东兴证券 DONGXING SECURITIES

复苏加速，把握上游资源和线下消费

2021 年 2 月 21 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：

顺周期继续领涨，中小盘开始优于大市值。春节后两个交易日上证综指上涨 1.12%，沪深 300、创业板指分别下跌 0.50%、3.76%。顺周期持续领涨，煤炭、有色金属分别上涨 10.57%、8.02%，钢铁也有 5.31%的涨幅。风格来看，从大市值占优转向中小市值占优。春节后两个交易日上证 50 下跌 0.35%，中证 500、中证 1000 分别上涨 2.73%、3.56%，而此前（2020 年 7 月底至今）一直是上证 50 优于中证 500、中证 1000。

我们在 2020 年 12 月 3 日发布的年度策略展望《返璞归真，重估复苏》中提出，2020 年重点关注的两个方向：1）海外经济复苏带动上游资源品的需求。2021 年复苏的动力来自海外供需两旺，海外供需主导的原材料和出口导向行业有望超预期；2）线下消费的否极泰来。2020 年低端消费和部分线下消费因疫情冲击复苏乏力，预计 2021 年随疫情稳定低端消费和部分线下消费将逐渐恢复。今年以来更多的迹象在验证上述判断。

趋势一：交易复苏和通胀。海外经济持续复苏带动顺周期高景气。发达国家逐步进入复工复产阶段，美国、欧盟制造业产能利用率持续回升。经济复苏需求拉动下大宗商品价格大涨且边际增速较去年年底有所加快，LME 铜、WTI 石油等价格已基本达到 2018 年初以来的高点。美国补库存需求仍旧旺盛，美国制造商库存-1.17%、批发商库存-3.30%，而疫情前两者均为 3%左右。大宗商品价格上行往往伴随周期行业如石油、有色金属等股票的上行，2007 年、2009 年、2016 年均是如此，本次大宗商品价格自 4 月开始大涨，而股票市场还未充分反应。此外，美联储短期内并无收紧流动性的打算，拜登政府 1.9 万亿经济刺激也将于 3 月中旬落地，刺激计划对家庭、企业等提供全方位的补贴，继续利好出口特别是工业原材料和工程机械等。

趋势二：消费回暖。线下消费的部分子行业景气度大幅回暖。此前市场对线下消费前景较为悲观，但春节期间高频数据显示消费复苏好于市场预期，预计随着疫情的持续好转，消费的复苏具有可持续性。**1. 随着国内疫情好转，电影行业的复苏具有可持续性。**春节期间全国电影总票房达 77.83 亿元，观影人次较 2019 年同比增长 23%，平均票价较 2019 年同比增长 9.5%，观影人次的高增长对票房增长的贡献显著。散点疫情尚未全面爆发的元旦档电影票房也较 2019 年同比增长 30.69%，目前疫情全面得到控制，电影行业的高景气度具有可持续性。**2. 就地过年为城市商圈带来庞大客流。**今年春节“就地过年”，一二线城市商圈客流增加带来消费人数和金额显著上升。阿里巴巴春节消费报告数据显示春节期间全国 65 座银泰百货消费人数及金额同比较 2019 年增长 46%/20%，定时达订单数增长 7 倍。**3. 餐饮业复苏良好。**国家税务总局 18 日公布的增值税发票数据显示，今年春节期间（2 月 11 日至 17 日），餐饮服务销售收入同比增长 358.4%，比 2019 年春节增长 5.4%。

行业配置：关注分子端，把握顺周期与消费景气度上行机会。短期内全球流动性不会快速收紧，但伴随全球走出疫情冲击，可能在二季度之后流动性会转向收紧。分母端正面边际贡献减弱的情况下，持续拔估值的可能性在下降，行业配置需要更关注分子端企业盈利的高景气。两条主线进行布局：1）交易通胀：把握全球经济复苏带来的顺周期机会，包括：有色、石油、工程机械等；2）把握消费回暖：寻找消费板块中景气度显著回升甚至超过疫情前水平的行业，包括电影制片与出品、一二线城市百货、餐饮等。

风险提示:行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

目 录

1. 春节后仍是顺周期领涨，中小盘表现优于大市值 3
2. 趋势一：交易复苏和通胀。海外经济持续复苏带动顺周期高景气 4
3. 趋势二：消费回暖。线下消费的部分子行业景气度大幅回暖 7
4. 关注分子端高景气，把握顺周期与消费回暖机会 9
5. 风险提示 9

插图目录

图 1：春节后两个交易日仅上证综指上涨 3
图 2：煤炭、有色等顺周期行业领涨 3
图 3：节后中小市值表现显著优于大市值 3
图 4：LME 铜、锌、铝价格大涨 4
图 5：原油价格持续大幅走高 4
图 6：美国批发商、制造商库存同比尚处于负区间 5
图 7：美国制造业产能利用率已基本恢复至疫情前水平 5
图 8：原油价格上行往往带动石油石化行业股票上涨 5
图 9：有色大宗价格上行往往带动有色金属行业股票上涨 5
图 10：美国当前通胀水平仍未达 2%预期值 7
图 11：美国隔夜拆借利率维持在 0.07%左右的水平 7
图 12：目前国内疫情全面得到控制 9

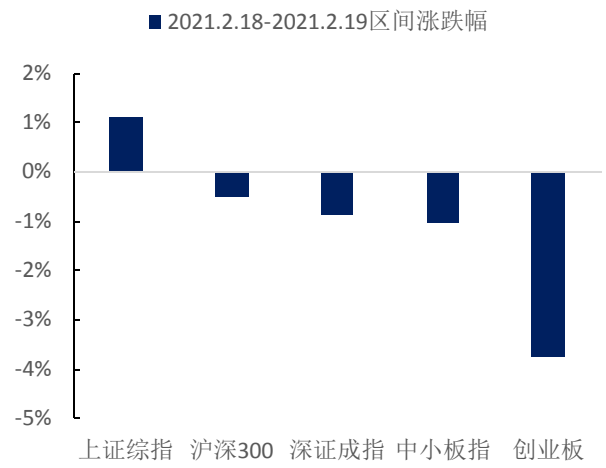
表格目录

表 1 工程机械 2021 年 1 月数据表现亮眼 6
表 2 拜登新一轮 1.9 万亿财政刺激法案主要内容 7
表 3 2021 年春节档及元旦档电影复苏超预期 8

1. 春节后仍是顺周期领涨，中小盘表现优于大市值

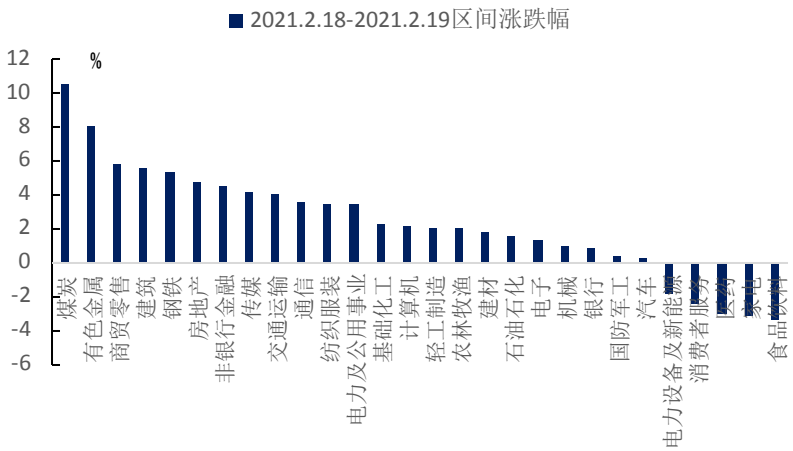
春节后仍是顺周期领涨，中小盘表现优于大市值。春节后两个交易日上证综指上涨 1.12%，沪深 300、创业板指则分别下跌 0.50%、3.76%。行业来看，顺周期领涨趋势延续，煤炭、有色金属分别上涨 10.57%、8.02%，钢铁也表现优异，涨幅达 5.31%。大市值与中小盘间出现分化且中小市值表现优于大市值，春节后两个交易日上证 50 下跌 0.35%，中证 500、中证 1000 则分别上涨 2.73%、3.56%，中断了自 2020 年 7 月底以来上证 50 表现持续优于中证 500、中证 1000 的趋势。

图 1：春节后两个交易日仅上证综指上涨



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 2： 煤炭、有色等顺周期行业领涨



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 3：节后上证 50 下跌，中证 500、中证 1000 则上涨



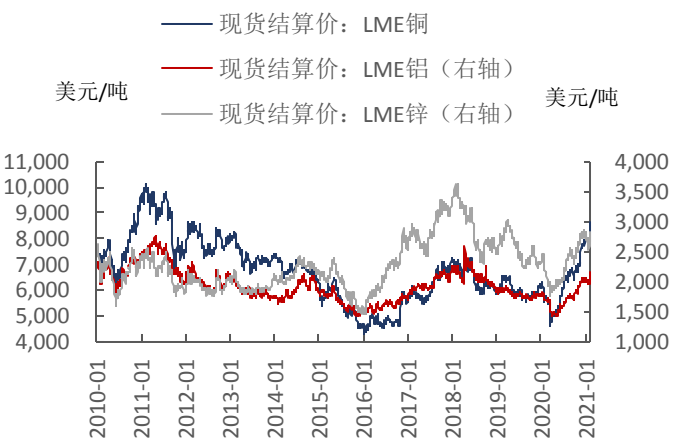
资料来源：Wind、东兴证券研究所

2. 趋势一：交易复苏和通胀。海外经济持续复苏带动顺周期高景气

在 2020 年 12 月 3 日发布的《2021 年展望：返璞归真，重估复苏》中我们提出了两个重要判断：**1）海外经济复苏带动上游资源品的需求**；2021 年复苏的动力来自海外供需两旺，海外供需主导的原材料和出口导向行业有望超预期；**2）线下消费的否极泰来。**2020 年高端消费率先修复，而低端消费和部分线下消费因疫情冲击复苏乏力，预计 2021 年随疫情稳定低端消费和部分线下消费将逐渐恢复。

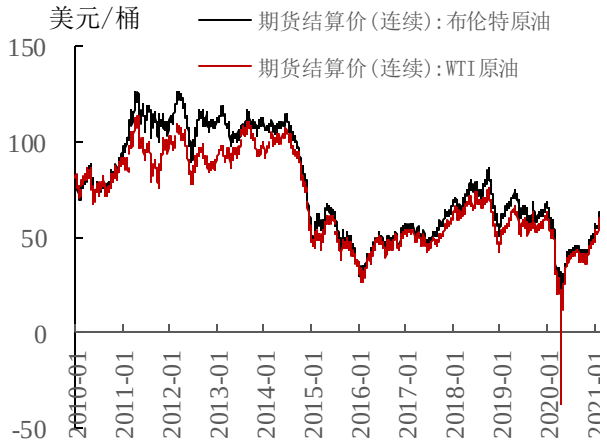
交易通胀的逻辑被继续验证：全球复工复产拉动下，原材料需求回暖，全球定价的大宗商品价格大涨。当前，全球基本进入复工复产阶段，美国制造业产能利用率 1 月同比达 75.21%，已超过 2011 年以来平均水平 74.97%；欧盟疫后修复进程略显滞后，2020 年 12 月同比 78.2%，低于 2011 年以来的平均水平 80.39%，但仍在修复途中。2 月 18 日，LME 铜、LME 铝、LME 锌、WTI 原油、布伦特原油分别报收 8650 美元/吨、2147 美元/吨、2837 美元/吨、59.24 美元/桶、62.91 美元/桶，已基本达到 2018 年初以来的高点。2021 年初至今 LME 铜、LME 铝、LME 锌、WTI 原油、布伦特原油涨幅分别达 9.24%、6.63%、2.23%、27.09%、25.13%；而 2020 年 11 月中旬至年底，涨幅则分别为 8.83%、2.33%、2.66%、18.21%和 17.37%，边际来看，大宗商品价格涨幅加快。当前海外补库存趋势延续，美国制造商库存同比-1.17%、批发商库存同比-3.33%，而疫情前两者均处于 3%左右的水平。

图 4：LME 铜、锌、铝价格大涨



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5：原油价格持续大幅走高



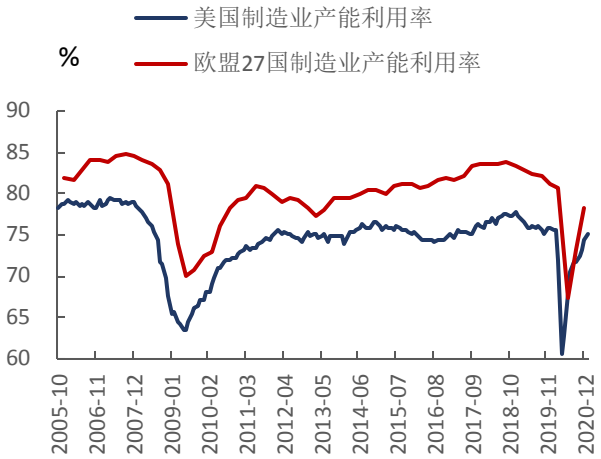
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6：美国批发商、制造商库存同比尚处于负区间



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

图 7：美国制造业产能利用率已基本恢复至疫情前水平



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

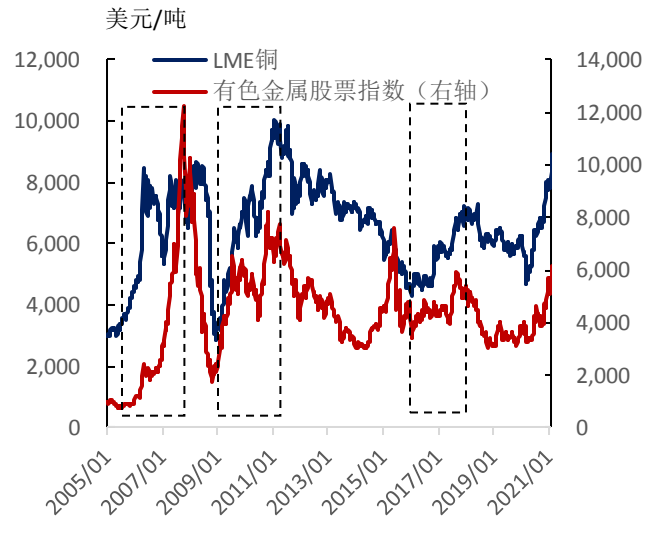
大宗商品价格上行往往带动国内相关周期行业股票上涨。历史经验来看，大宗商品价格上行往往伴随国内相关周期行业如石油、有色金属等股票的上行，如 2007 年、2009 年、2016 年原油、铜的大宗商品价格上升都伴随着相关股票的上涨。本次大宗商品价格自 4 月开始大涨，但股票市场来看石油石化、有色金属等行业直到 10 月底才开始反应且当前还未反应充分。此外，随经济复苏工程机械特别是挖掘机等景气度持续爆发，2020 年虽受疫情影响，但挖掘机销量全年仍旧保持 40.1%的高增速。2021 年挖掘机销量延续强势，1 月国内、出口销量相较于 2019 年分别同比增长 58.02%、121.50%。

图 8：原油价格上行往往带动石油石化行业股票上涨



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

图 9：有色大宗价格上行往往带动有色金属行业股票上涨



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

表 1：工程机械 2021 年 1 月数据表现亮眼

销量	国内	出口	合计
2021 年 1 月销量	16026	3575	19601
2020 年 1 月销量	7758	2184	9942
2019 年 1 月销量	10142	1614	11756
较 2020 年同比涨幅	106.6%	63.7%	97.2%
较 2019 年同比涨幅	58.02%	121.50%	66.73%
2020 年全年销量	292864	34741	327605
2019 年全年销量	209077	26616	235693
2018 年全年销量	184190	19100	203420
当期同比涨幅	40.1%	30.5%	39.0%
去年同期涨幅	13.4%	39.4%	15.9%

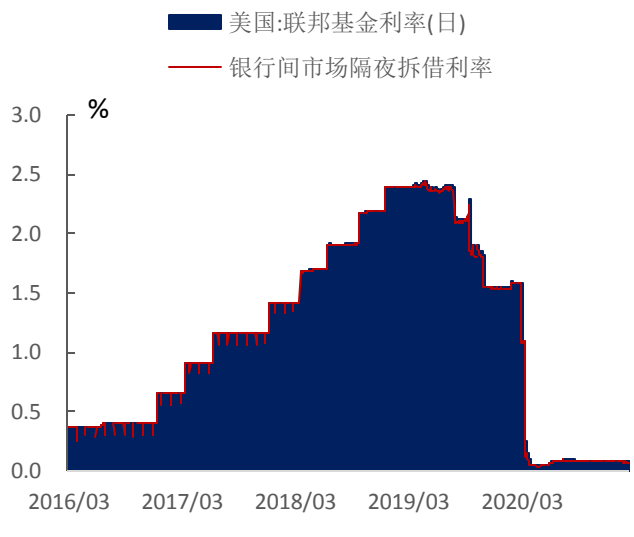
数据来源：中国工程机械工业协会行业、东兴证券研究所

美联储短期内并无收紧流动性打算，刺激法案或将于 3 月落地。鲍威尔 2 月 11 日于纽约经济俱乐部线上会议上表示：“即使通胀暂时超过 2%，美联储也不会考虑加息[1]”，联邦基金利率在“0 利率”附近波动，银行间市场隔夜拆借利率也基本围绕政策利率波动，2 月 17 日报 0.07%，均无回升趋势。拜登政府 1.9 万亿经济刺激将落地，2 月 5 日，美国参议院以 51 比 50 的票选结果通过了拜登政府 1.9 万亿美元的财政刺激法案预算蓝图，美国众议院以 219 票比 209 票通过预算决议，众议院议长佩洛西表示最终的新冠肺炎救助法案大概率将在 3 月 15 日在国会予以通过。刺激计划对家庭、企业等提供全方位的补贴，继续利好出口特别是工业原材料和工程机械等。

图 10：美国当前通胀水平仍未达 2%预期值



图 11：美国隔夜拆借利率维持在 0.07%左右的水平



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

数据来源 ： wind、东兴证券研究所

表 2：拜登新一轮 1.9 万亿财政刺激法案主要内容

分类	具体内容	额度（亿美元）
疫情防控	新冠病毒检测	500
	国家疫苗计划	200
居民、企业补贴	一次性现金补助（2020 年 12 月份的 600 美元/人+1400 美元/人）	300
	失业补助（延长计划至 9 月底且额度从 300 美元/周提高到 400 美元/周）	400
	住房及租金补助	350
	儿童保育费用税收抵免	160
	联邦最低时薪（由 7.25 美元上调至 15 美元/小时）	
	妇女、婴儿及儿童营养补充特别计划	350
	小企业援助	150
机构补贴	州和地方政府援助	3500
	K12 学校和高等教育机构援助	1700
	公共交通机构补助	200
其他	……	……
合计		1.9 万亿美元

资料来源 ： 美联社、东兴证券研究所

3. 趋势二：消费回暖。线下消费的部分子行业景气度大幅回暖

春节期间部分消费子行业显著复苏甚至由于“就地过年”等政策迎来景气度爆发。1.随着国内疫情好转，电影行业超预期复苏具有可持续性。受散点疫情影响，春节前一周全国电影总票房只恢复到了 2019 年同期的 62%，但春节期间全国电影总票房一转颓势达 77.83 亿元，创下历史同期最高纪录。观影人次较 2019 年同比增长 23%，平均电影票价较 2019 年同比增长 9.5%，观影人次的高增长对票房增长的贡献显著。我们观察到散点疫情尚未全面爆发的元旦档电影票房也较 2019 年同比增长 30.69%，在目前国内疫情全面得到控制的情况下，电影行业的高景气度具有可持续性。**2. 就地过年为城市商圈带来庞大客流。**据商务部摸排，今年全国 36 个大中城市“就地过年”人数比往年增加了 4800 多万，一二线城市商圈客流增加带来消费人数和金额的显著上升。阿里巴巴春节消费报告数据显示春节期间全国 65 座银泰百货消费人数及金额同比较 2019 年增长

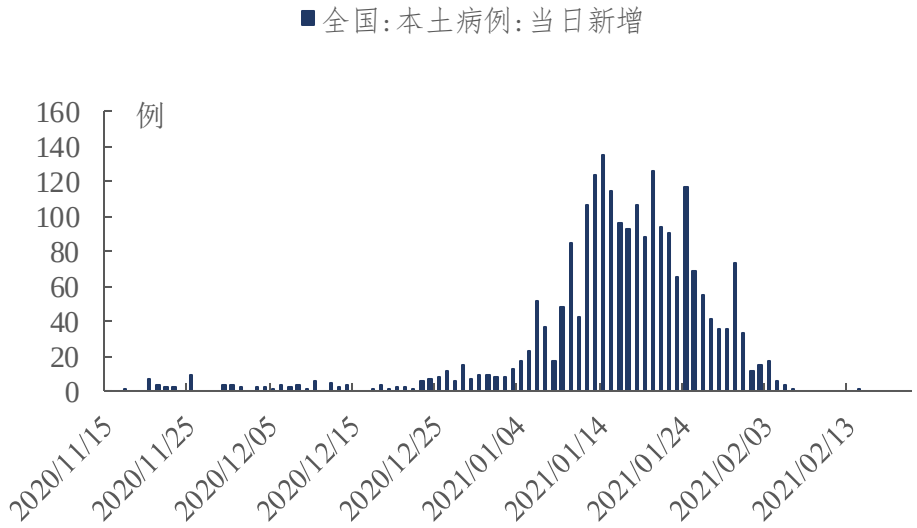
46%/20%，定时达订单数增长 7 倍。**3. 餐饮业复苏良好。**国家税务总局 18 日公布的增值税发票数据显示，今年春节期间（2 月 11 日至 17 日），全国居民消费市场持续活跃，餐饮服务销售收入同比增长 358.4%，已恢复至疫情前常态水平，比 2019 年春节增长 5.4%。茶馆服务、正餐服务、小吃服务实现较快增长，增幅分别为 473.3%、421.5%、253.6%，餐饮配送服务、快餐服务保持稳步增长，增幅分别为 148.7%和 26.1%。

表 3：2021 年春节档及元旦档电影复苏超预期

	电影总票房（亿元）	全国观影人次（亿人次）	平均票价（元）		电影总票房（亿元）	全国观影人次（亿人次）	平均票价（元）
2021 春节档（2021.2.11-2.17）	77.83	1.59	48.90	2021 元旦档（2021.1.1-1.3）	12.93	0.34	38.12
2019 春节档（2019.2.4-2.10）	58.26	1.30	44.66	2019 元旦档（2018.12.30-2019.1.1）	9.90	0.27	36.17
同比增长	33.58%	23.00%	9.50%	同比增长	30.69%	23.98%	5.41%

数据来源：wind、东兴证券研究所

图 12：目前国内疫情全面得到控制



数据来源 ： wind、东兴证券研究所

（数据更新到 2 月 20 日）

4. 关注分子端高景气，把握顺周期与消费回暖机会

关注分子端高景气，把握顺周期与消费回暖机会。四季度货币政策执行报告延续了中央经济工作会议的“不急转弯”，但相比三季度，四季度货币政策执行报告中对经济定调不再是要“支持经济向潜在产出回归”，而是变为“将经济保持在潜在产出附近”，同时此次报告提到以“保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长”为目标，种种表述显现出货币政策整体稳健但未来或将收紧。当前美国通胀尚不严重，2021 年 1 月 CPI 同比为 1.4%，距离 2%仍有一定空间，失业率依旧高企，1 月失业率达 6.3%，远高于 2019 年底 3.5%左右的水平。鲍威尔 2 月 11 日于纽约经济俱乐部线上会议的发言表明美联储短期并无收紧流动性打算。但随疫苗逐步接种，全球走出疫情冲击，可能在二季度之后流动性会转向收紧。分母端正面边际贡献减弱的情况下，持续拔估值的可能性在下降，行业配置需要更关注分子端企业盈利的高景气。两条主线进行布局：1）交易通胀：把握全球经济复苏带来的顺周期机会，包括：有色、石油、工程机械等；2）把握消费回暖：寻找消费板块中景气度显著回升甚至超过疫情前水平的行业，包括电影制片与出品、一二线城市百货、餐饮等。

5. 风险提示

行业景气度不达预期，宏观经济超预期波动，疫情发展超预期，政策推进不及预期。

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

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