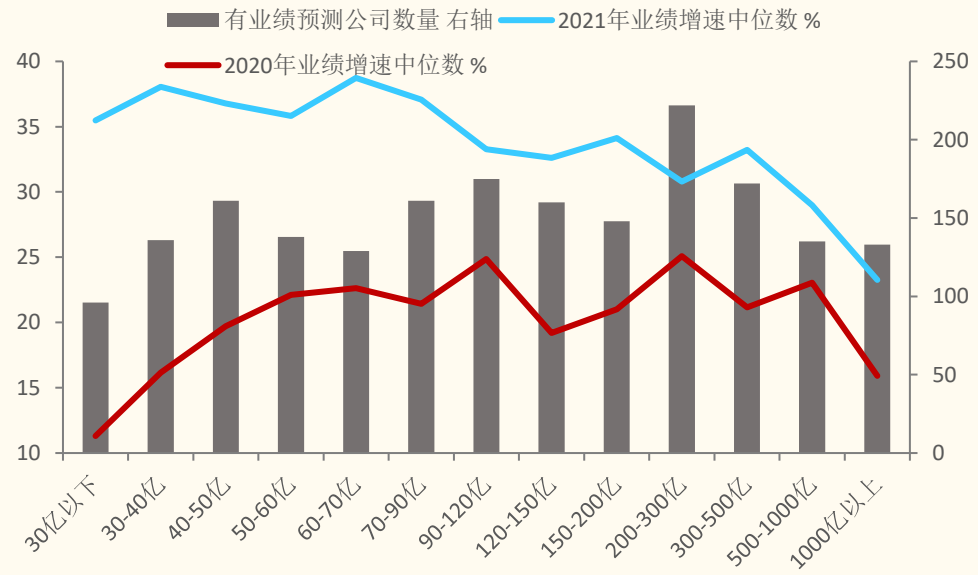
- **从基本面、宏观流动性和微观资金面角度来看，此前极致的估值分化或出现逆转。**1）基本面角度：业绩百花齐放，高增长不稀缺。全球经济大概率共振恢复，各大行业业绩开始同步回升，上游供给端加速修复，科技和制造企业盈利预计大幅上涨。过去两年行业业绩分化或有所缓和，部分高估值板块的相对基本面优势或并不显著。2）流动性角度：尽管短期货币和信用拐点和政策收缩力度有所分歧，但中期宏观流动性由松趋紧确定性较高，在此背景下，高估值板块或存在一定的调整压力，低估值板块安全边际凸显。3）微观资金面角度：过去两年新发基金为代表的增量资金和市场风格的正反馈或存在逆转为负反馈的风险。
- **市场风格层面，相对业绩边际改善，相对估值优势凸显，重点关注中盘股投资机会。**全球经济复苏下，一方面沪深 300 等大盘成分股业绩增长优势不强，中盘股的成分股成长性更强；另一方面流动性收紧、利率上行的背景下部分高估值的大盘股估值调整压力较大，中证 500、中证 1000 等中盘指数安全边际凸显。
- **行业配置层面，看好低估值的金融地产等行业，有色等顺周期涨价品种。**1）低估值金融地产：银行、保险等行业一方面低估值安全边际高，另一方面受益于利率曲线陡峭化。对地产行业而言，调控政策影响的钝化，限地价带来的毛利率提升和行业集中度提升。2）有色等顺周期涨价：行业在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，看好铜、铝等供需结构较好品种涨价持续性。

二、风格转向中盘股：基本面和估值的视角

2.1 经济复苏下，中盘股相对业绩改善显著

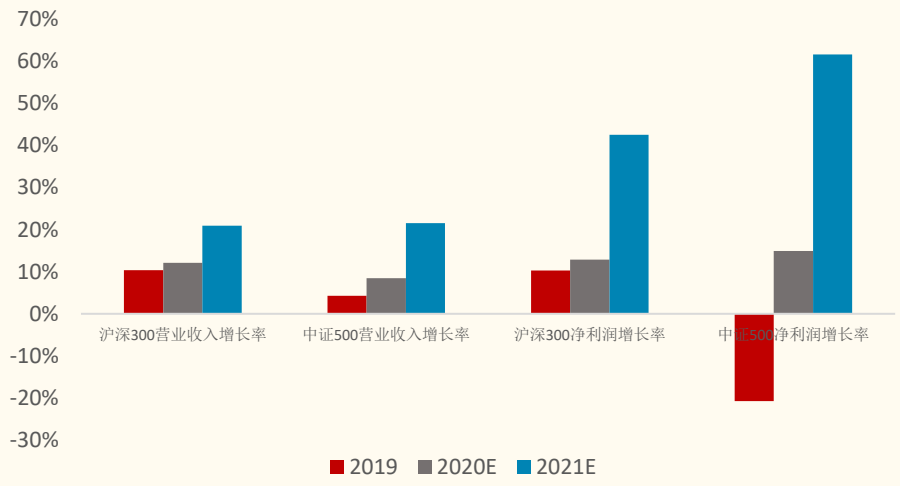
- **全球经济大概率共振复苏，各大行业业绩开始同步回升，高增长将不再稀缺，当前高估值的大盘股基本面相对优势不明显。**2021 年 A 股上市公司业绩增速预测中位数普遍大幅高于 2020 年，其中 60-90 亿市值的公司业绩增速最强，位于 35%-40%之间。2020 年小市值公司业绩预期增速明显弱于大市值公司，但 2021 年随着上市公司市值增大，上市公司业绩预期增速整体呈现下滑态势。从分析师覆盖相对比较充分的沪深 300 和中证 500 成分股业绩预期来看，沪深 300 成分股的 2021 年业绩预期增速低于中证 500。

图表 1：不同市值区间公司业绩增速预测



来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：沪深 300 预计 2021 年业绩增速低于中证 500



来源：Wind、国金证券研究所

■ **分行业看，休闲服务、顺周期的有色金属和化工盈利加速修复。**休闲服务、电气设备、电子收入增速排名前列。休闲服务疫情过后需求修复的逻辑下，其收入增速和利润增速都将远超其他行业。

图表 3：Wind 一致预期 2021 前十大行业业绩增速中位数

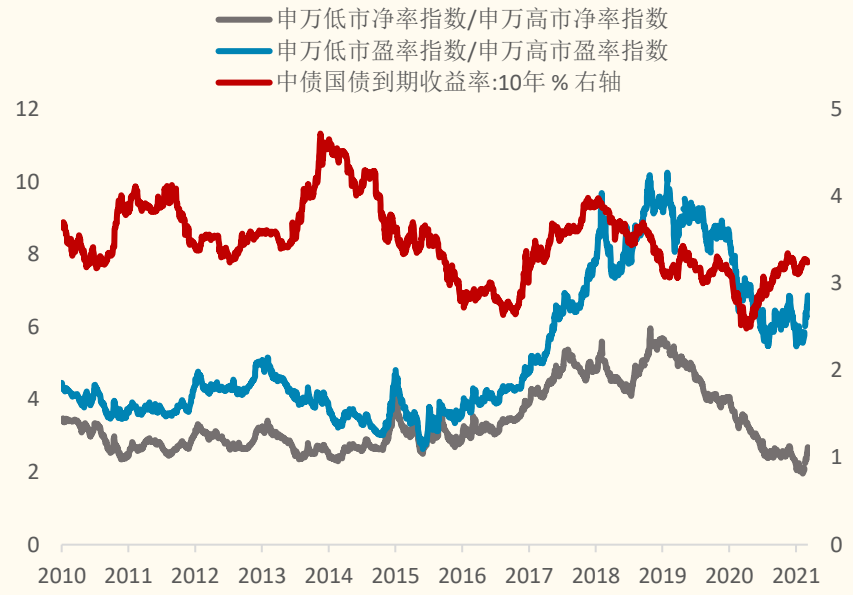
所属行业	预测营业收入增长率	有业绩预测公司数量	所属行业	预测净利润增长率	有业绩预测公司数量
休闲服务	59.95%	18	休闲服务	156.67%	18
电气设备	31.84%	93	有色金属	45.79%	67
电子	30.79%	168	化工	42.42%	199
通信	29.76%	51	通信	42.22%	51
计算机	28.61%	135	电子	41.58%	168
传媒	28.16%	78	传媒	40.81%	78
机械设备	26.80%	148	交通运输	40.61%	57
医药生物	26.67%	181	计算机	39.24%	135
国防军工	25.92%	45	汽车	37.23%	80
化工	23.96%	199	电气设备	35.74%	93

来源：Wind、国金证券研究所

2.2 中期来看流动性由松趋紧，相对低估值中盘股安全边际凸显

■ **流动性由松转紧时，高估值有回调压力。**在利率上行阶段，低估值相对高估值板块往往有一定超额收益，比如 2016 年三季度到 2018 年初的情形。2019 年以来，随着利率持续下行，A 股市场估值分化逐步极化。随着流动性流动性由松趋紧，利率易上难下的背景下，低估值板块安全边际凸显。

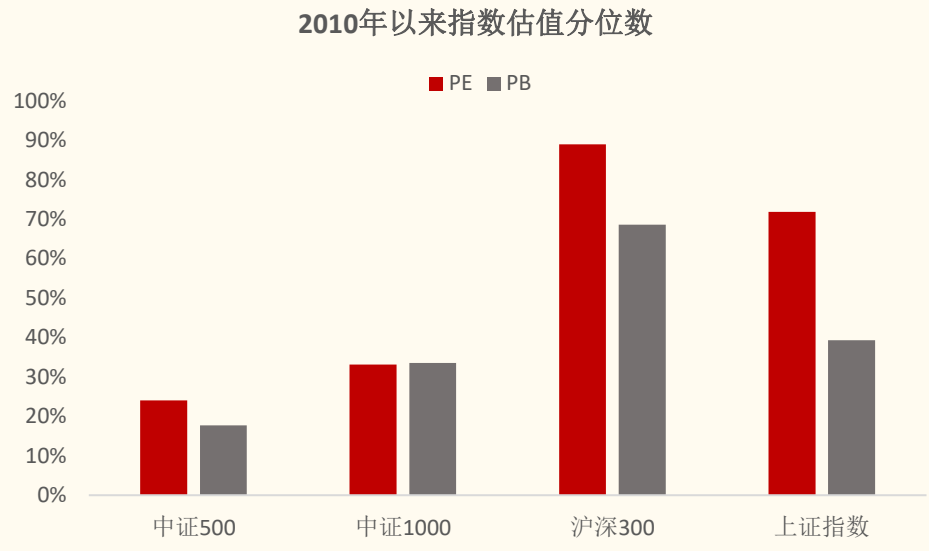
图表 4：流动性由松趋紧，高估值板块相对承压



来源：Wind、国金证券研究所

- **当前大盘股除金融地产之外，估值普遍处于高位，相对低估值的中盘股安全边际较高。**从均值回归和投资性价比的角度，当下布局中盘股的胜率更高。从 PE 估值看，沪深 300 处于 2010 年以来 89%分位数，上证指数达 72%分位数，中证 500 达 24%分位数，中证 1000 达 33%分位数。从 PB 估值看，沪深 300 处于历史 69%分位数，上证指数达 39%分位数，中证 500 达 18%分位数，中证 1000 达 34%分位数。

图表 5：中证 500、中证 1000 估值在历史低位（2010 年以来）



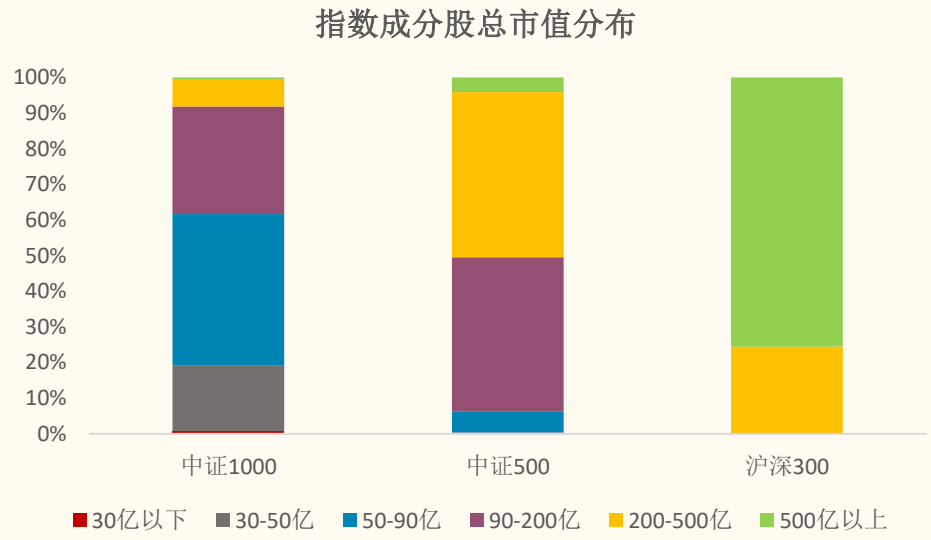
来源：Wind、国金证券研究所

注：中证 1000 为 2014 年 10 月以来估值分位数

2.3 风格或转向中证 500、中证 1000 等中盘股

- **当前大盘股估值处于高位，流动性由松趋紧下，叠加相对基本面优势并不显著，风格或转向中证 500、中证 1000 等估值有业绩支撑的中盘股。**
- 从编制方式看，传统观点认为中证 1000 反映的是 A 股小市值公司的股价，中证 500 反映中小市值公司的股价。中证 1000 指数由全部 A 股中剔除中证 800 指数成份股后，规模偏小且流动性好的 1000 只股票组成。中证 500 指数由全部 A 股中剔除沪深 300 指数成份股及总市值排名前 300 名的股票后，总市值排名靠前的 500 只股票组成。
- **但我们认为中证 500 和中证 1000 是中盘股的代表。**全部 A 股上市公司的总市值中位数为 53.5 亿元。沪深 300 作为大盘股的代表，成分股市值基本在 200 亿元以上。中证 500 成分股市值基本均在 50 亿以上，高于 A 股上市公司的市值中位数。其中市值在 200-500 亿元的占比最多，达 45.8%。中证 1000 成分股中总市值在 50 亿以下的占比仅为 19%，总市值在 50-200 亿元之间的占比最多，达 72%。

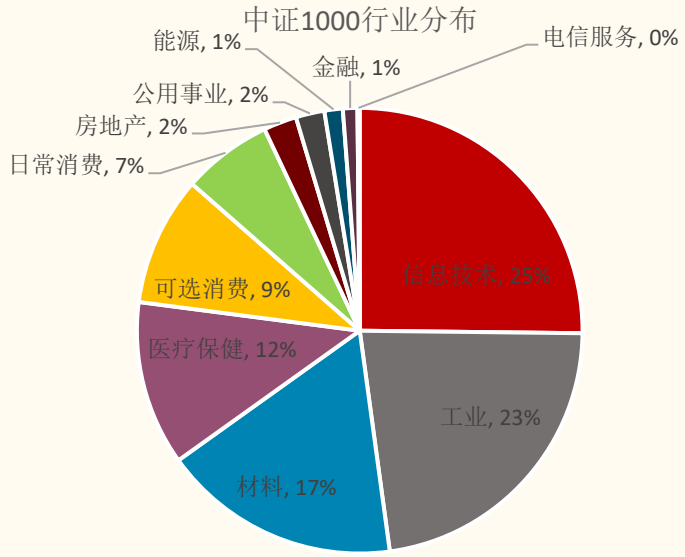
图表 6：中证 500、中证 1000 等指数成分股市值分布



来源：Wind、国金证券研究所

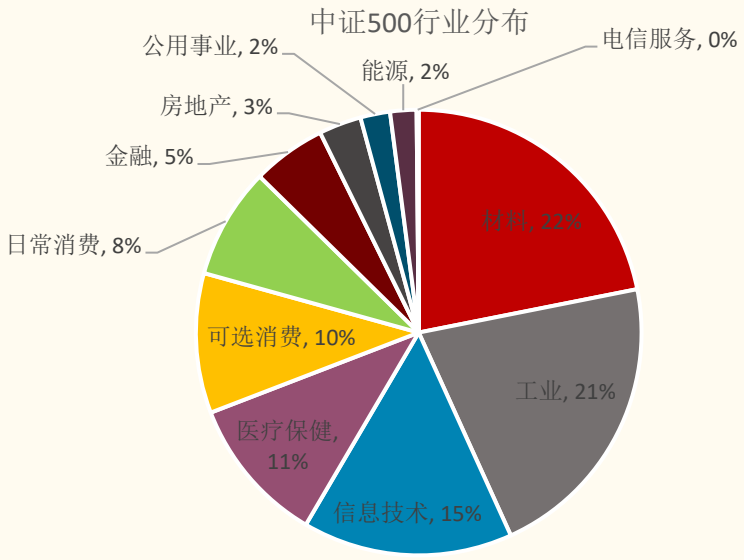
- **行业分布上看，**中证 1000 和中证 500 成分股的前三大行业均为信息技术、工业、材料，主要集中在产业链上游的高新技术制造业。而沪深 300 受金融和消费的影响更大，其成分股的前三大行业为金融、日常消费、信息技术，占比分别为 26%、16%和 15%。

图表 7：中证 1000 成分股中高新技术制造业为主要行业



来源：Wind、国金证券研究所

图表 8：中证 500 成分股中制造业为主要行业



来源：Wind、国金证券研究所

- **中上游产业盈利加速恢复对中证 500 和中证 1000 基本面形成有力支撑。**沪深 300 前十大权重股主要为消费行业蓝筹股，中证 1000 主要为高新技术行业，中证 500 主要为材料和工业行业。

图表 9：指数前十大重仓

沪深 300			中证 1000			中证 500		
股票名称	权重	行业	股票名称	权重	行业	股票名称	权重	行业
贵州茅台	5.31%	日常消费	英科医疗	0.91%	医疗保健	阳光电源	1.56%	工业
中国平安	4.50%	金融	酒鬼酒	0.63%	日常消费	华鲁恒升	0.86%	材料
招商银行	3.06%	金融	旗滨集团	0.48%	材料	金发科技	0.80%	材料
五粮液	2.75%	日常消费	和而泰	0.43%	信息技术	特变电工	0.80%	工业
美的集团	2.25%	可选消费	捷佳伟创	0.42%	信息技术	桐昆股份	0.73%	材料
恒瑞医药	1.83%	医疗保健	振华科技	0.41%	信息技术	华测检测	0.72%	工业
兴业银行	1.78%	金融	新宙邦	0.39%	材料	国轩高科	0.67%	工业
中国中免	1.55%	可选消费	国联股份	0.38%	信息技术	金域医学	0.67%	医疗保健
格力电器	1.43%	可选消费	移远通信	0.38%	信息技术	中科创达	0.63%	信息技术
隆基股份	1.42%	信息技术	妙可蓝多	0.37%	日常消费	国瓷材料	0.61%	材料

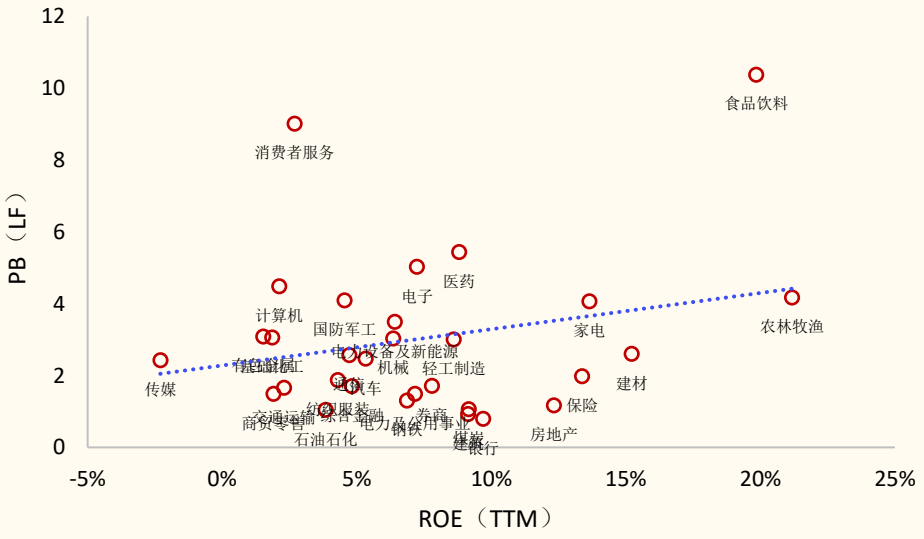
来源：Wind、国金证券研究所

三、行业配置关注低估值金融地产和有色等顺周期涨价

3.1 低估值的金融地产基本面好转

■ **银行、地产等板块当前估值在全行业中处于低位。**低估值属性安全边际较高，市场波动加大情况下，金融和房地产股的防守性价值会更加凸显。

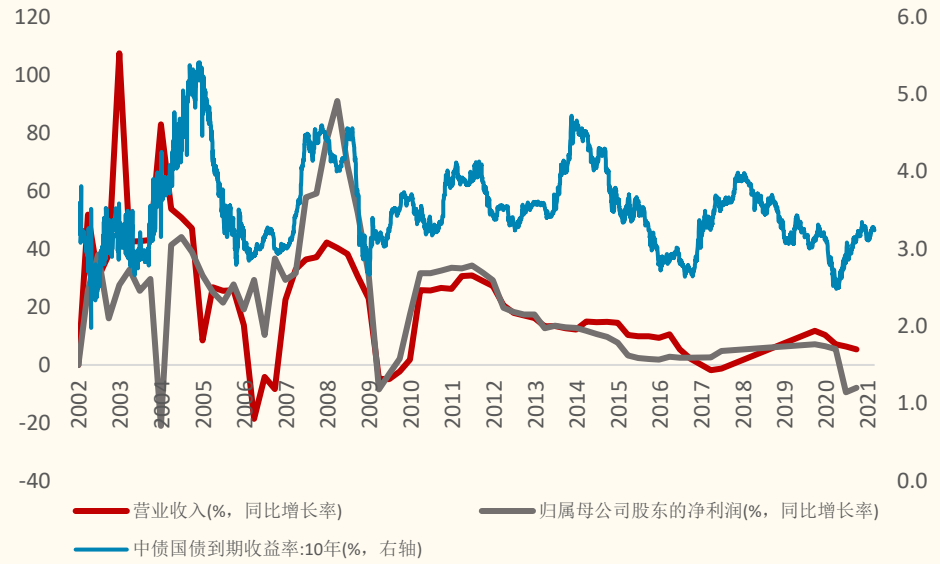
图表 10：A 股行业 PB-ROE（截止 3 月 8 日）



来源：Wind、国金证券研究所

■ **利率上行利好银行等金融业基本面。**一方面利率上行过程中，银行的息差扩大，盈利改善。另一方面利率上行时往往经济处于复苏或较好的状态，企业利润好转，有利于商业银行资产质量的改善。历史上 2003 年下半年-2004 年、2007 年-2008 年上半年、2009 年、2010 年下半年、2013 年下半年、2016 年四季度-2017 年均为利率上涨期。其中特别地，2008 年 4 万亿放水的不良贷款负面效果在 2013 年开始出现，经济下行下银行业绩不佳。其他利率上行时期银行业绩均有明显上涨。

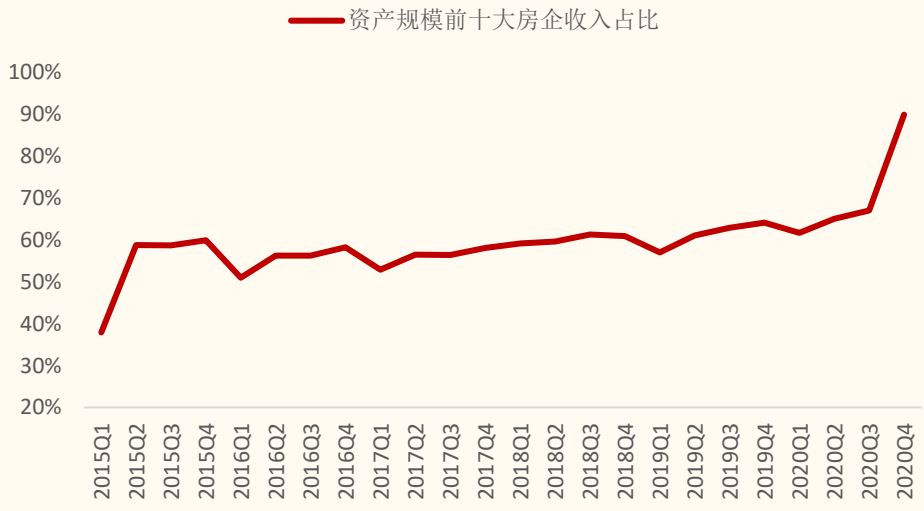
图表 11：利率上行期，银行业绩上行



来源：Wind、国金证券研究所

- **地产股受房地产调控政策影响钝化，毛利率和行业集中度提升是推动龙头房企业绩的核心驱动。**“三道红线”、房地产贷款集中度管理等房地产金融审慎管理制度颁布后，地价相对可控，房价地价比改善将提升房企毛利率，优质房企的融资优势扩散至土地资源优势，行业集中度有望进一步提升。

图表 12：房地产行业集中度进一步提升



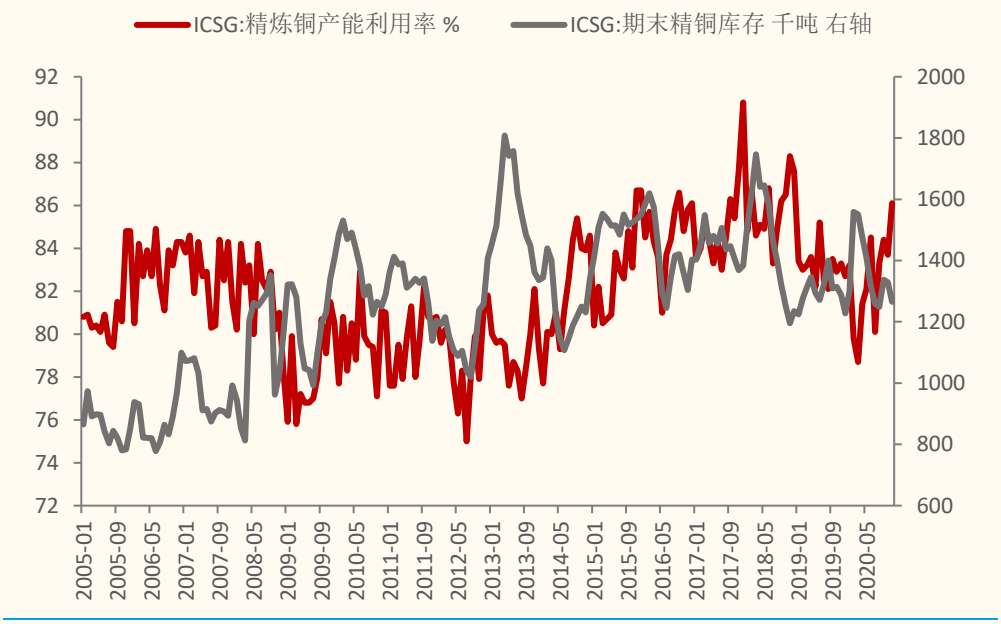
来源：Wind、国金证券研究所

3.2 有色等顺周期涨价持续性仍在

- 有色等顺周期行业在需求扩张的背景下，产能利用率维持高位，过去几年资本开支不足，短时间内产能扩张不足，供需错配下看好铜、铝等品种涨价持续至三季度。
- **铜：**铜价走势与全球经济呈明显正相关，中国是铜的主要消费国。铜需求端在全球持续复苏和下游行业景气向上的带动下降保持相对强劲，但供给端受产能扩张有限和矿山生产中断影响，精炼铜供给存在不确定性。另外

当前产能利用率并不低，基本处恢复到疫情前的水平。此外，过去几年铜矿企业资本开支持续下行，铜矿产能周期较长，未来 1-2 年新增产能有限。

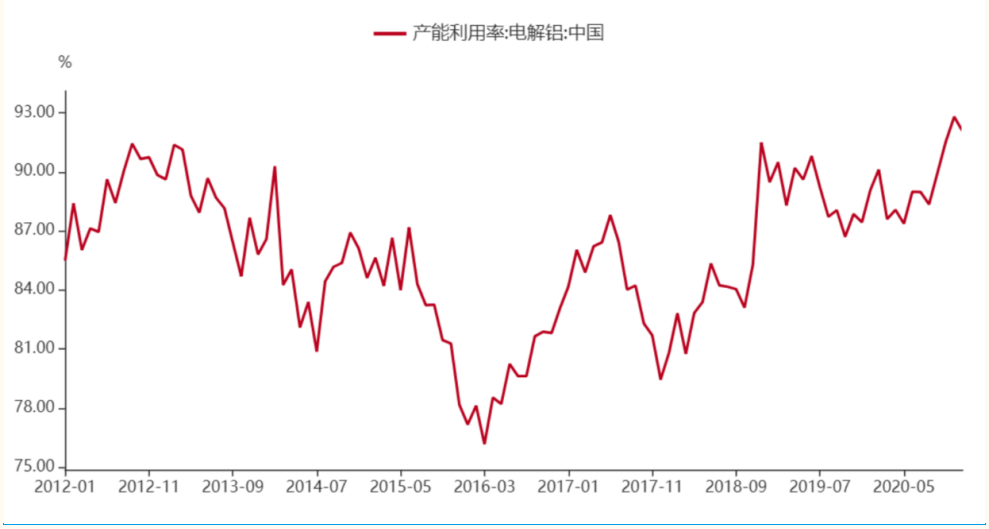
图表 13：铜库存处在低位，产能利用率明显提升



来源：Wind、国金证券研究所

- **铝：**需求增长和供给调控支撑铝价上涨趋势。2021 年随着全球经济复苏，原铝需求有望延续回升。全球电解铝新增产能集中在中国，内蒙是中国重要的电解铝生产大省。随着内蒙古双控政策的出台，作为高耗能产业的电解铝存在减产的可能。在产能利用率超过 90%的情况下，在产产能减产和新增产能延期投产冲击供给。另外，在碳中和背景下，内蒙率先调整对电解铝行业的电价政策并对自备电厂征收交叉补贴，产业政策调整将冲击现有产能。

图表 14：电解铝产能利用率处在高位



来源：Wind、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、海外黑天鹅事件

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402