通胀喜与忧

——东吴策略·2021年A股市场策略

证券分析师 ：姚佩
执业证书编号：S0600520090005
邮箱：yaopei@dwzq.com.cn

证券分析师 ：陈李
执业证书编号：S0600518120001
邮箱：yjs_chenl@dwzq.com.cn

2020年12月30日

通胀喜与忧

- **让子弹飞：通胀下的牛市下半场。**我们对2021年通胀极为看好，也最为担忧。通胀推升EPS，构筑市场底部，成为牛市下半场主推力。需防范的是，通胀高位引致货币收紧，但这并不意味着熊市即刻来临。
- **市场节奏：前低后高。**顺风逆流，盈利改善占上风，经验显示盈利高增能够对冲首轮加息，市场此后仍能创出新高。节奏上全年前低后高，二季度防范通胀高企，下半年业绩改善延续，市场上行风险更大。
- **关键假设：通胀加速归来。**全球产能利用率基本恢复至疫情前，潜在供给有限，库存低位，需求上行风险显著，海外央行保持宽松格局。供需紧平衡与流动性宽松，我们判断PPI未来6个月陡峭负转正。
- **基本面超预期：通胀推升业绩。** GDP抬升收入，PPI改善毛利，中性假设下21年全A非金融净利同比17%，结构上周期、金融弹性更高。若需求上行，乐观假设下盈利增速上调至29%，下半年贡献更大。
- **高位风险：通胀下政策收紧。**警惕二、三季度通胀预期发散，宽松后次年，典型如10、17年，A股年内最大回撤均与政策收紧有关，若央行上调逆回购利率，市场面临阶段性回撤压力。
- **配置：通胀主题、可选消费、金融。**寻找顺周期与热门赛道上游交集；全球竞争力龙头更优。
- **未充分定价因素：**增长风险、信用风险、政策风险、价格风险、改革红利。
- 风险提示：疫情突变、疫苗推广、接种不达预期；通胀快速上行并维持高位，货币政策超预期紧缩；全球财政刺激不及预期，经济增长乏力；国际关系恶化，贸易复苏延后。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



1 基本面的超预期——通胀推升业绩

2 估值高位的风险——货币政策收紧

3 配置——通胀主题、可选消费、全球龙头

4 未充分定价因素——增长、信用、改革

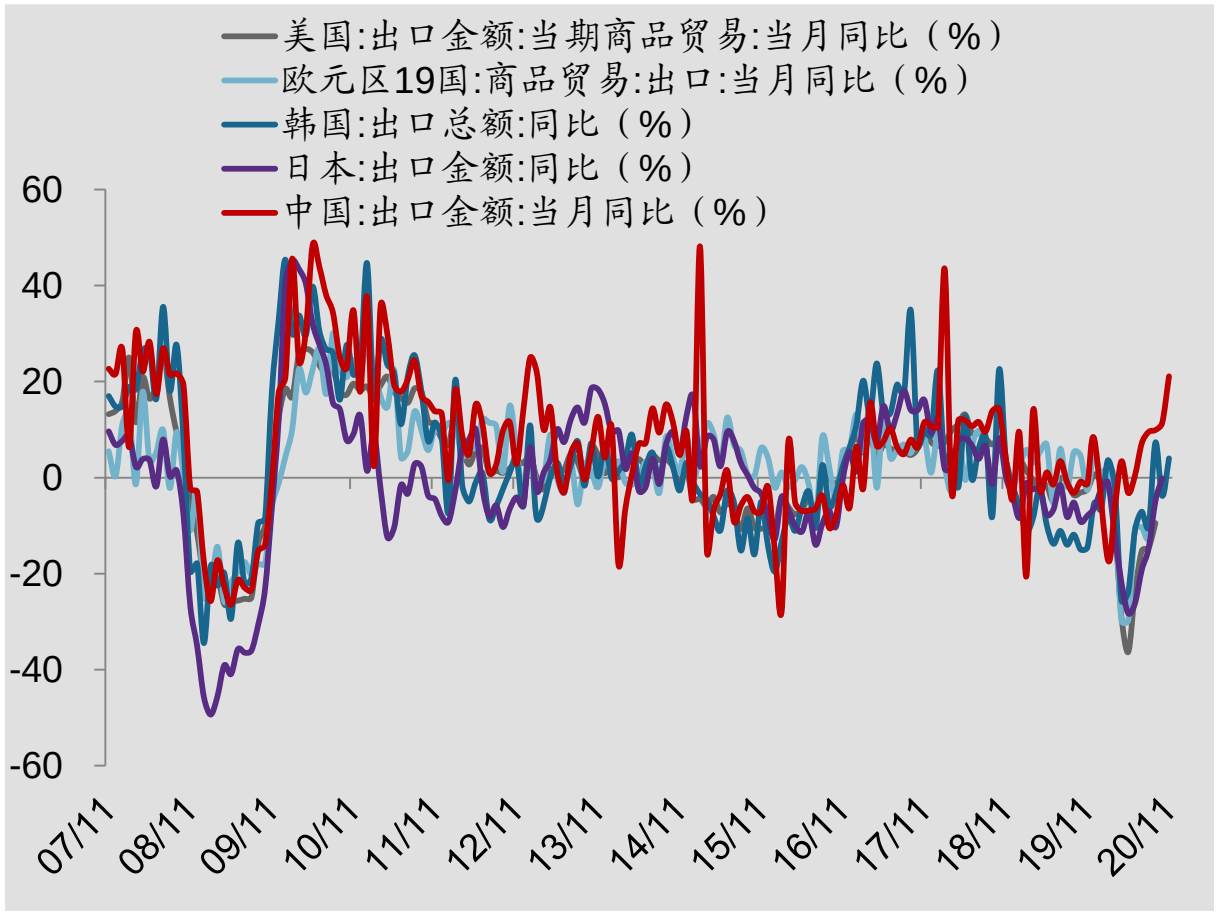
5 风险提示

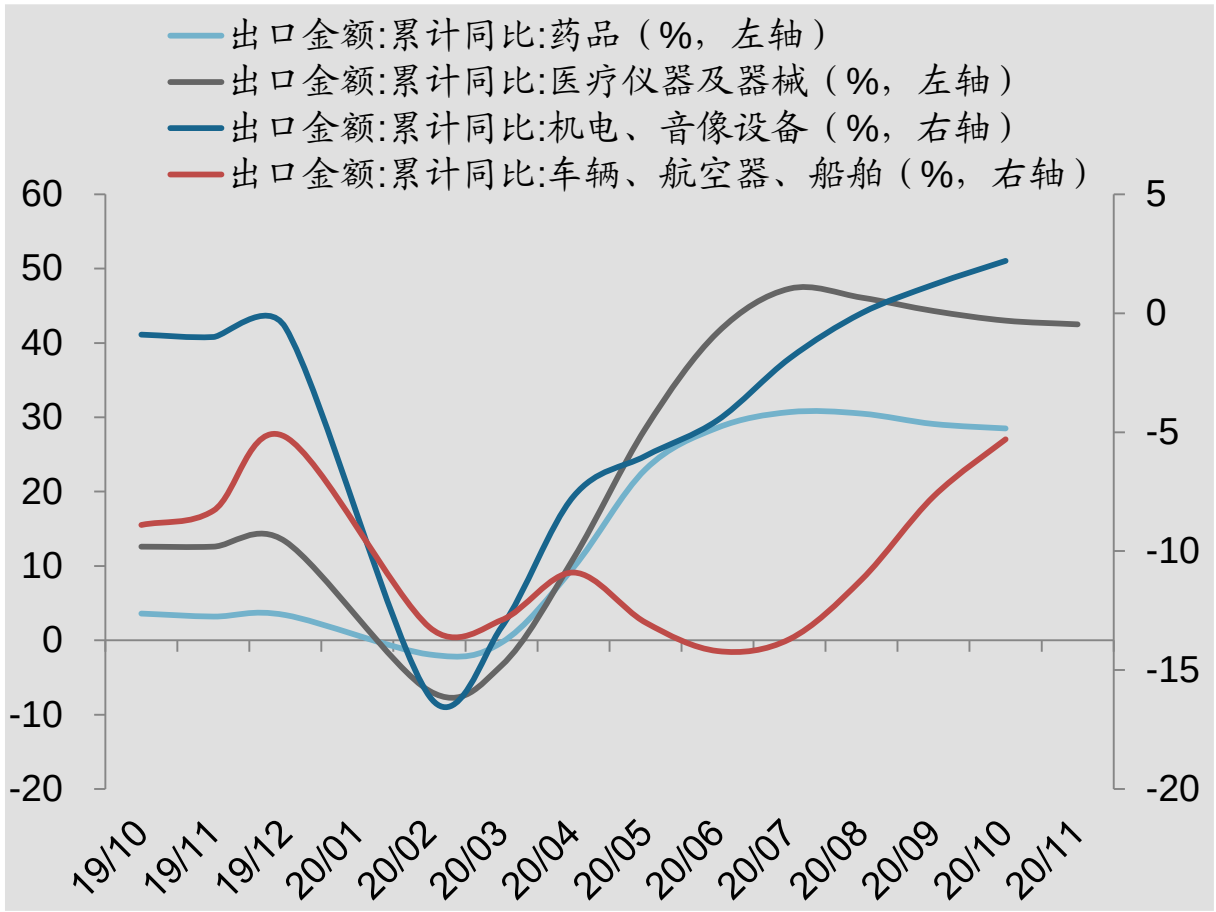
1 基本面的超预期——通胀推升业绩

- 出口延续：全球供给已接近疫情前，库存低位，需求有上行风险。
- 通胀加速：供需紧平衡，出口与通胀上行周期重叠，PPI未来6个月陡峭负转正。
- 业绩改善：GDP抬升收入，PPI改善毛利，预计21年全A非金融净利同比17%。
- 上行主推力：业绩高增消化估值，构筑市场底部，超预期助推新高。
- 下半年不悲观：充分就业后消费发挥稳定器作用，业绩环比高峰出现在Q3。
- 警惕盲目乐观：业绩改善尾声阶段，市场更易上调盈利预测。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

三季度以来美欧日韩出口V型反弹，当月同比已恢复至疫情前。
中国出口结构由供给转为需求侧驱动：机电、汽车等产品出口回暖，药品、医疗器械回落。



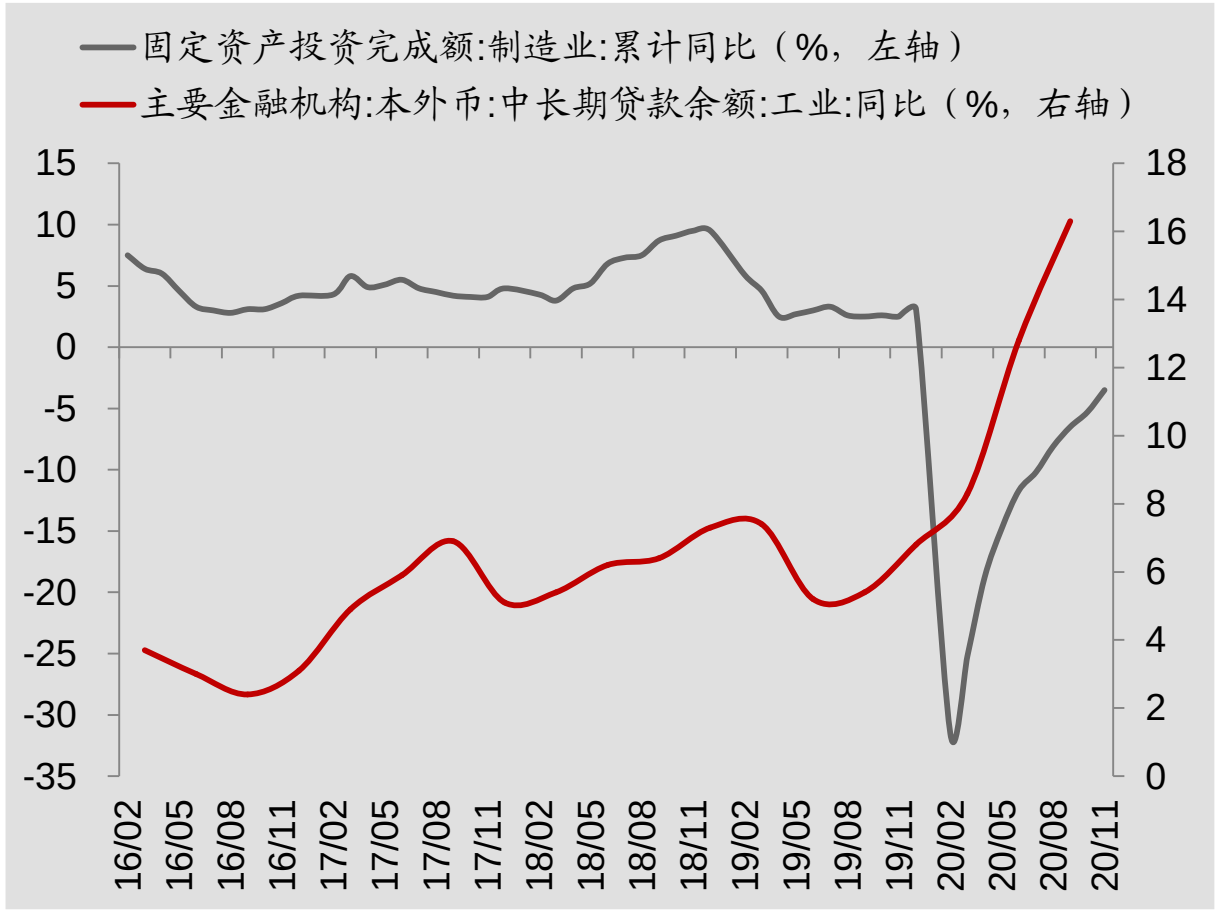


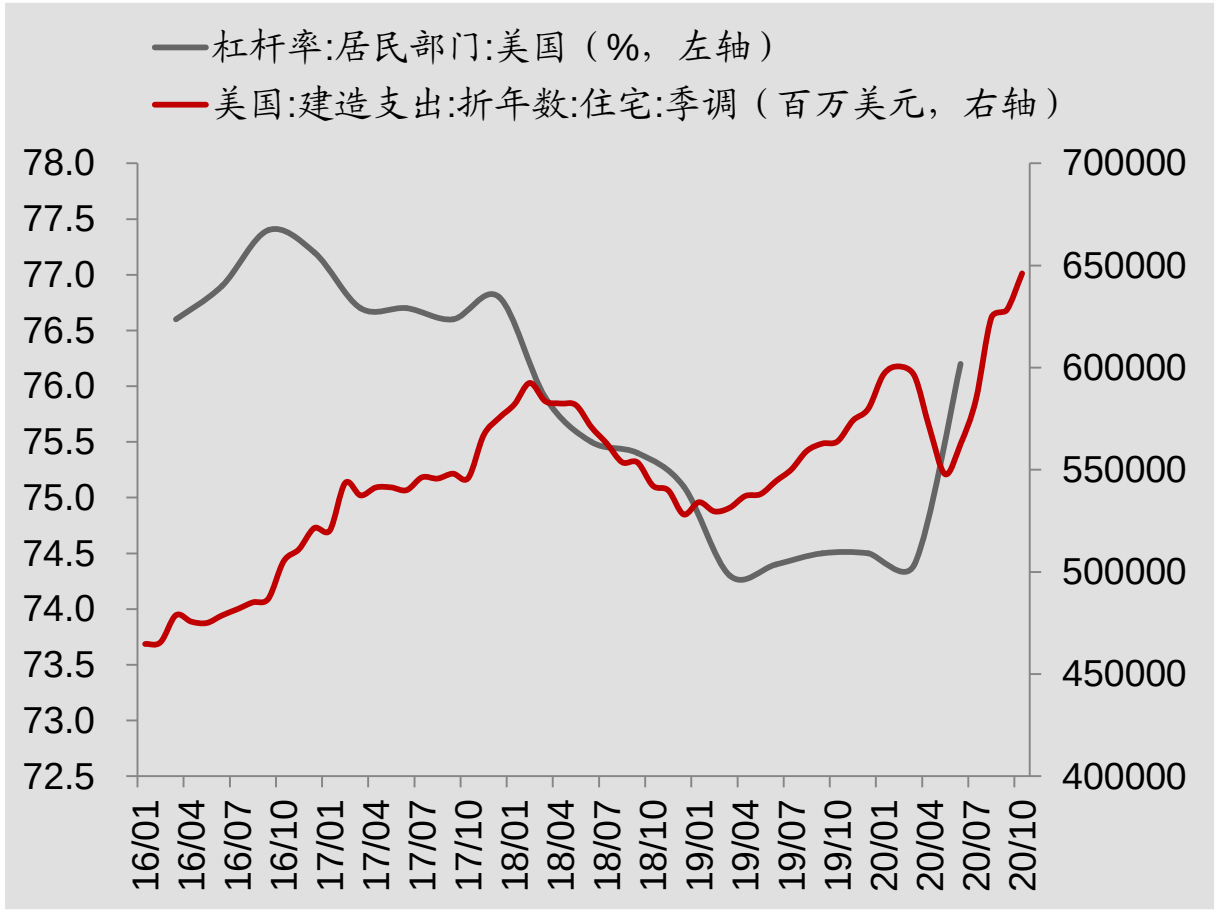
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.2 需求上行风险：美国居民&中国企业加杠杆

全球两大需求：国内企业中长期贷款快速增长，带动制造业投资继续回暖。美国居民部门加杠杆，带动新一轮房地产投资周期，两者将带来全球需求超预期上行。



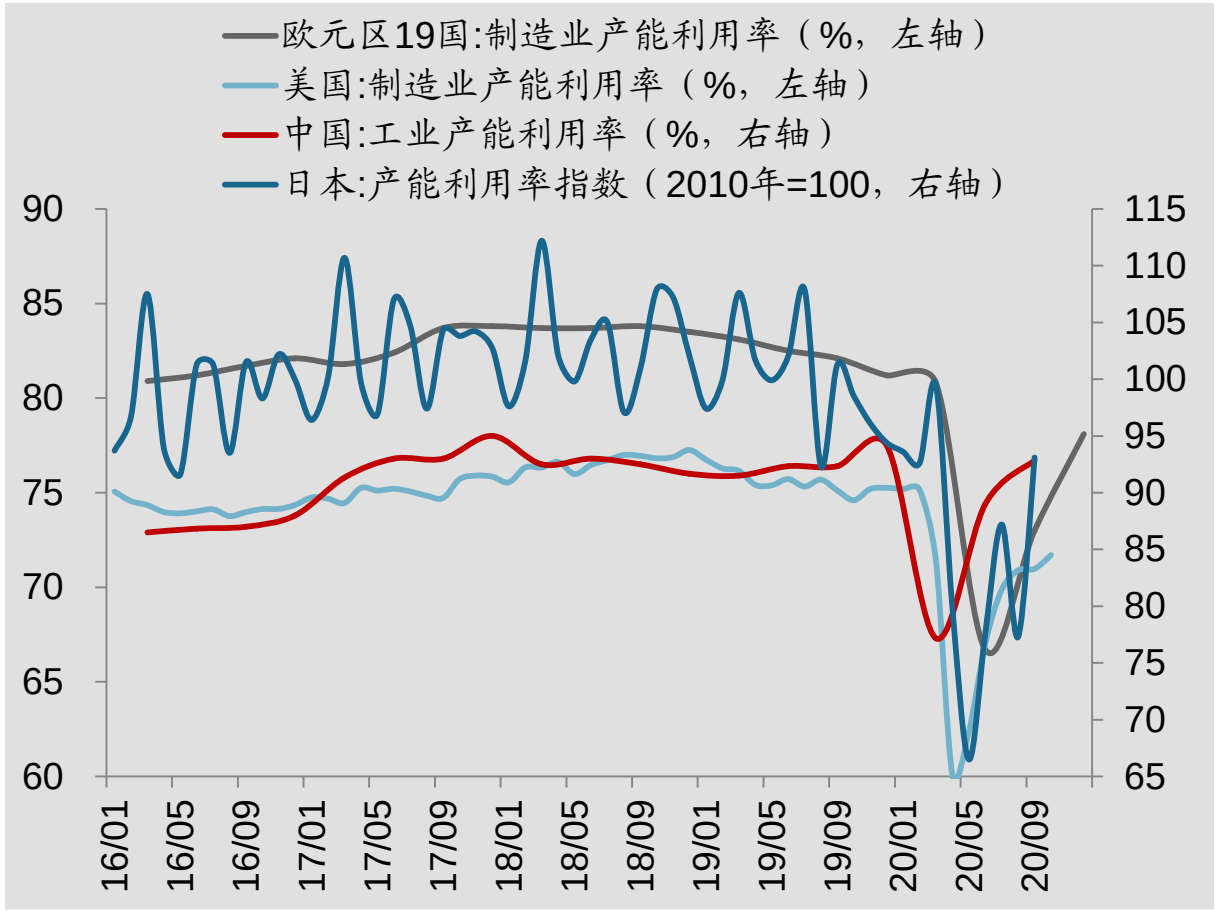


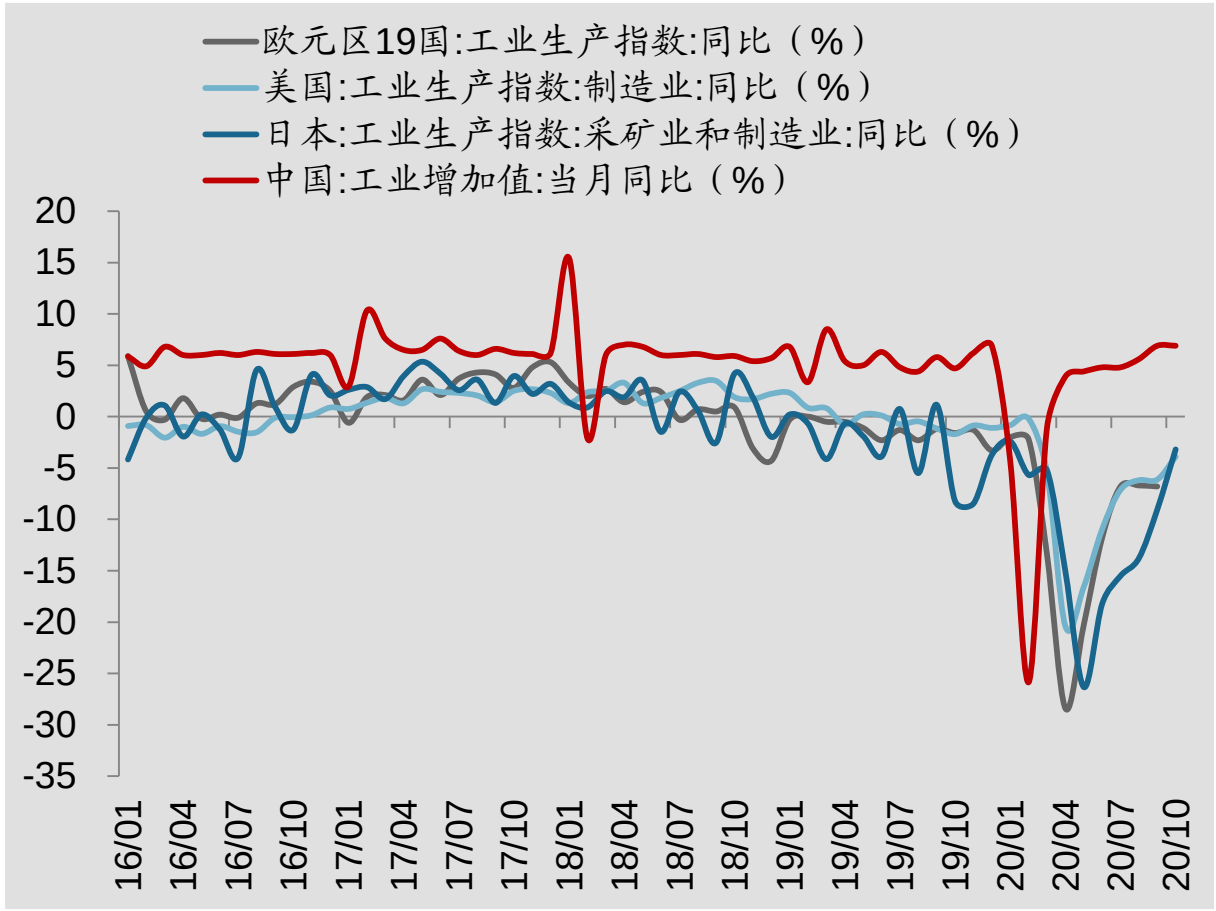
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.3 忽略的供给：海外产能已恢复至疫情前

与普遍认知不同，三季度以来全球产能利用率V型反弹，普遍达到疫情前95%以上水平。21年初全球供给，有望恢复正常。



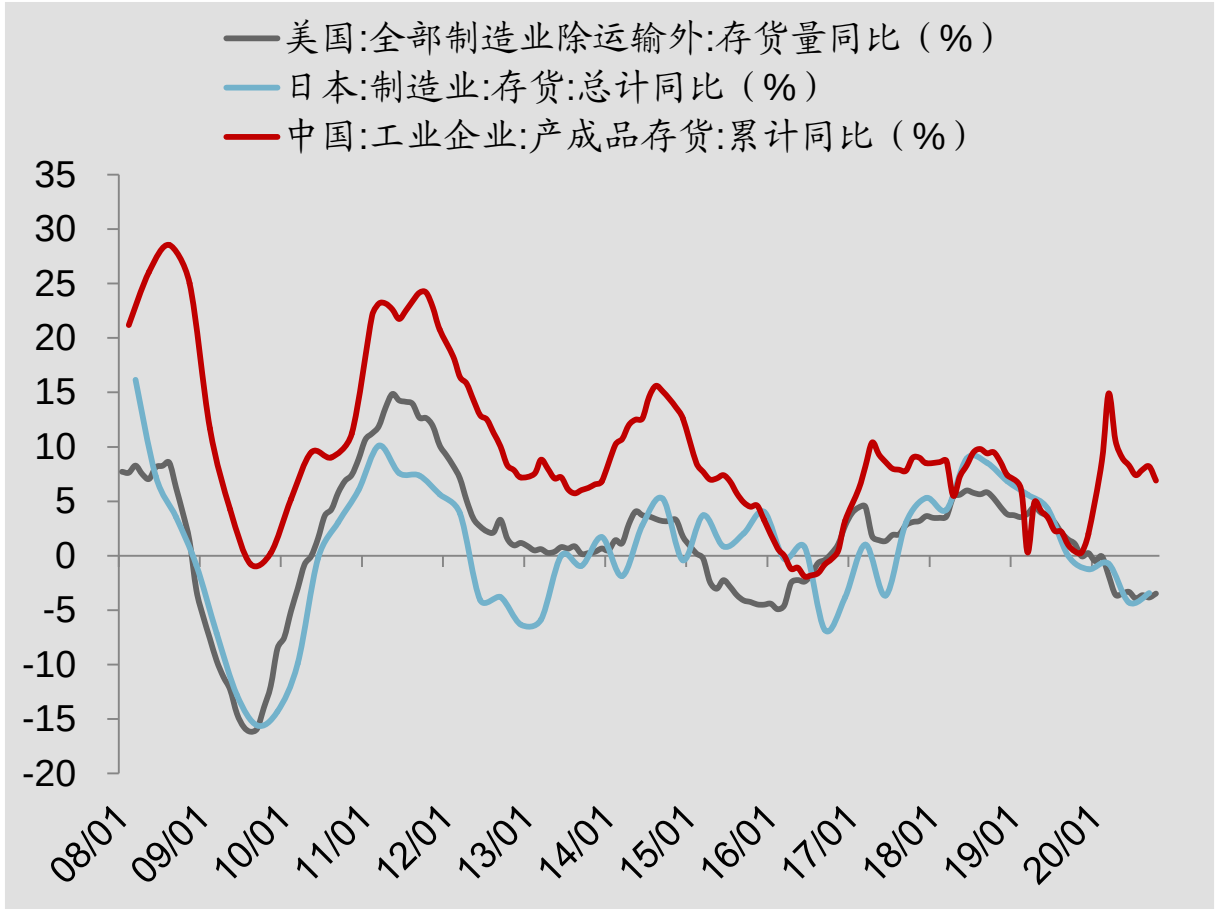


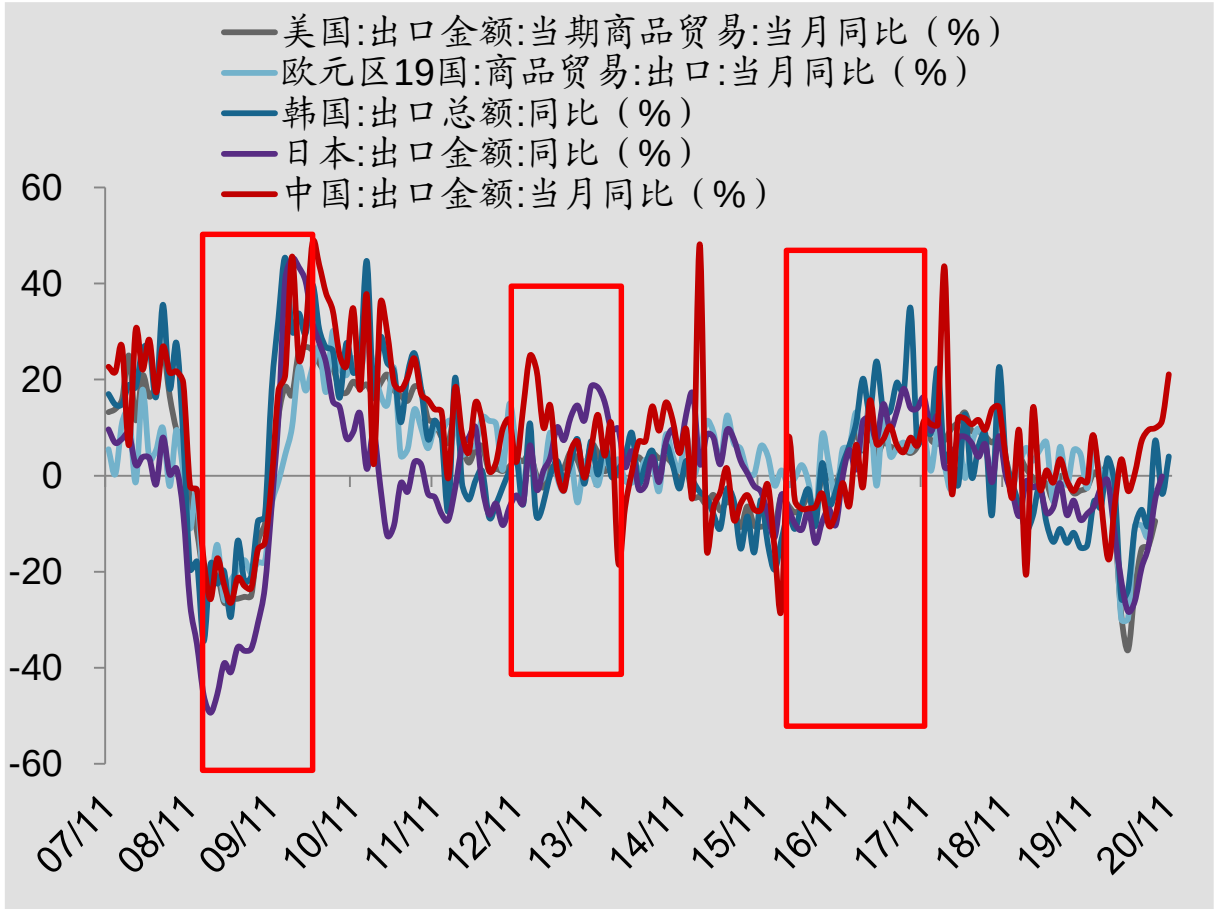
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.4 供需回暖+低位库存：出口上行周期远未结束

全球库存处于近5年低位，供需已恢复至疫情前水平。19Q4已出现全球出口共振，疫情破坏后，20Q3以来再次显现，未来至少6个月国内出口将维持强劲势头。

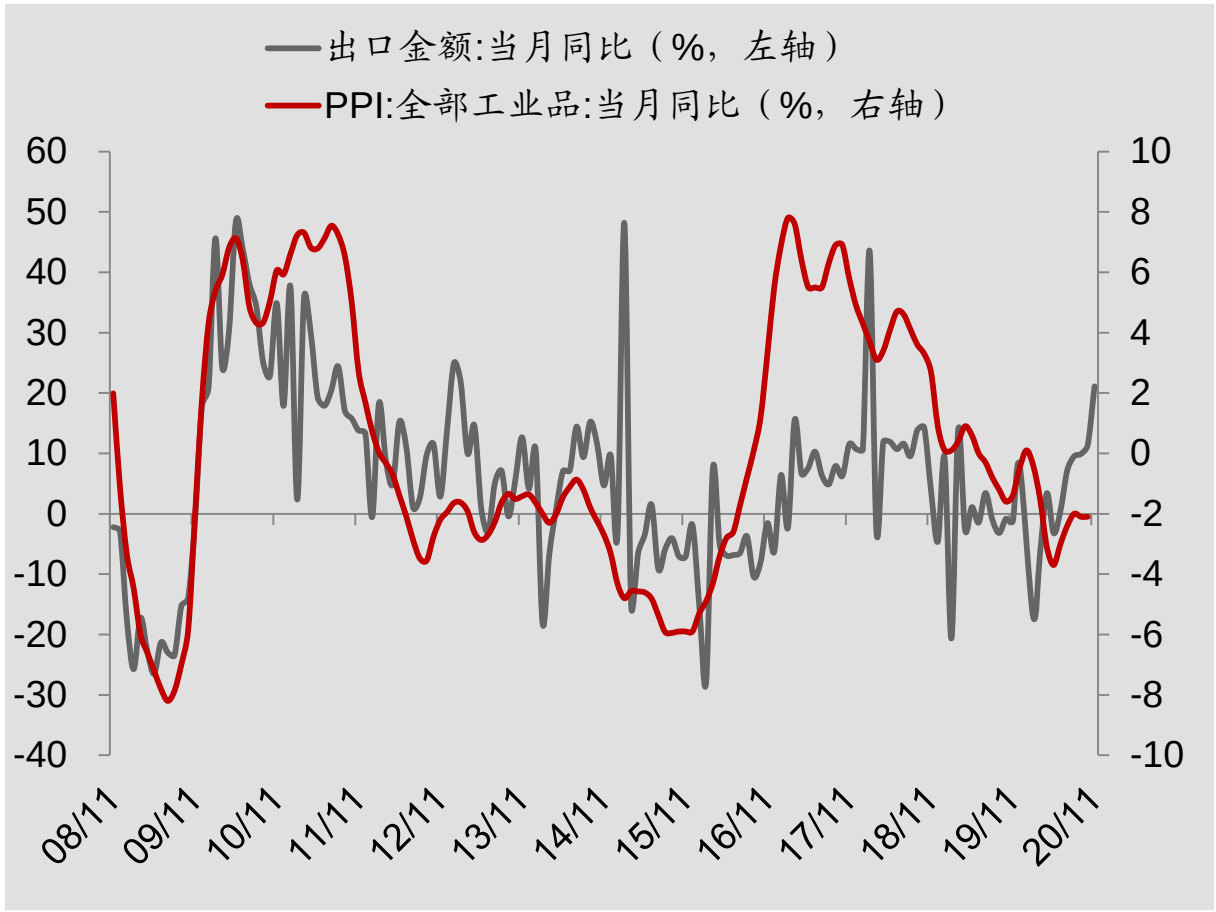


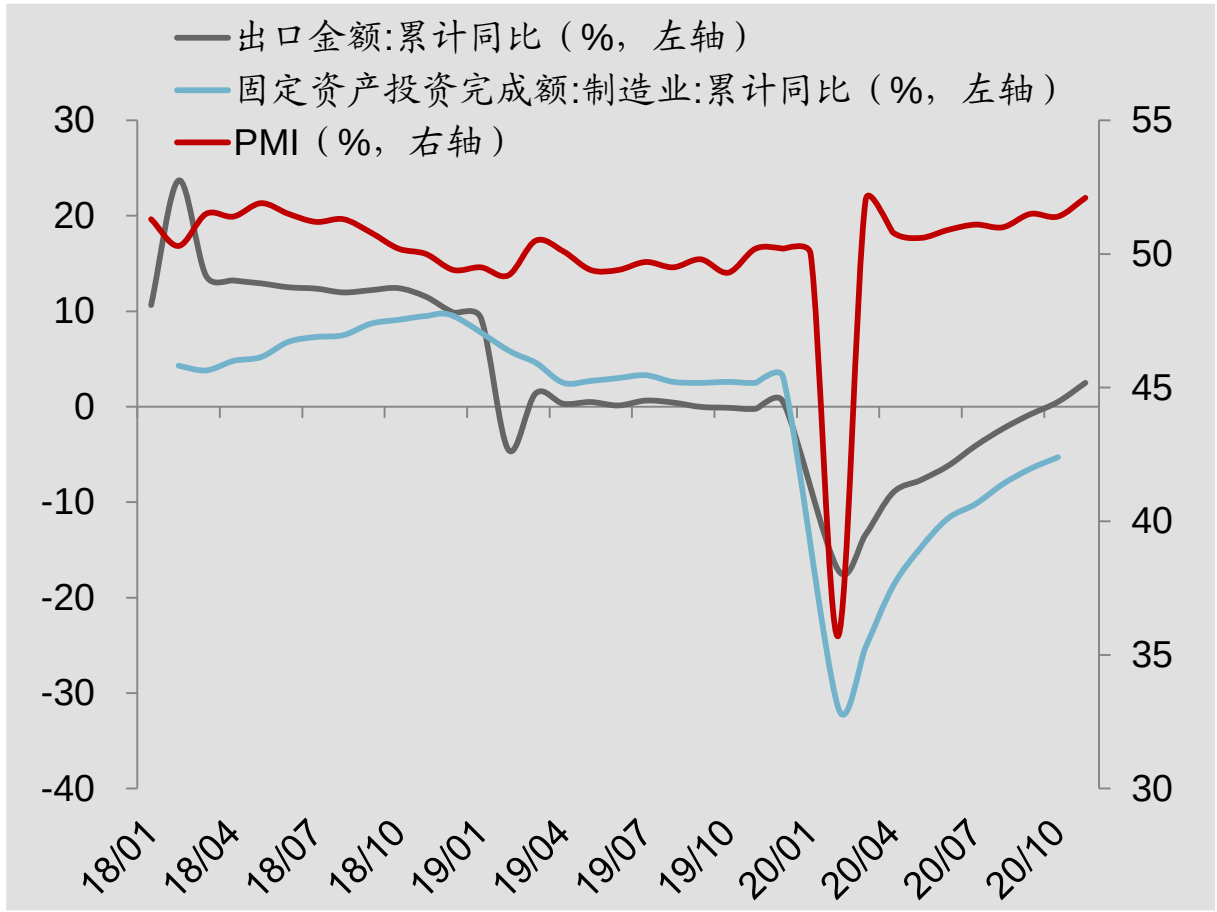


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.5 出口上行带动通胀、制造业投资回暖

全球供需匹配推动原材料价格上行，未来6个月出口共振向上，叠加疫苗预期，通胀加快归来；出口带动制造业投资明显改善，PMI持续维持荣枯线以上。



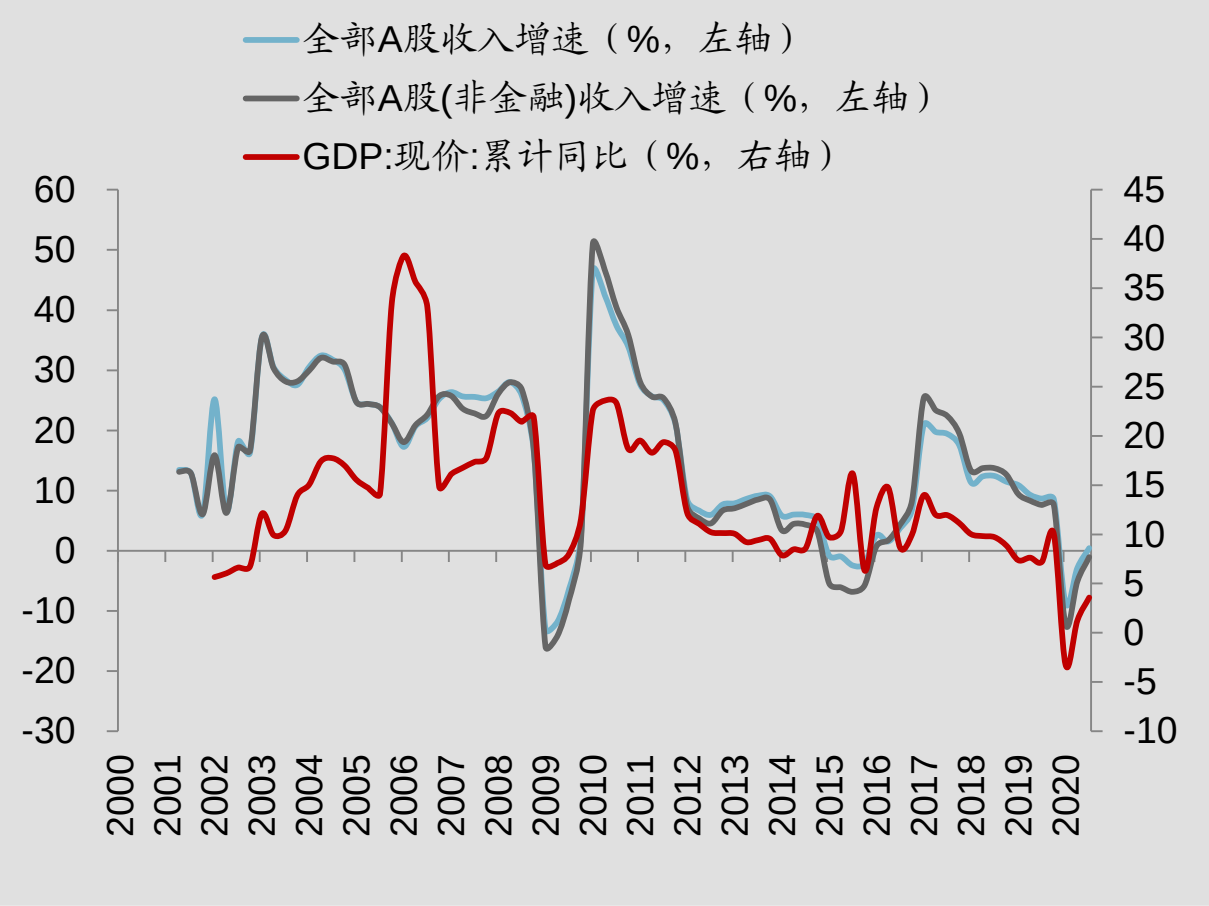


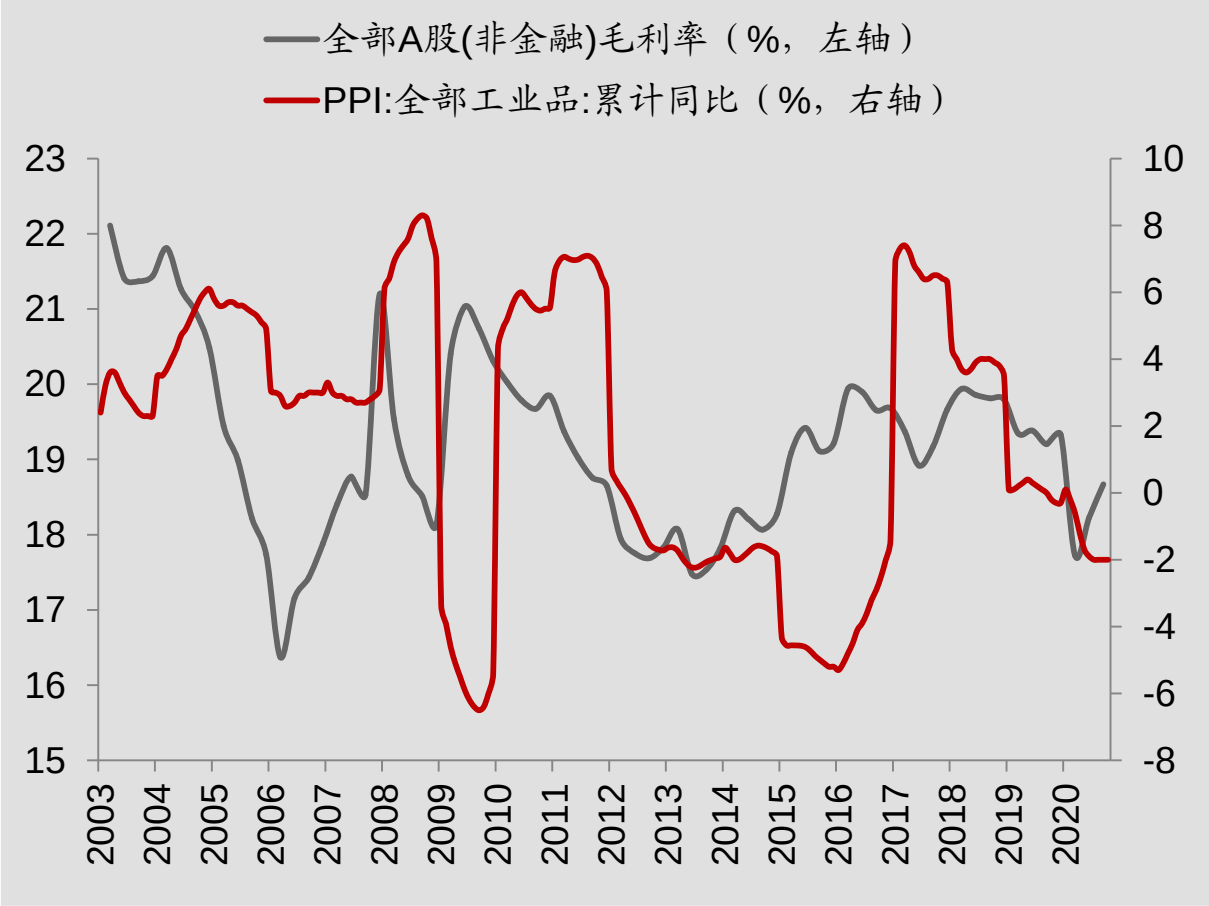
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.6 量价齐升，EPS上行超预期

预计2021年，全球经济复苏出口回暖，国内就业改善促消费政策落地，名义GDP增速上行，PPI继续提升，量价齐升叠加低基数，A股收入增速及毛利率提升，整体盈利改善趋势明确。



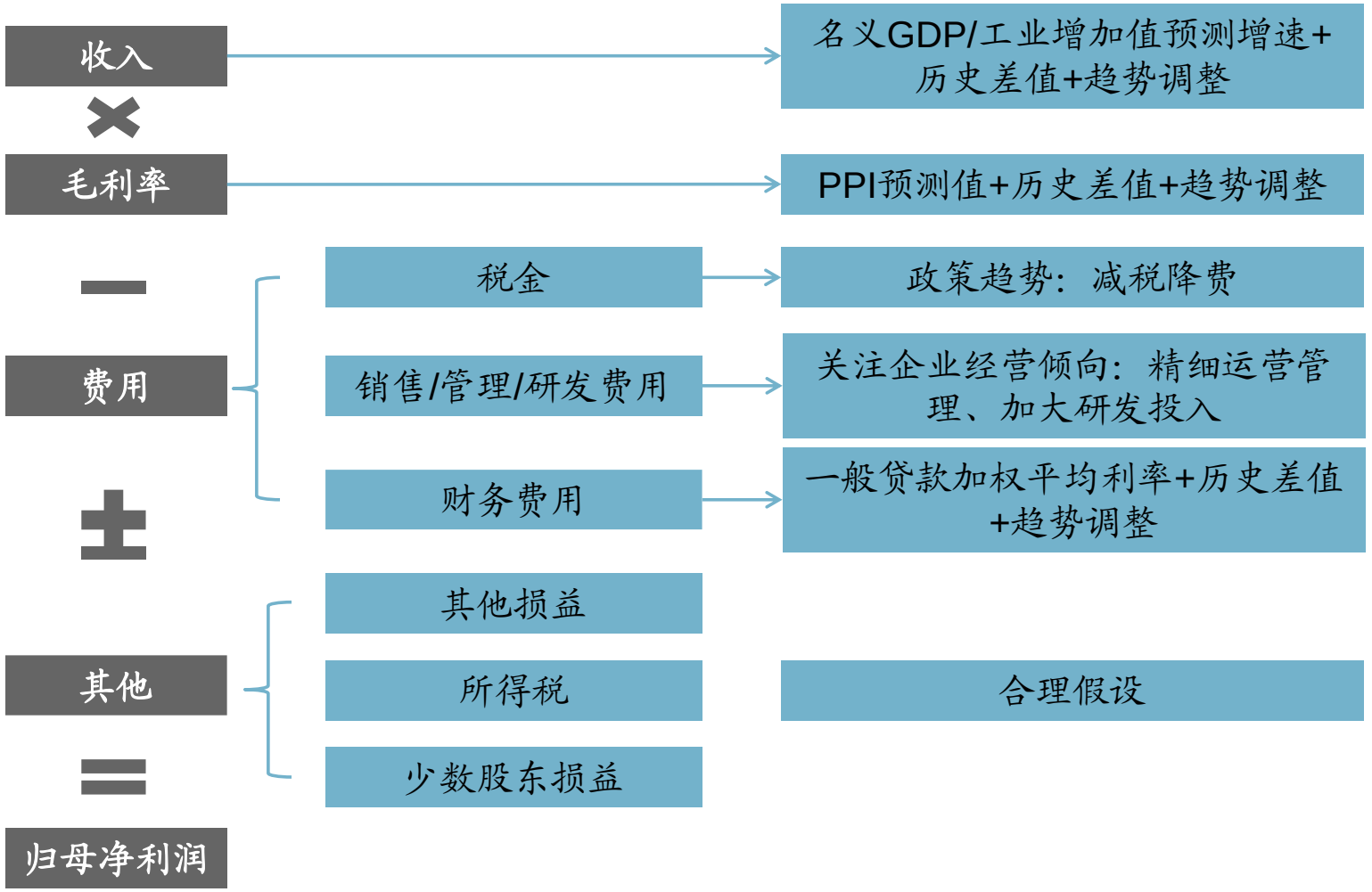


数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

自上而下构建盈利预测模型

从利润表科目入手，寻找宏观经济影响因素，自上而下搭建A股盈利预测框架：收入-名义GDP/工业增加值、毛利率-PPI、费用-经营倾向/贷款利率。



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2021年A股盈利预测——全A 13%

中性假设下，预计2021年全部A股净利润同比13.3%，全A（非金融）16.9%。基期效应下，全A（非金融）Q1-Q4单季度增速90%、0.5%、9.0%、7.5%

悲观假设	2020/3/31	2020/6/30	2020/9/30	2020/12/31	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31
累计								
全部A股（亿元）	8226	18349	31223	38218	10694	20867	33999	41099
yoy（%）	-20.3	-13.7	-1.8	2.7	30.0	13.7	8.9	7.5
全部A股-非金融（亿元）	2284	7829	15053	17063	4111	9434	16478	18447
yoy（%）	-50.3	-20.4	-0.4	3.6	80.0	20.5	9.5	8.1
单季度								
全部A股（亿元）	8226	10123	12874	6995	10694	10174	13131	7100
yoy（%）	-20.3	-7.5	22.3	30.2	30.0	0.5	2.0	1.5
全部A股-非金融（亿元）	2284	5545	7224	2010	4111	5323	7043	1970
yoy（%）	-50.3	5.7	37.2	50.6	80.0	-4.0	-2.5	-2.0
中性假设								
累计								
全部A股（亿元）	8226	18349	31223	38218	11105	21481	35707	43296
yoy（%）	-20.3	-13.7	-1.8	2.7	35.0	17.1	14.4	13.3
全部A股-非金融（亿元）	2284	7829	15053	17063	4340	9912	17786	19947
yoy（%）	-50.3	-20.4	-0.4	3.6	90.0	26.6	18.2	16.9
单季度								
全部A股（亿元）	8226	10123	12874	6995	11105	10376	14226	7589
yoy（%）	-20.3	-7.5	22.3	30.2	35.0	2.5	10.5	8.5
全部A股-非金融（亿元）	2284	5545	7224	2010	4340	5573	7874	2161
yoy（%）	-50.3	5.7	37.2	50.6	90.0	0.5	9.0	7.5
乐观假设								
累计								
全部A股（亿元）	8226	18349	31223	38218	11516	22146	37723	45942
yoy（%）	-20.3	-13.7	-1.8	2.7	40.0	20.7	20.8	20.2
全部A股-非金融（亿元）	2284	7829	15053	17063	4796	10785	19598	22030
yoy（%）	-50.3	-20.4	-0.4	3.6	110.0	37.8	30.2	29.1
单季度								
全部A股（亿元）	8226	10123	12874	6995	11516	10629	15578	8219
yoy（%）	-20.3	-7.5	22.3	30.2	40.0	5.0	21.0	17.5
全部A股-非金融（亿元）	2284	5545	7224	2010	4796	5989	8813	2432
yoy（%）	-50.3	5.7	37.2	50.6	110.0	8.0	22.0	21.0

注：20Q1-Q3盈利增速测算包含当期新上市公司影响

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2021年A股盈利展望——分板块&行业

周期、金融受益经济复苏，业绩弹性更强，中下游制造、非银、可选消费，盈利增速有望达20%以上。

板块净利润增速（%）	2018	2019	2020Q3	2021E 悲观	2021E 中性	2021E 乐观
全部A股	-2.1	5.5	-6.5	7.5	13.3	20.2
金融	4.0	20.5	-3.0	7.0	10.4	13.0
全部A股非金融	-5.8	-4.1	-5.5	8.1	16.9	29.1
地产	14.2	10.9	-9.5	4.8	10.0	17.2
周期	6.0	-4.6	-8.6	12.0	25.0	43.0
消费	-7.1	4.2	9.3	4.8	15.0	17.2
科技	-59.6	42.7	22.7	4.8	10.0	17.2
主板（剔除中小企业板）	3.0	6.2	-9.9	6.6	14.0	19.4
中小板	-33.4	-7.9	14.7	6.6	12.0	19.4
创业板	-71.6	18.9	21.5	5.5	10.0	16.1
科创板		26.4	59.7	13.8	25.0	40.3

行业净利润增速（%）	2018	2019	2020Q3	2021E 悲观	2021E 中性	2021E 乐观
交通运输	-14.9	12.8	-72.7	48.0	100.0	172.0
有色金属	-42.4	-44.9	-3.0	38.4	80.0	137.6
化工	23.9	-35.5	-16.3	19.2	40.0	68.8
机械设备	-41.3	25.6	31.9	19.2	40.0	68.8
采掘	44.4	3.3	-30.8	14.4	30.0	51.6
建筑材料	61.4	25.1	6.7	14.4	30.0	51.6
电气设备	-49.3	61.5	58.5	14.4	30.0	51.6
钢铁	35.1	-43.7	-10.1	9.6	20.0	34.4
国防军工	-40.7	112.3	45.4	9.6	20.0	34.4
建筑装饰	7.0	1.9	2.2	4.8	10.0	17.2
公用事业	5.0	12.5	26.3	2.4	5.0	8.6
房地产	14.2	10.9	-9.5	4.8	10.0	17.2
休闲服务	7.6	-8.6	-85.8	48.0	100.0	172.0
汽车	-23.6	-25.6	0.2	14.4	30.0	51.6
商业贸易	39.5	-21.7	-47.2	14.4	30.0	51.6
家用电器	-9.6	9.1	-15.0	12.0	25.0	43.0
纺织服装	-34.5	-27.1	-23.0	9.6	20.0	34.4
食品饮料	31.8	15.0	13.5	9.6	20.0	34.4
轻工制造	-45.2	20.0	6.4	7.2	15.0	25.8
医药生物	-6.5	-0.7	29.3	4.8	10.0	17.2
农林牧渔	-46.9	268.0	134.0	-4.8	-10.0	-4.8
电子	6.2	35.1	33.4	4.8	10.0	17.2
计算机	-45.7	4.1	-29.7	4.8	10.0	17.2
传媒	-172.6	-59.2	6.5	4.8	10.0	17.2
通信	-60.5	-289.1	307.7	4.8	10.0	17.2
银行	6.5	12.9	-2.5	5.0	8.0	10.0
非银金融	-6.7	66.2	-4.6	13.5	20.0	28.5

注：周期、地产、消费、科技板块净利润增速包含当期新上市公司影响，其余板块选取剔除当年新上市公司影响的可比口径

数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

21年A股业绩增长足以消化目前高位估值

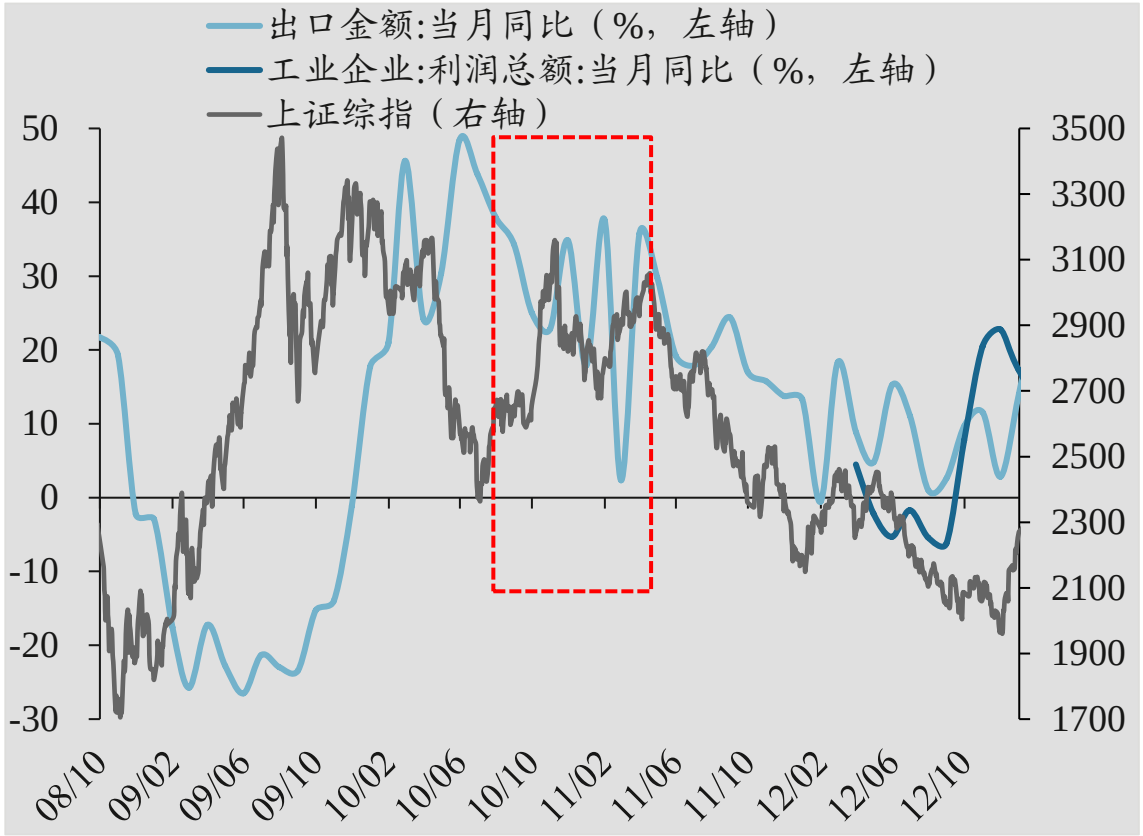
假设名义GDP增速和社融增速均为11%，宏观杠杆率将维持270%。
全A非金融净利同比16.9% 假设下，估值从36.3降至28.4倍，市场估值恢复至20年6月上证综指3000点位置。



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2010、2017年前低后高，EPS支撑牛市下半场

参考2010、2017年一季度货币政策收紧后，牛市仍延续近一年，核心在于EPS改善抵消估值下杀，市场仍创出新高。

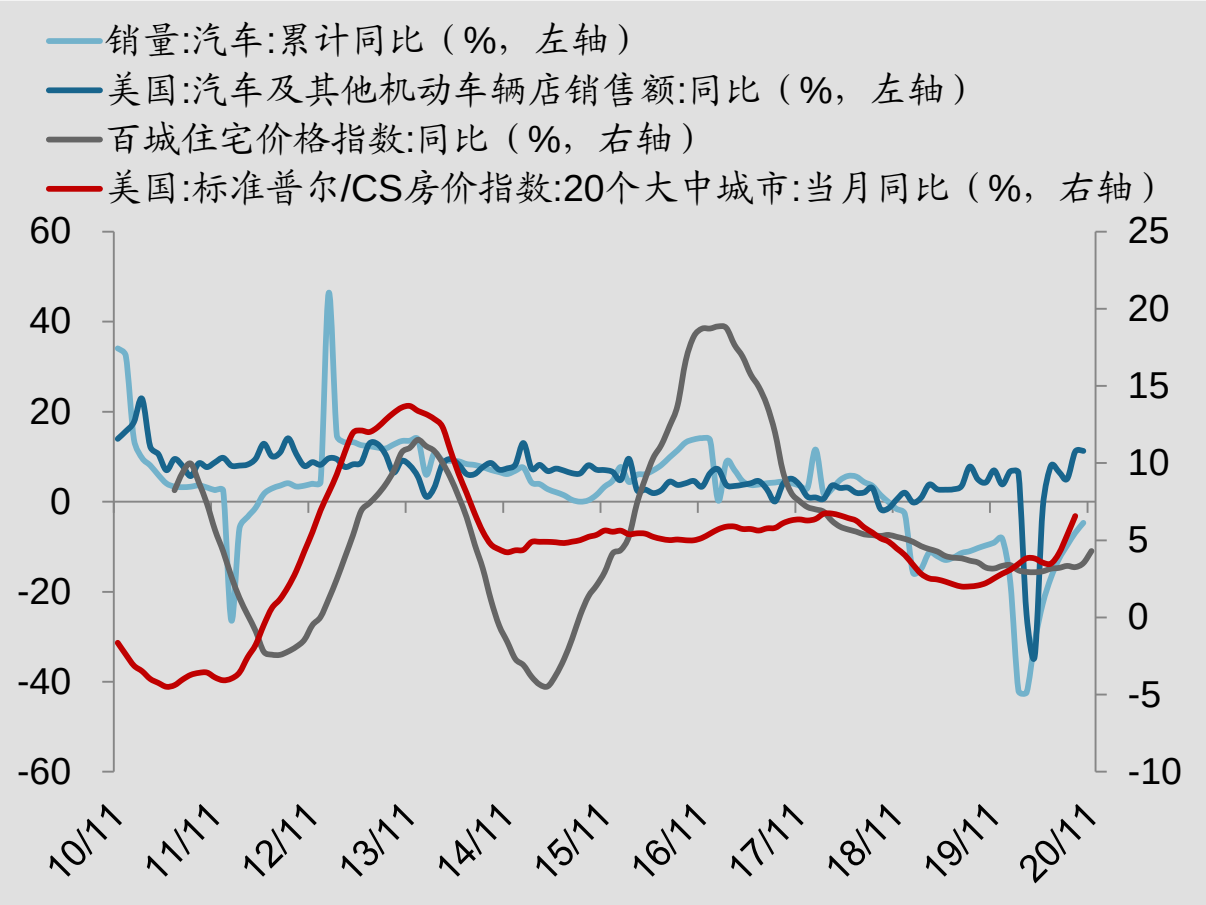


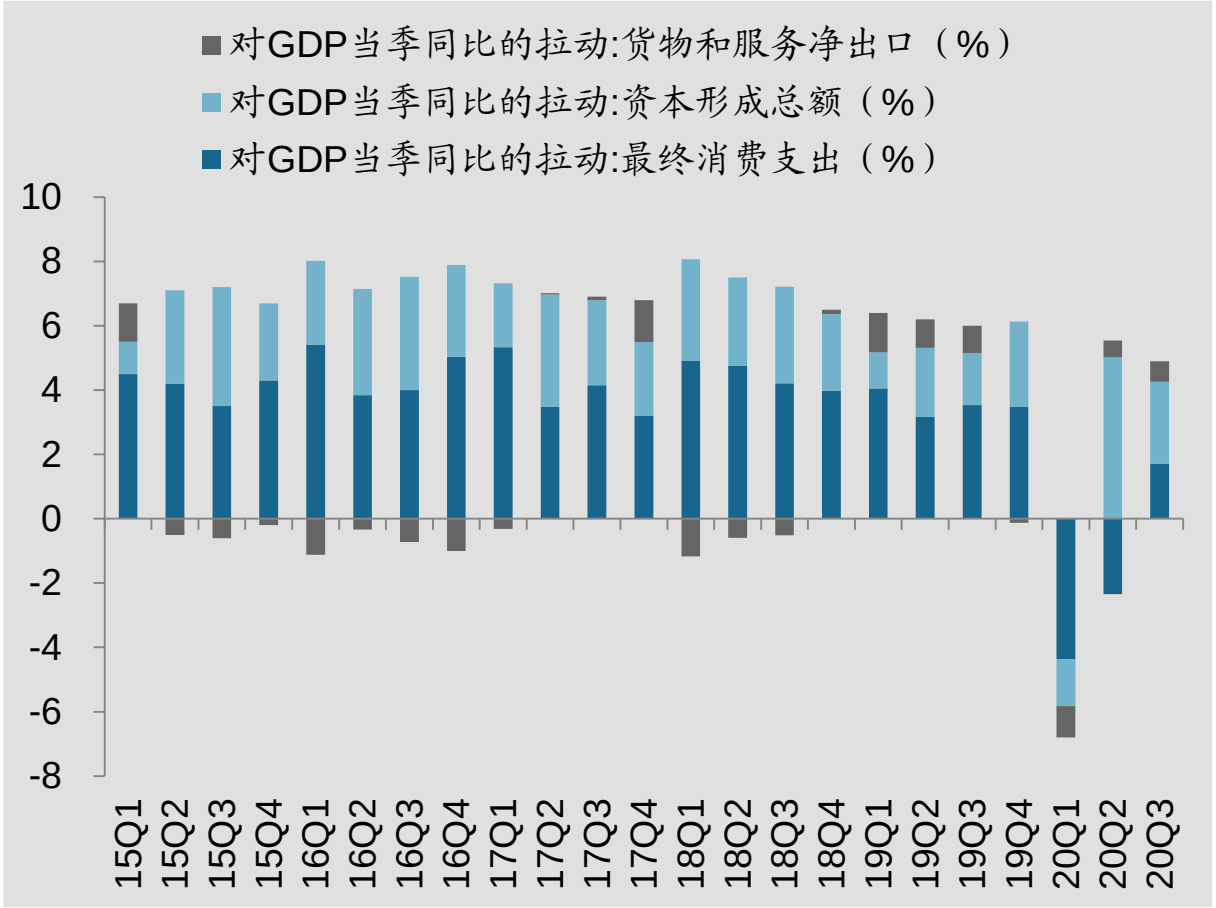


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.12 下半年不悲观：可选消费复苏与经济稳定器

流动性宽裕-房价上涨-财富效应-早周期可选消费复苏；展望明年，疫情后就业率上行，促消费政策落地，消费有望成为下半年经济稳定器。

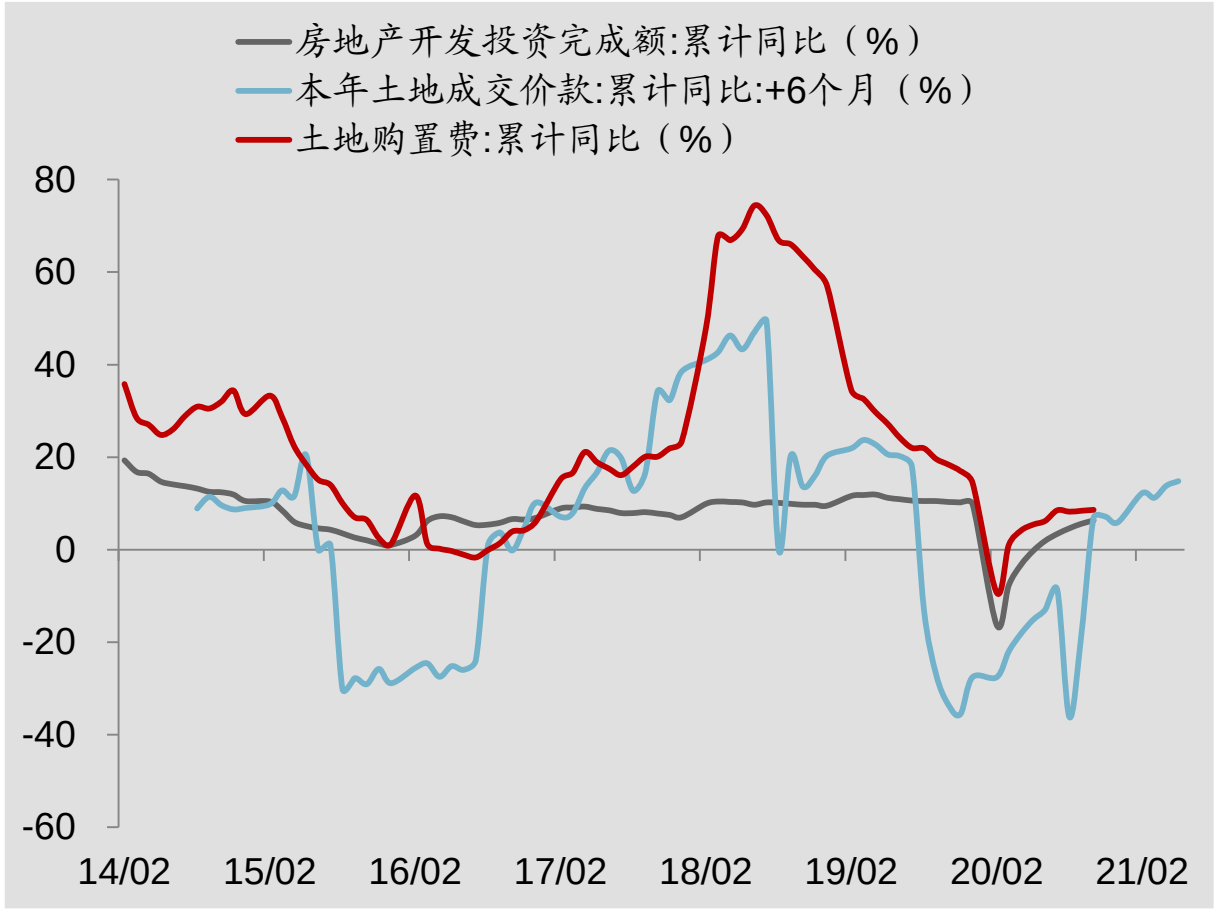


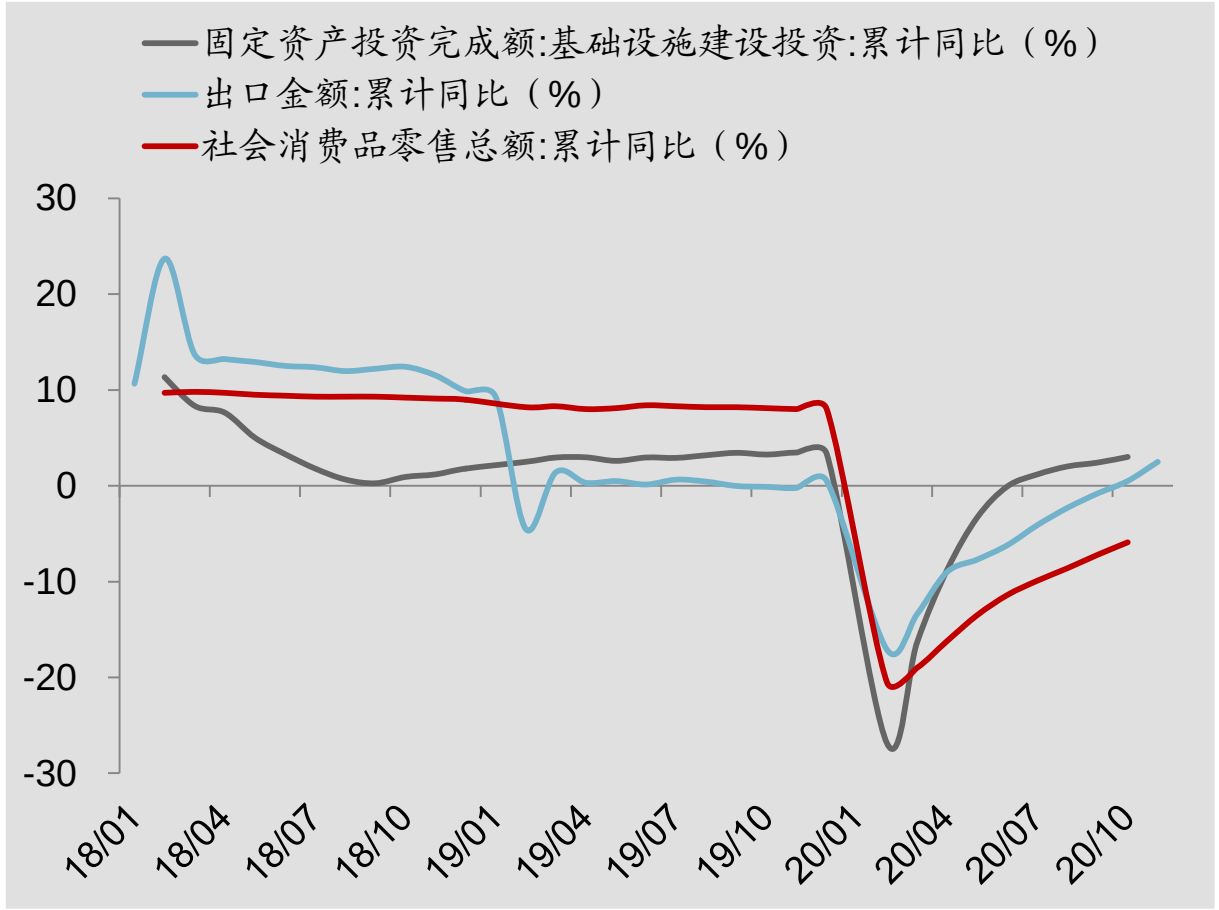


数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2020年土地成交高增，领先地产投资6个月，地产韧性仍在；三季度以来基建增速放缓是处于出口高增的政策收敛。

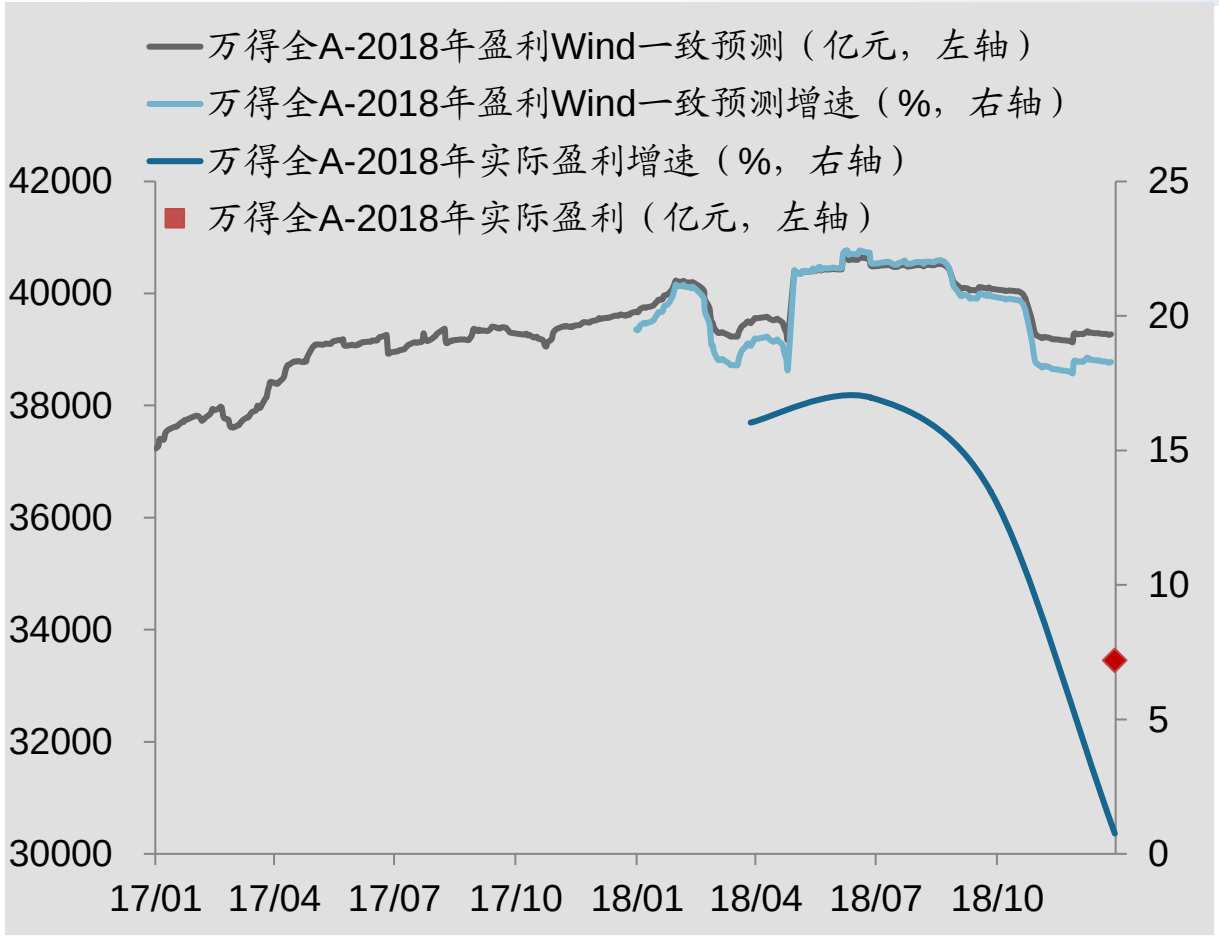


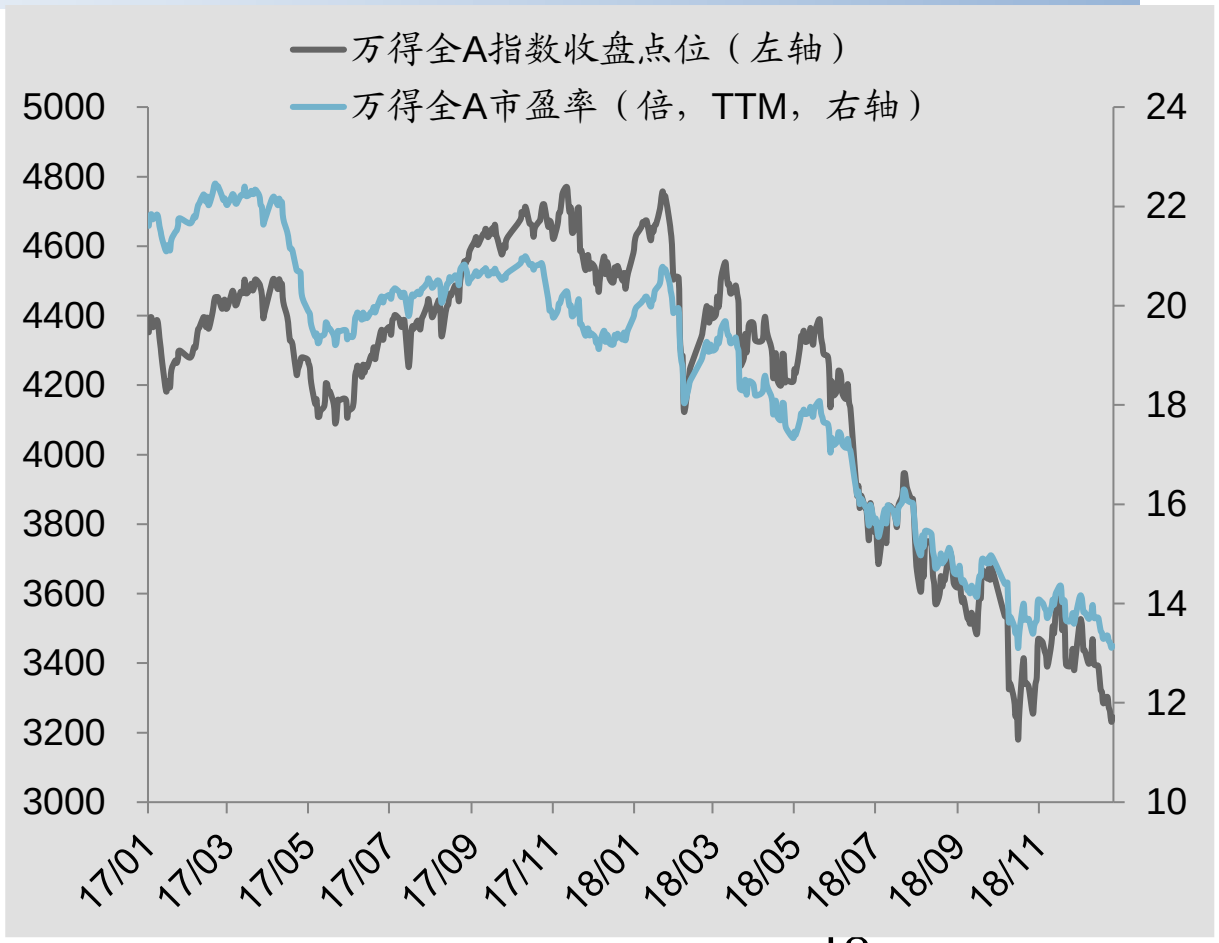


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1.14 风险提示：政策收紧后市场的盲目乐观

回顾历史上政策宽松后的次年-2017年，盈利持续改善推升股价上涨同时催生盲目乐观情绪，市场不断上调2018年盈利预测，但2018年实际盈利不及预期，叠加外部环境扰动，导致市场杀估值带来股价大幅下跌。





数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



1 基本面的超预期——通胀推升业绩

2 估值高位的风险——货币政策收紧

3 配置——通胀主题、可选消费、全球龙头

4 未充分定价因素——增长、信用、改革

5 风险提示

估值高位的风险：通胀引致货币政策收紧

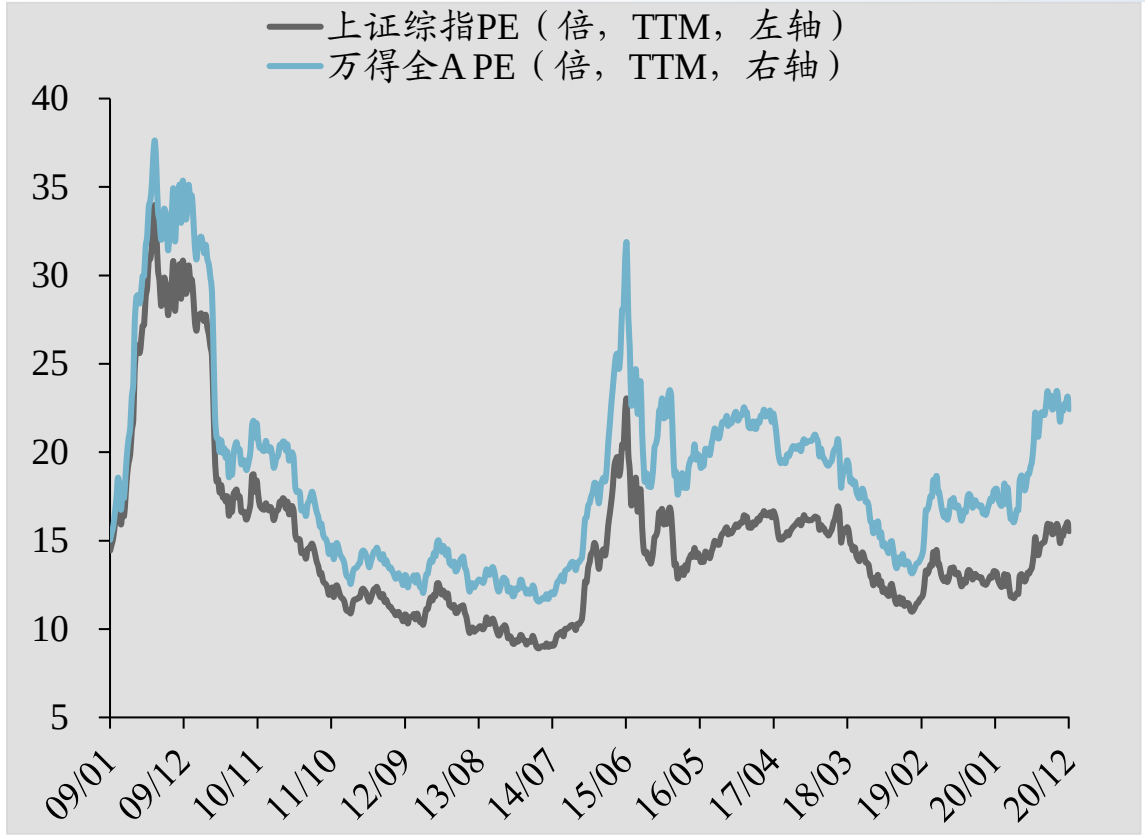
- A股估值高位：对可能的风险保持足够警惕。
- 政策放松后次年：10、17年，A股最大回撤与货币政策收紧及通胀紧密相关。
- 本轮不同：央行首要目标充分就业，政策不急转弯，估值轻微下降。
- 政策掣肘：警惕二季度通胀预期发散，上调逆回购利率。
- 操作经验：首轮加息对复苏确认的意义更强，此后业绩高增仍可推升市场新高。

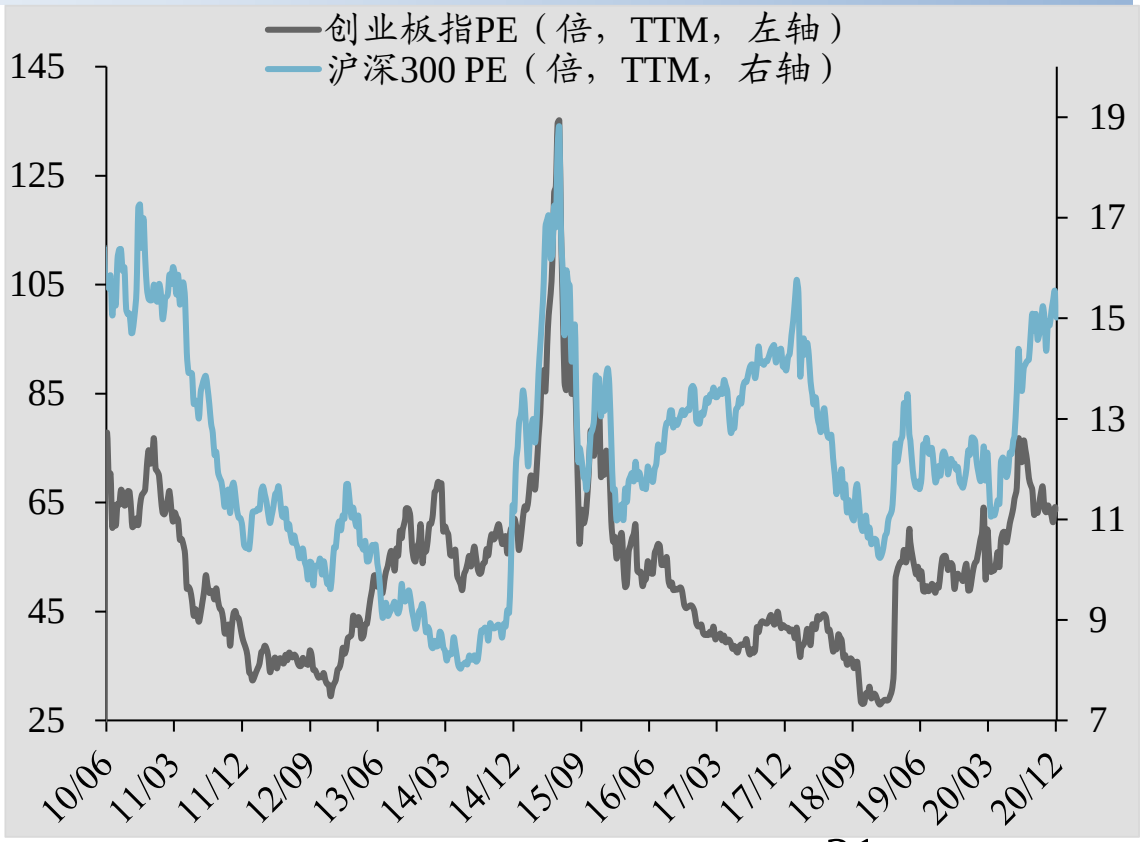
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

A股不便宜：流动性宽松&业绩受损

有多贵:A股宽基指数静态PE（TTM）均处于09年以来80%以上分位，万得全A 22倍、沪深300 16倍、创业板指 64倍。

为何贵:分母降-疫情下盈利恶化，Q3全A净利润同比-6.5%（剔除当年新上市公司的可比口径），分子升-流动性宽裕，1-11月社融同比13.6%。

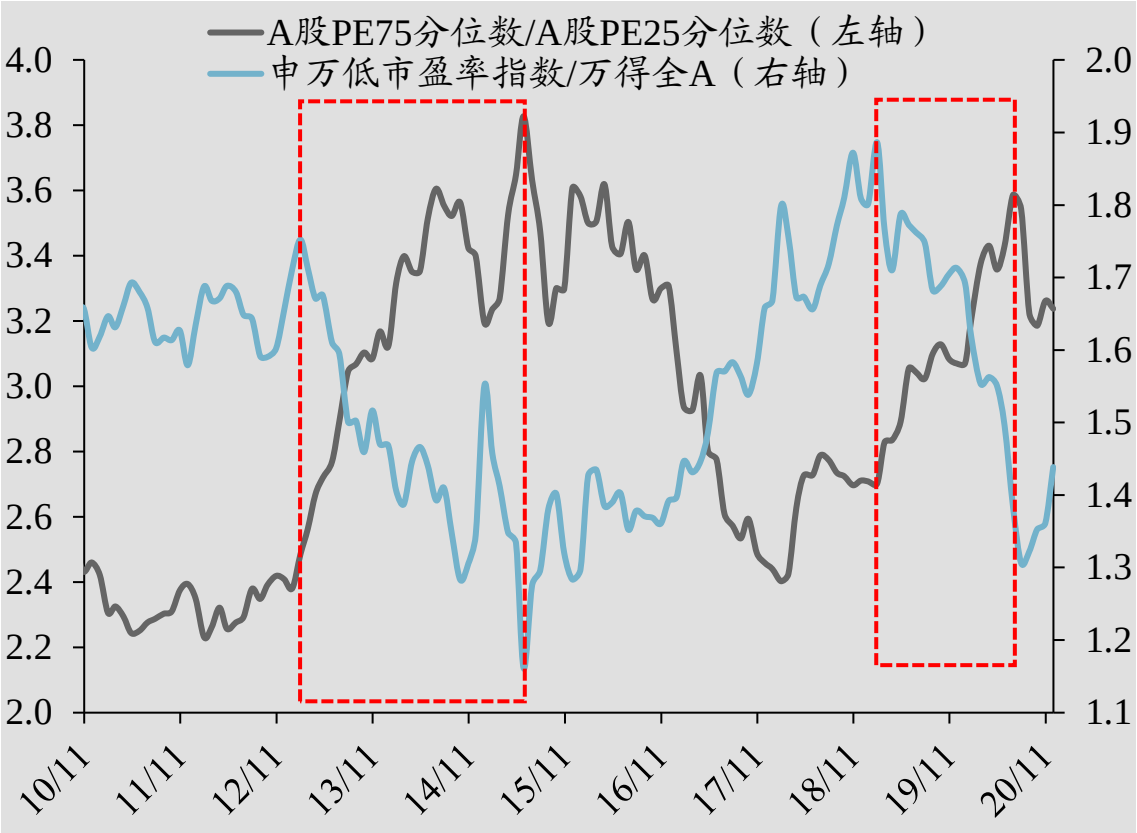


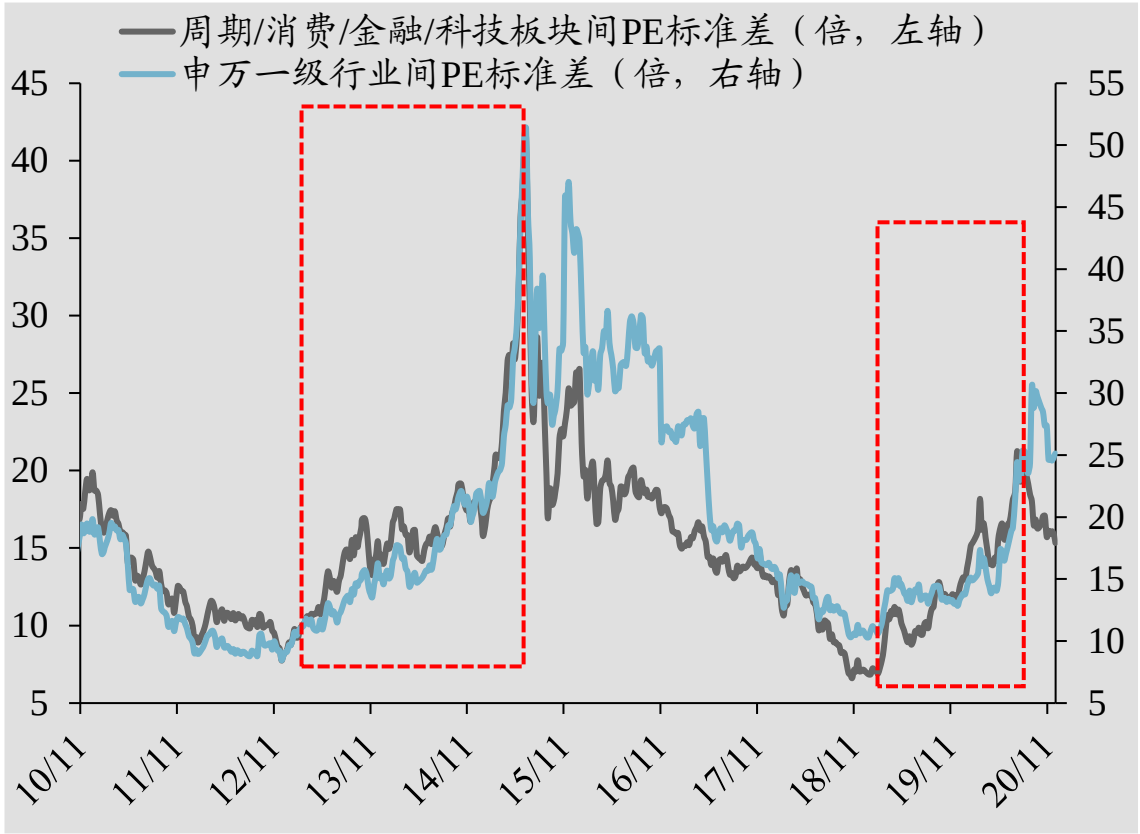


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

估值收敛：流动性(成长)转向业绩(价值)

上半年流动性宽松，代表成长的创业板指2-7月上涨51%。下半年经济复苏，代表价值的沪深300 8月以来上涨13%。下半年板块及行业估值收敛，对估值高位的担忧部分化解。



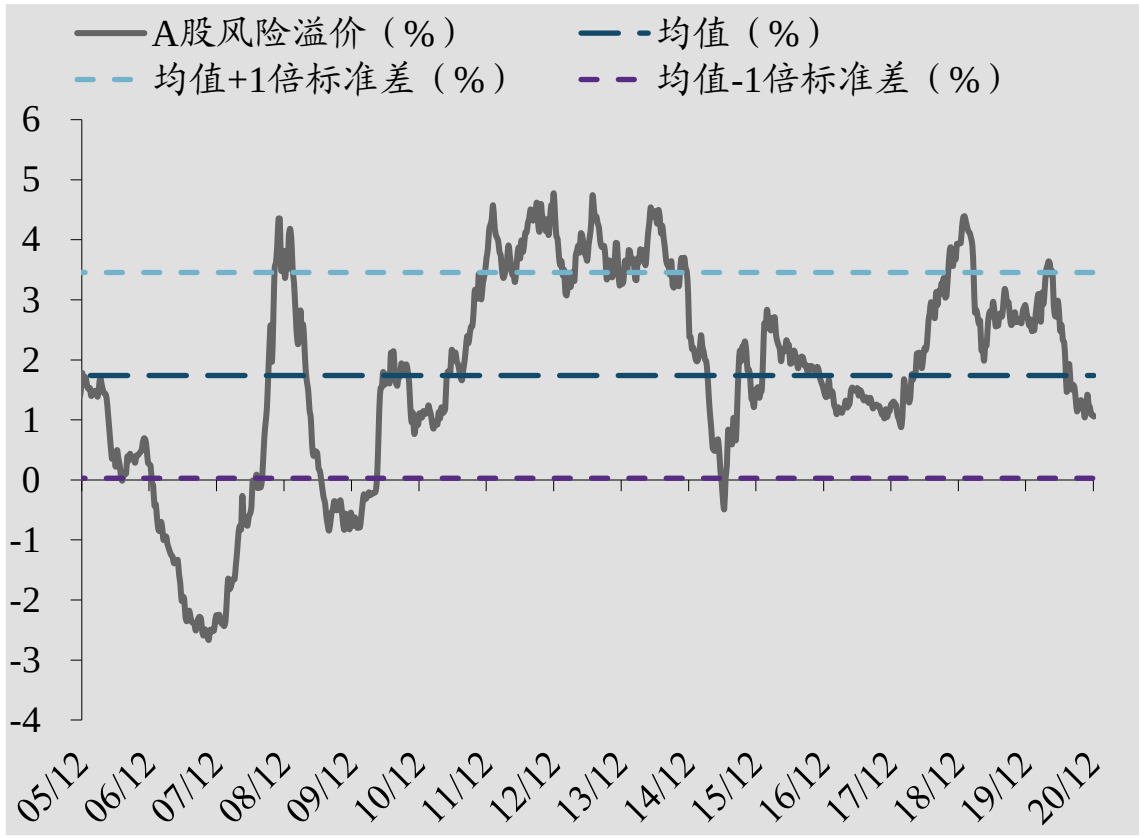


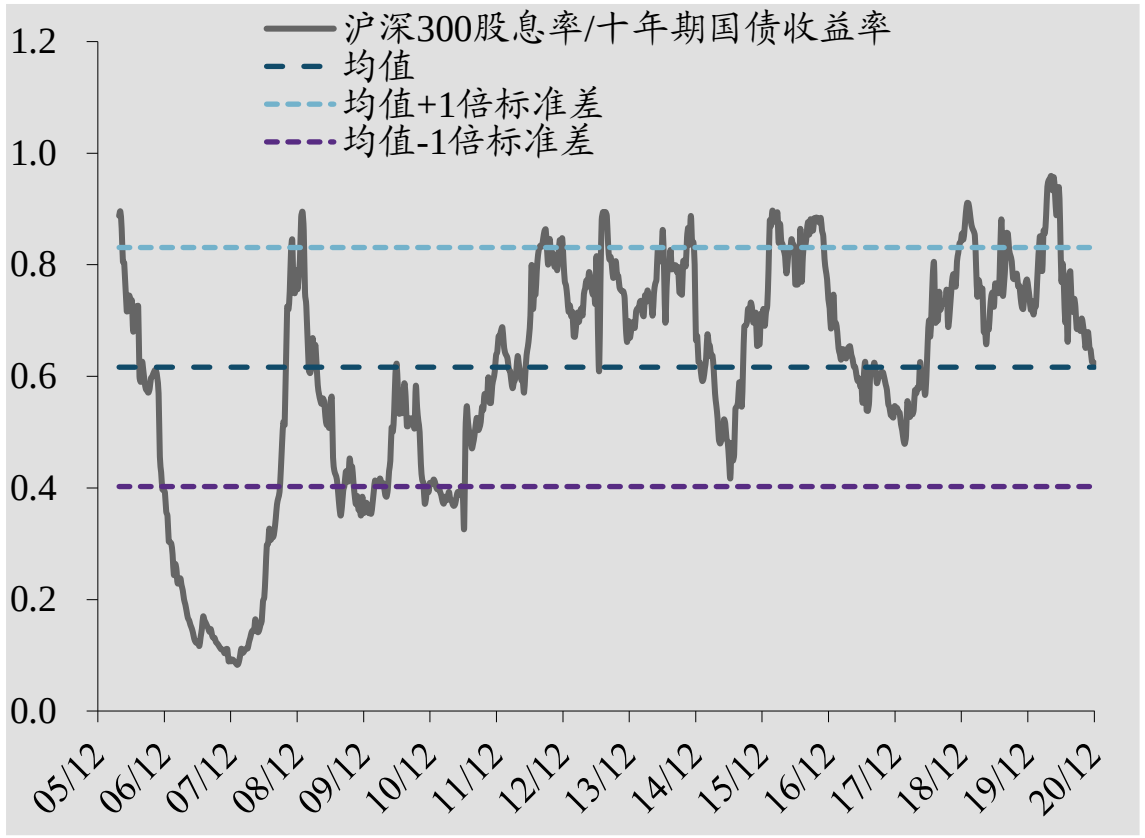
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.3 资产比价：A股未到撤退时

风险溢价：1/全A PE-10年国债1.06%，05年以来均值1.74%，向下一倍标准差0.03%。

股债比价：沪深300/10年国债0.62，05年以来均值0.62，向下一倍标准差0.4。





数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2010、2014、2017、2019年信用均呈现收缩态势，对紧信用（如社融）的过分追逐，会错失大部分收益。

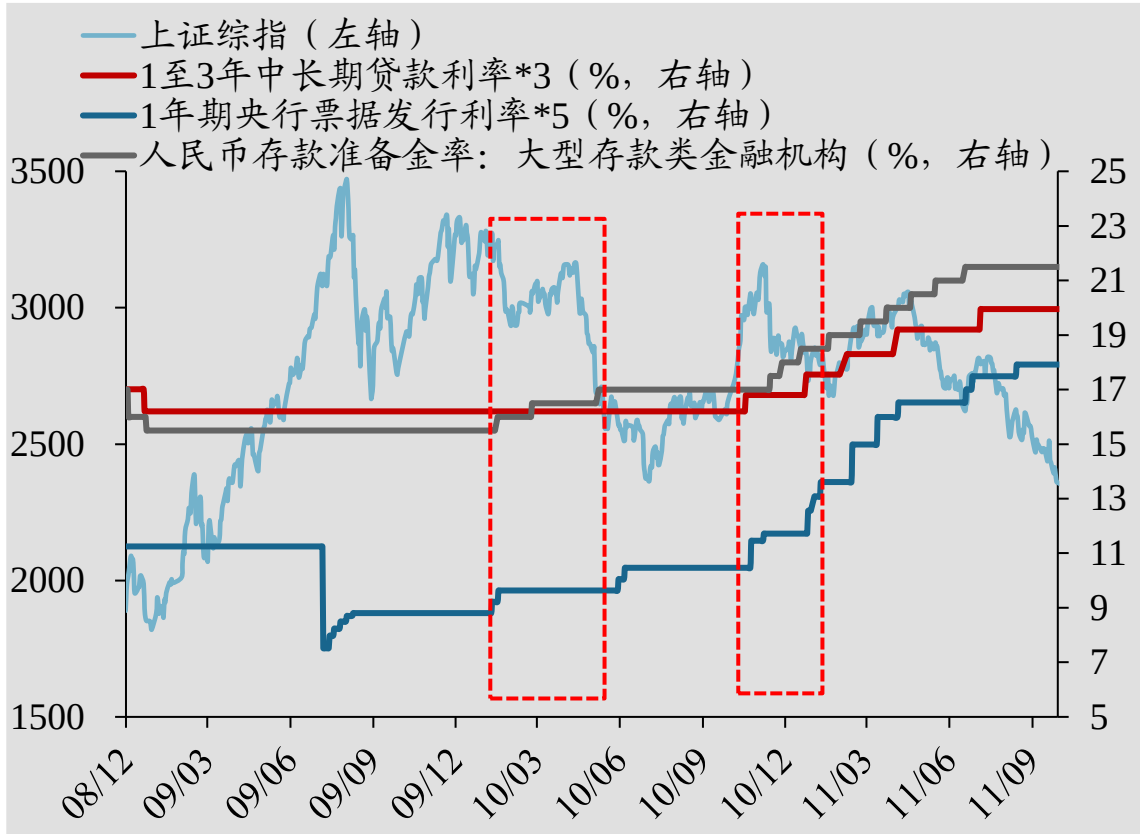


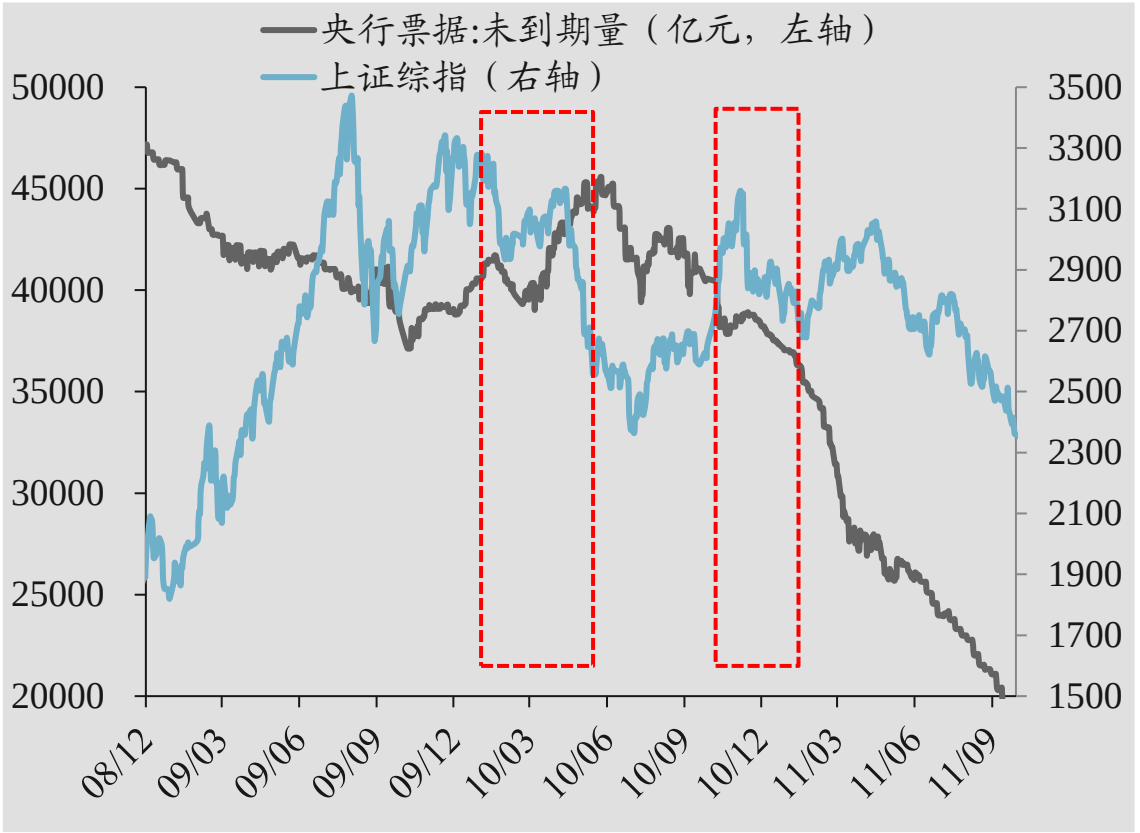
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.5 复盘：2010年政策收紧，A股4-7月最大回撤25%

货币政策定调：从反危机向常态回归。
货币政策工具：2010年上半年央行1-5月3次提高存准，2次提高央票利率，11-12月3次提高存准、2次提高存贷款基准利率，2次提高央票利率。

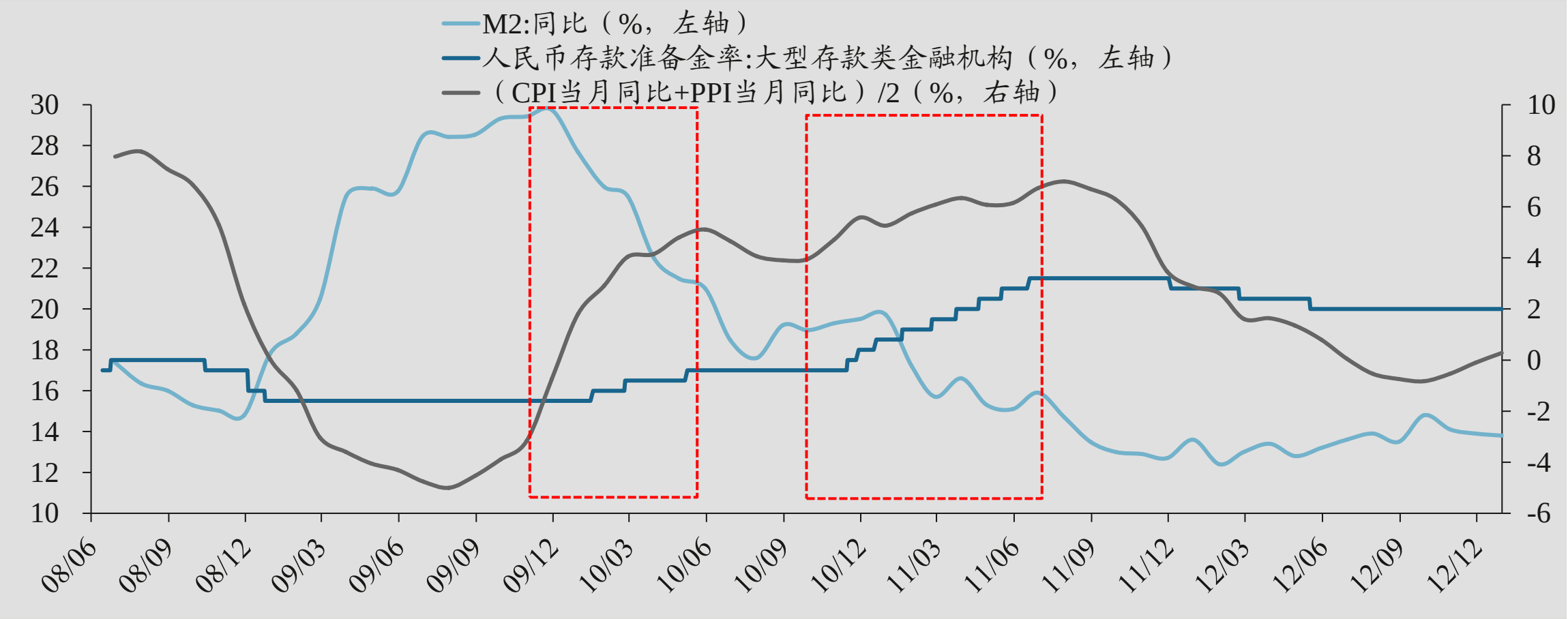




请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

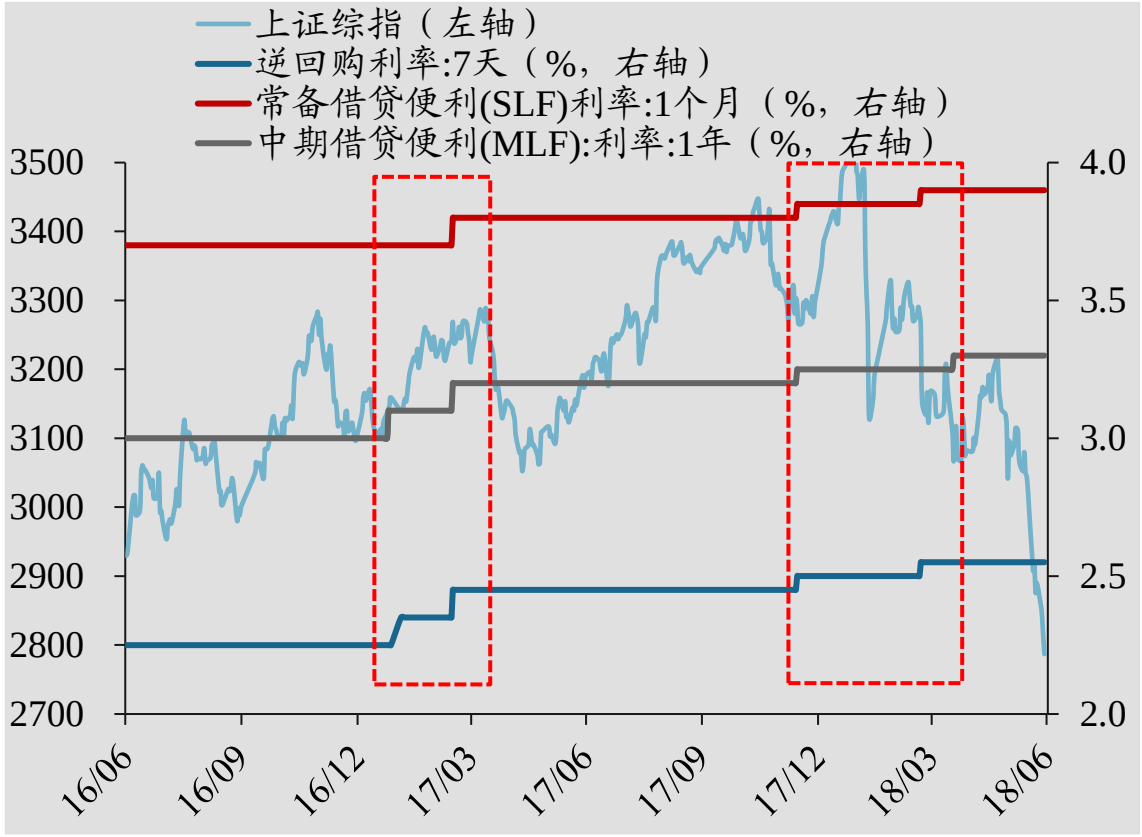
复盘：2010年货币政策收紧信号——通胀预期

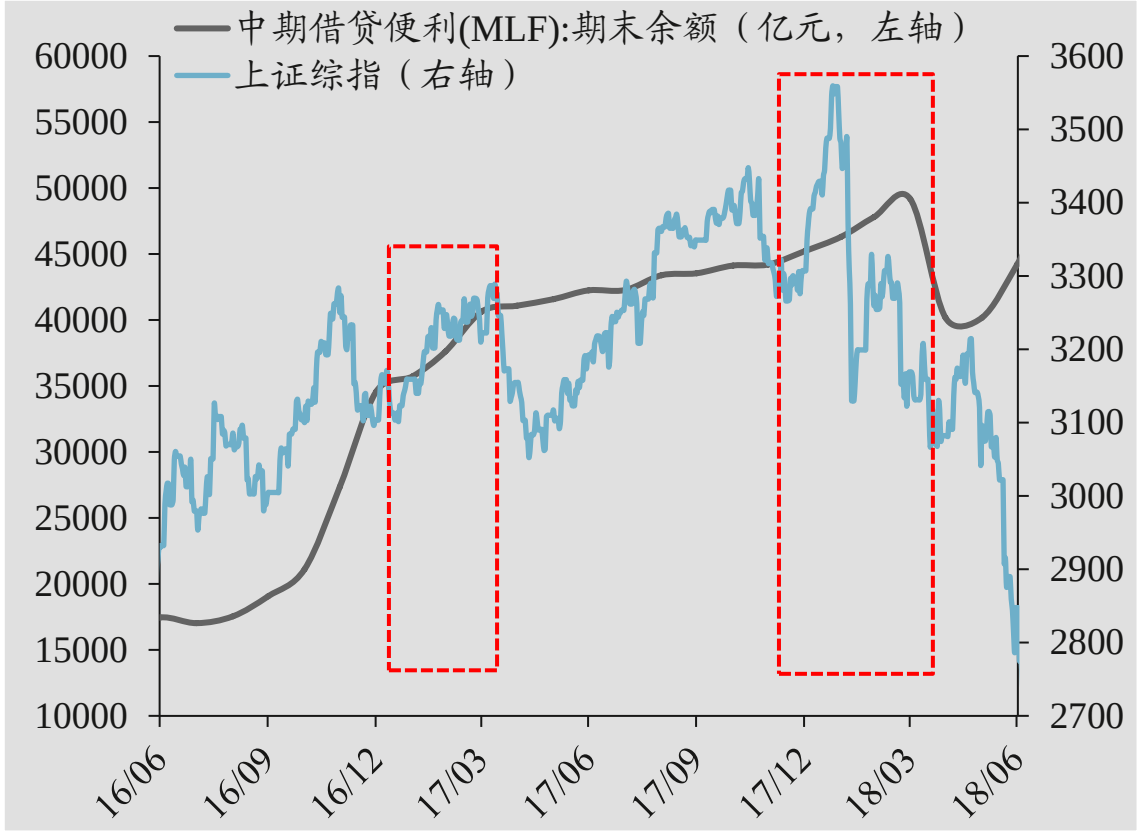
货币政策为何收紧：2010年4月、10月通胀预期持续上行，CPI&PPI均值超4.5%。



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2017年1-3月两次提高逆回购、MLF利率，2017年12月-18年4月2次提高逆回购、MLF、SLF利率。

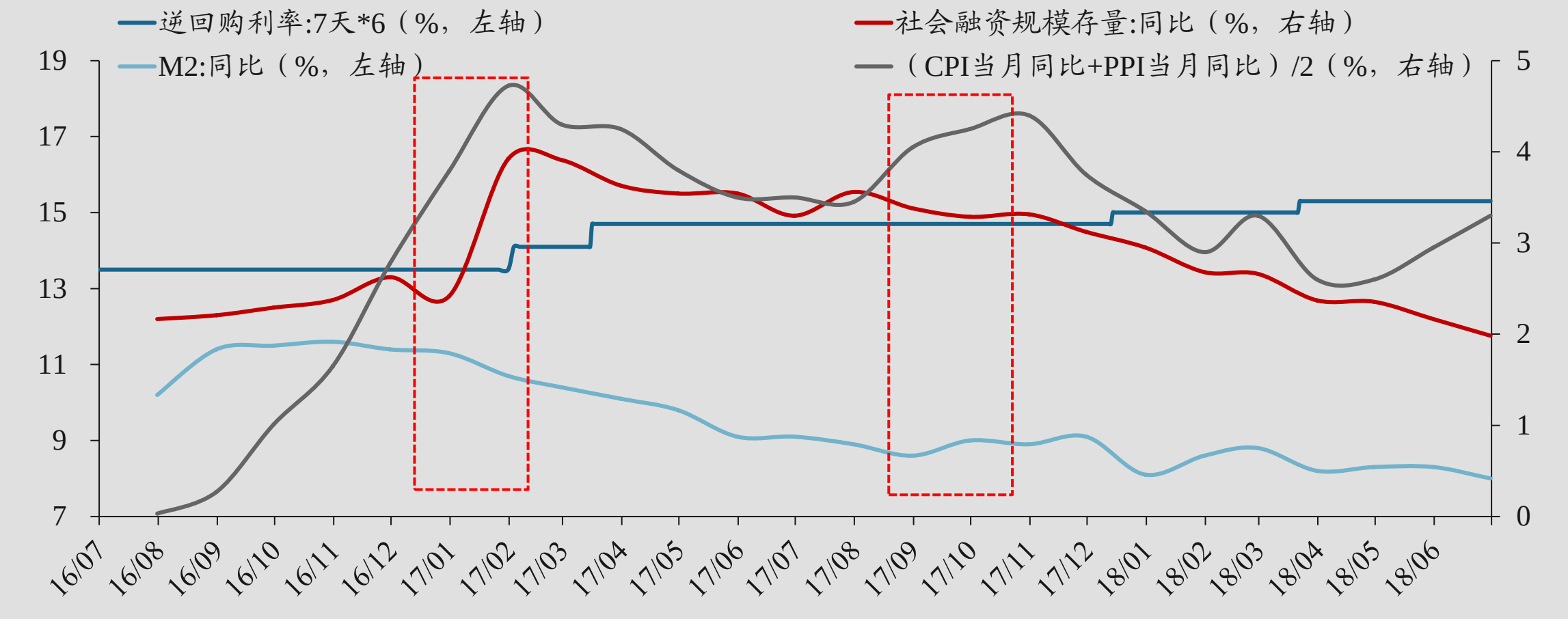




请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币政策定调：张弛有度的货币政策执行

货币政策制约目标：2017年1、10月通胀预期上行。

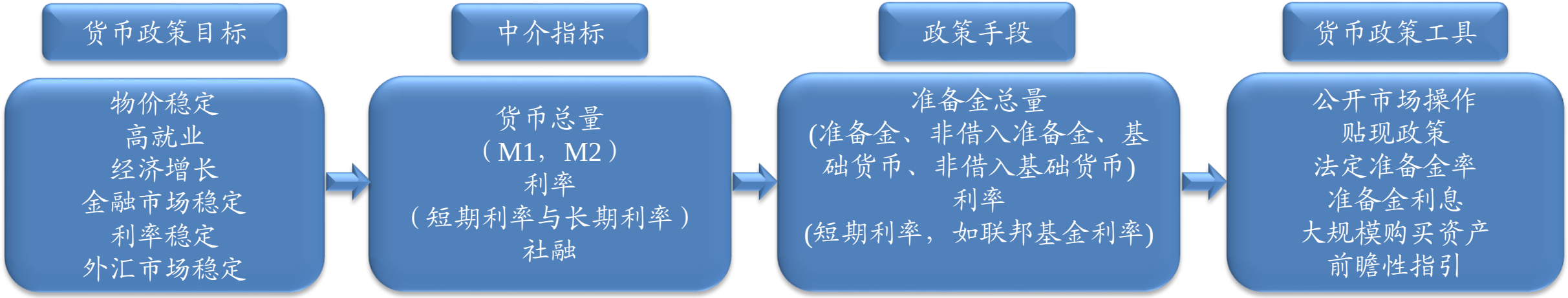


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

跟踪货币政策目标及工具使用更重要

A股估值较盈利对股价冲击更大，估值背后宏观流动性的边际变化往往成为市场的重要拐点。产出缺口和通胀预期成为影响货币政策利率的关键。

货币政策传导机制：货币政策目标-中介指标-政策手段-货币政策工具。



$$联邦基金利率指标=通货膨胀率+均衡实际联邦基金利率+\frac{1}{2}通货膨胀缺口+\frac{1}{2}产出缺口；$$

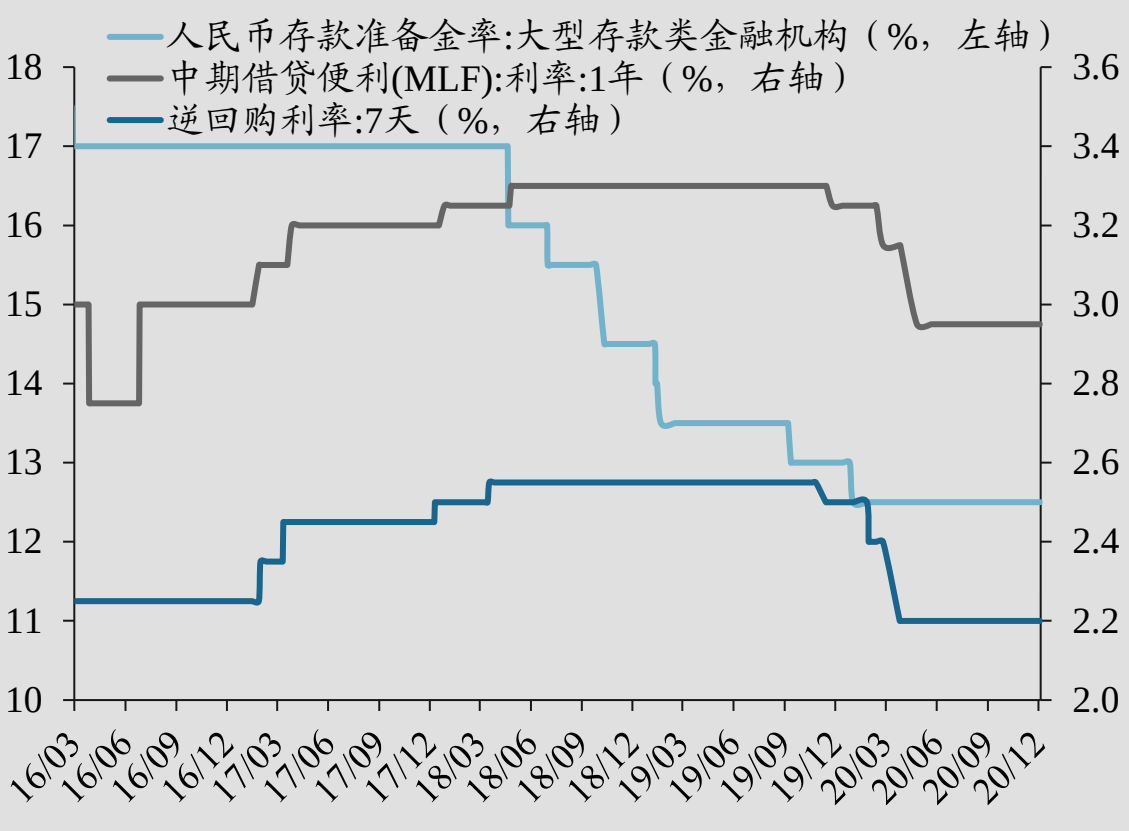
$$名义利率=实际利率+通胀预期$$

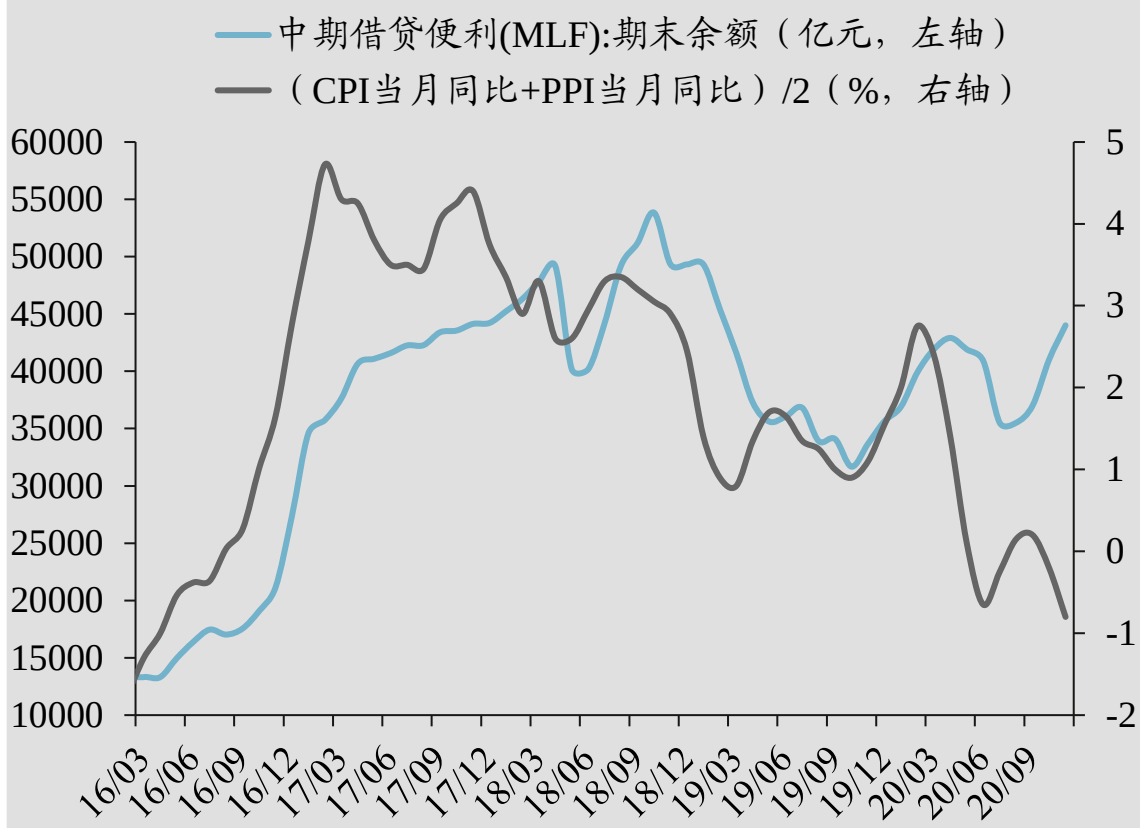
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

临时性政策已在退出，不必担忧

临时政策已退出：春节1.7万亿短期流动性、全年1.8万亿再贷款、再贴现政策、大型企业社保减半征收等政策已退出。

货币政策边际变化：1-5月三次量（准备金）价（7天逆回购MLF）齐松，下半年增量不降价—7次MLF超预期增量续作。

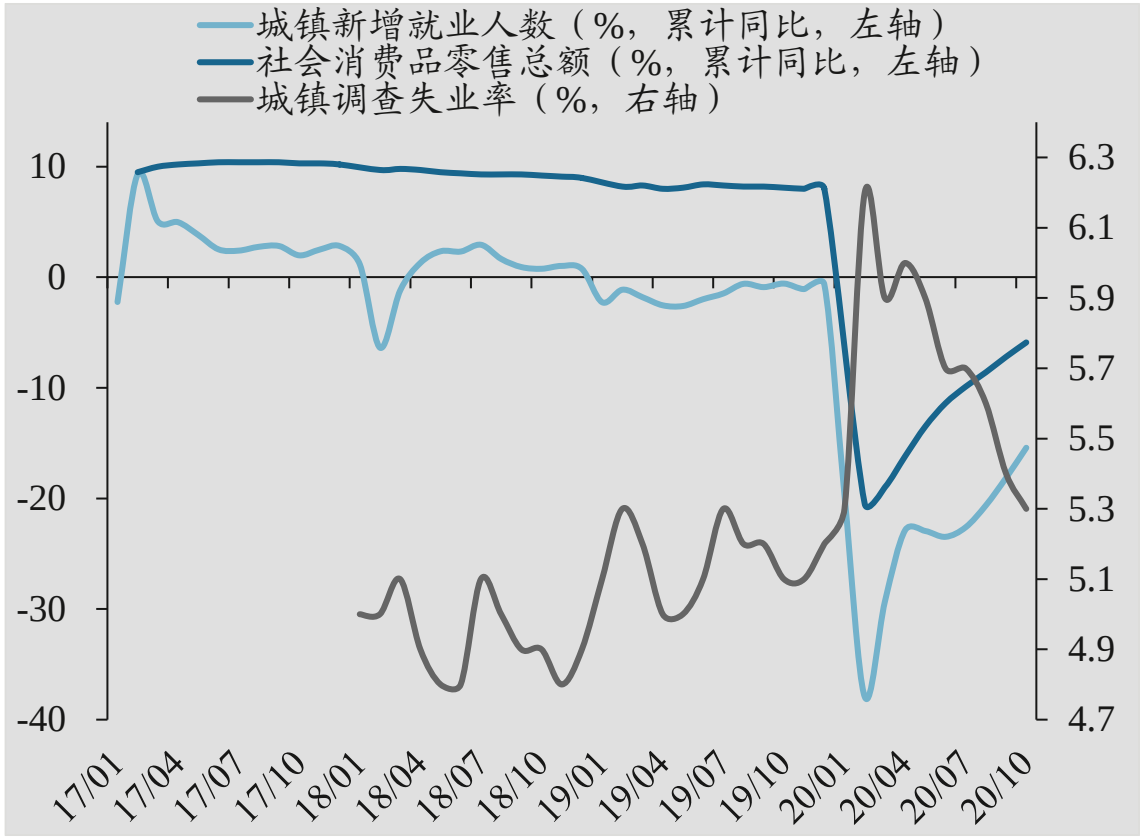


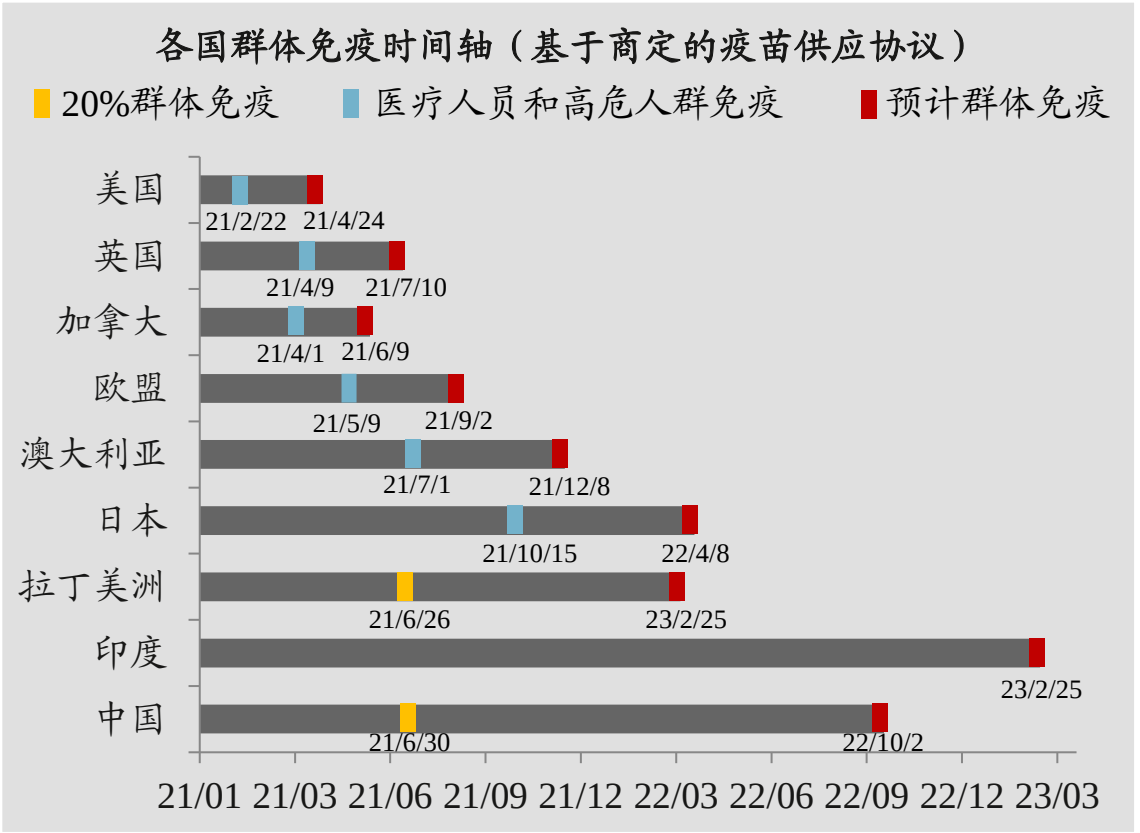


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.9 货币政策目标：更加重视充分就业，不急转弯

《货币政策执行报告》:尽可能长时间实施正常货币政策。
易纲《建设现代中央银行制度》：以币值稳定为首要目标，更加重视充分就业。
充分就业前，政策不会大幅收紧：充分就业-收入水平提高-需求侧管理-国内大循环。

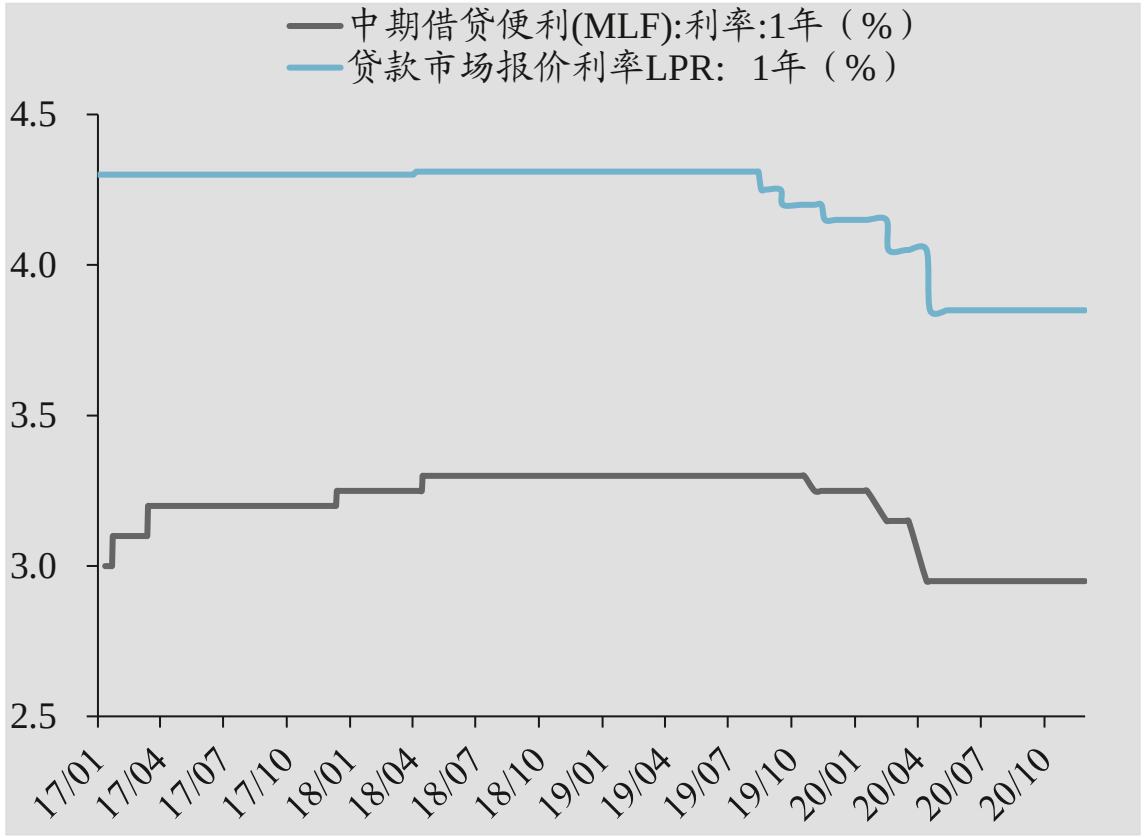


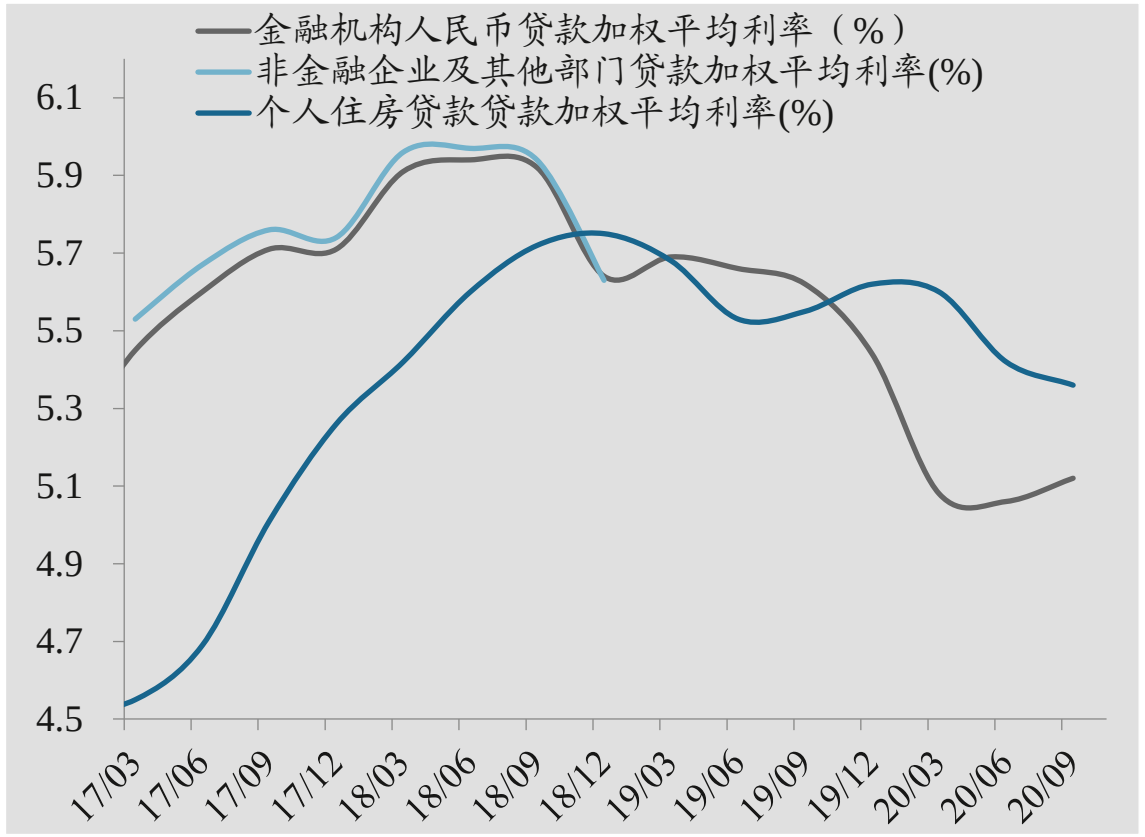


数据来源:Airfinity Data，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

货币政策工具更高效：93%存量浮动贷款定价基准已转化为LRP。
更审慎：尽可能实现降低贷款利率的政策预期，逆回购较MLF变动可能更大。

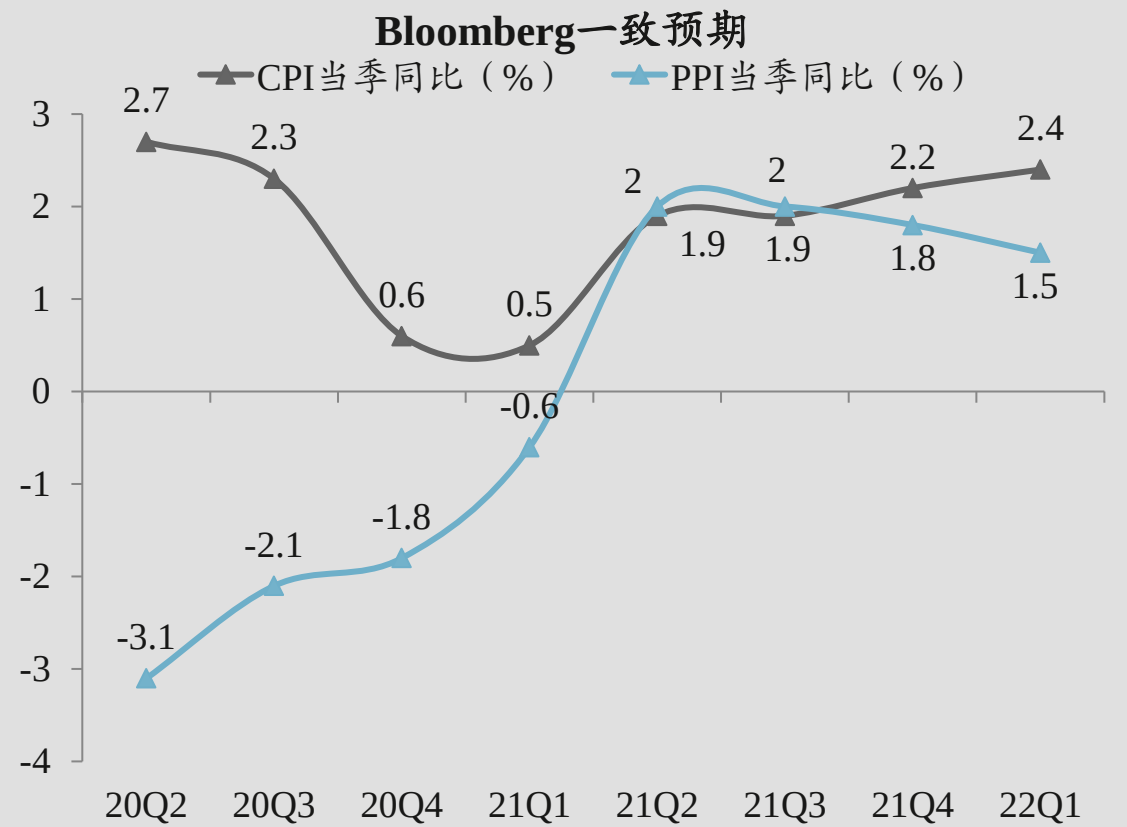




请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2.11 风险：货币政策掣肘—通胀预期上升

时点：基期因素下，PPI前高后低，CPI前低后高，通胀高点或出现在6-7月。
操作：货币政策易松难紧，渐进式加息给市场以喘息应对之机。
风险：市场对通胀无预测能力，出口上行周期中，通胀预期都比想象的强烈。



指标	三季度以来最大涨幅	三季度至今累计涨幅	年初至今累计涨幅	指标	三季度以来最大涨幅	三季度至今累计涨幅	年初至今累计涨幅
期货收盘价:铜	29%	27%	24%	食用农产品价格指数	3%	0%	-7%
期货收盘价:铝	28%	23%	11%	平均批发价:猪肉	10%	-6%	-3%
期货收盘价:锌	38%	37%	22%	平均批发价:牛肉	8%	8%	9%
期货收盘价:铅	20%	18%	9%	平均批发价:羊肉	6%	4%	4%
期货收盘价:镍	28%	27%	15%	平均批发价:鸡蛋	40%	24%	-15%
市场价:普通硅酸盐水泥:P.O42.5:全国	11%	9%	-8%	平均批发价:白条鸡	9%	0%	-12%
市场价:浮法平板玻璃:4.8/5mm:全国	30%	30%	16%	平均批发价:28种重点监测蔬菜	19%	14%	1%
平仓价:山西优混(Q5500K)	16%	11%	15%	平均批发价:7种重点监测水果	19%	10%	12%
市场价:动力煤Q5500	17%	13%	18%	钢材价格指数:长材	11%	9%	6%
期货收盘价:ICE布油	29%	15%	-25%	南华热轧卷板指数	29%	28%	34%

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



1 基本面的超预期——通胀推升业绩

2 估值高位的风险——货币政策收紧

3 配置——通胀主题、可选消费、全球龙头

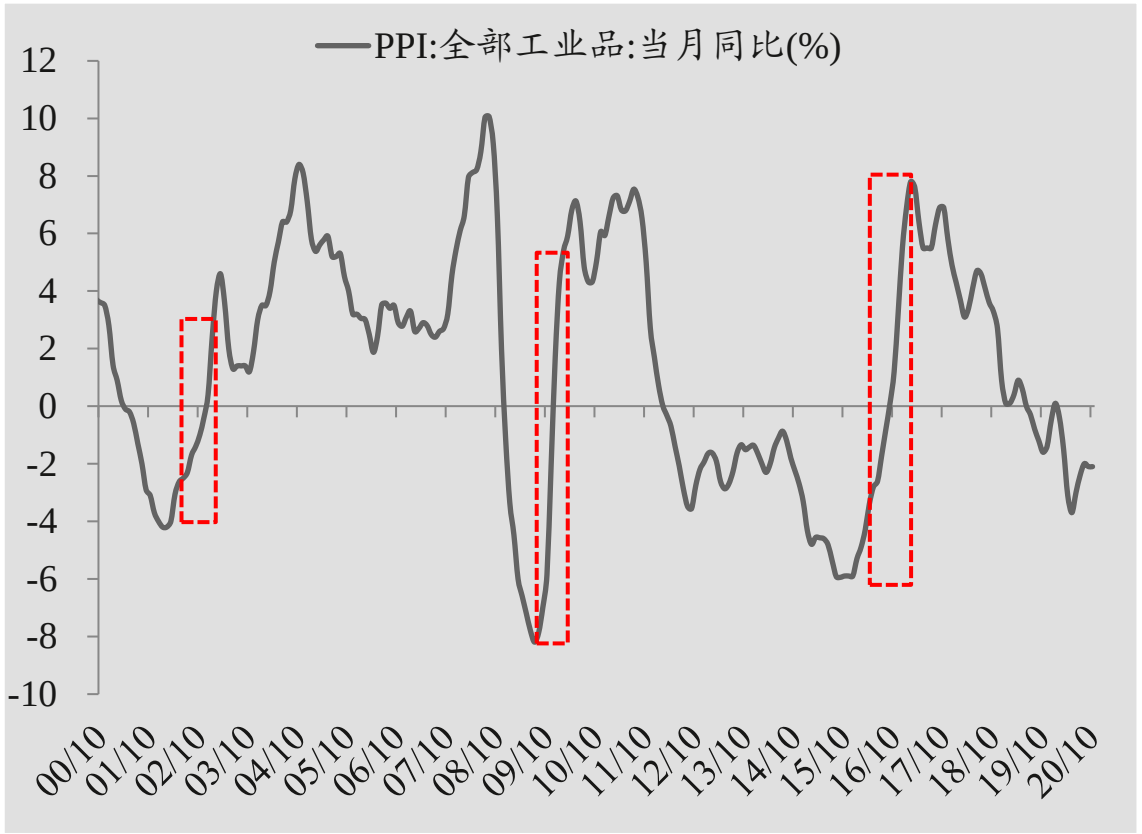
4 未充分定价因素——增长、信用、改革

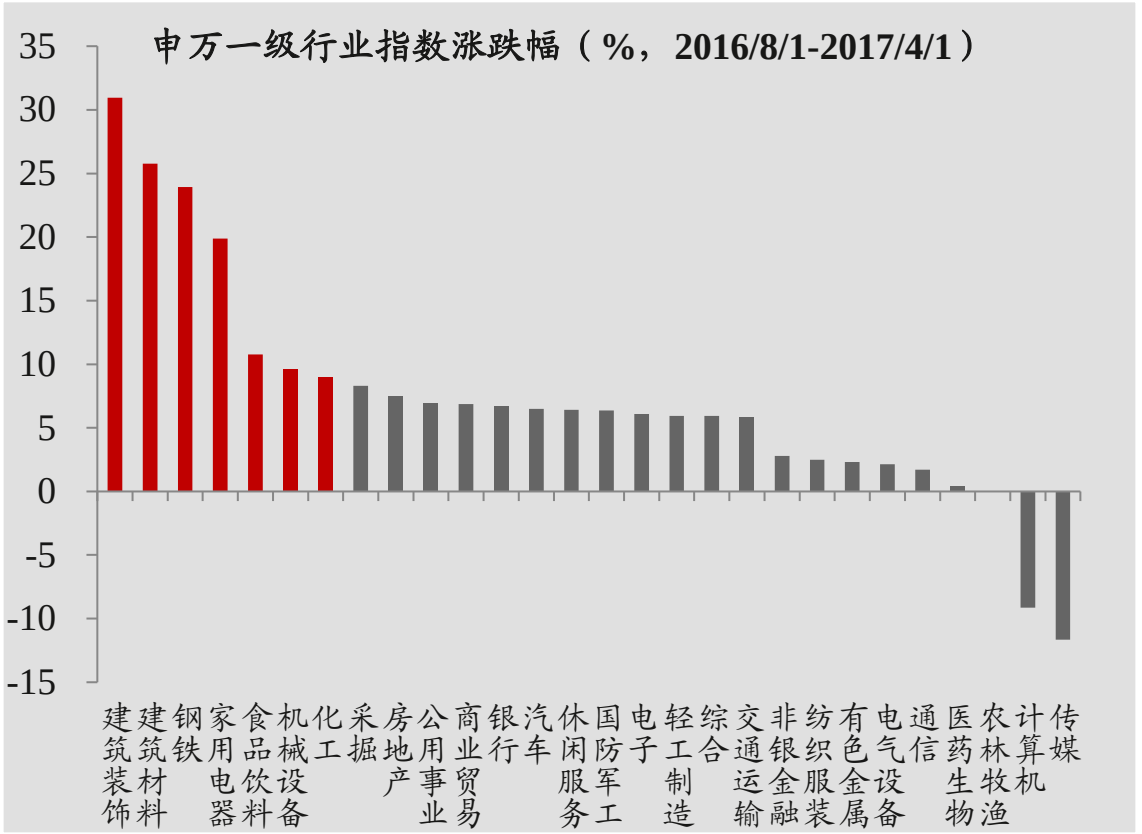
5 风险提示

- 战术配置： **PPI**上行周期，通胀主题（有色、化工、机械）、可选消费（白酒、汽车、家电）、金融（银行、保险）均有不错表现。
- 适合交易的周期：水泥玻璃、消费建材、化纤、电源、专用设备、有色。
- 周期与赛道（光伏电动车电子）交集：上游钴、锂、硅、磁材、六氟、橡胶。
- 全球竞争力龙头：十四五供给侧升级，制造业崛起成为主线。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

基本面的超预期改善带来通胀陡峭上行，体现为PPI未来6个月由负转正。
顺周期板块中钢铁、化工、建材、机械、银行等行业业绩和股价上行。
早周期的可选消费如汽车、家电、白酒也有不错表现。

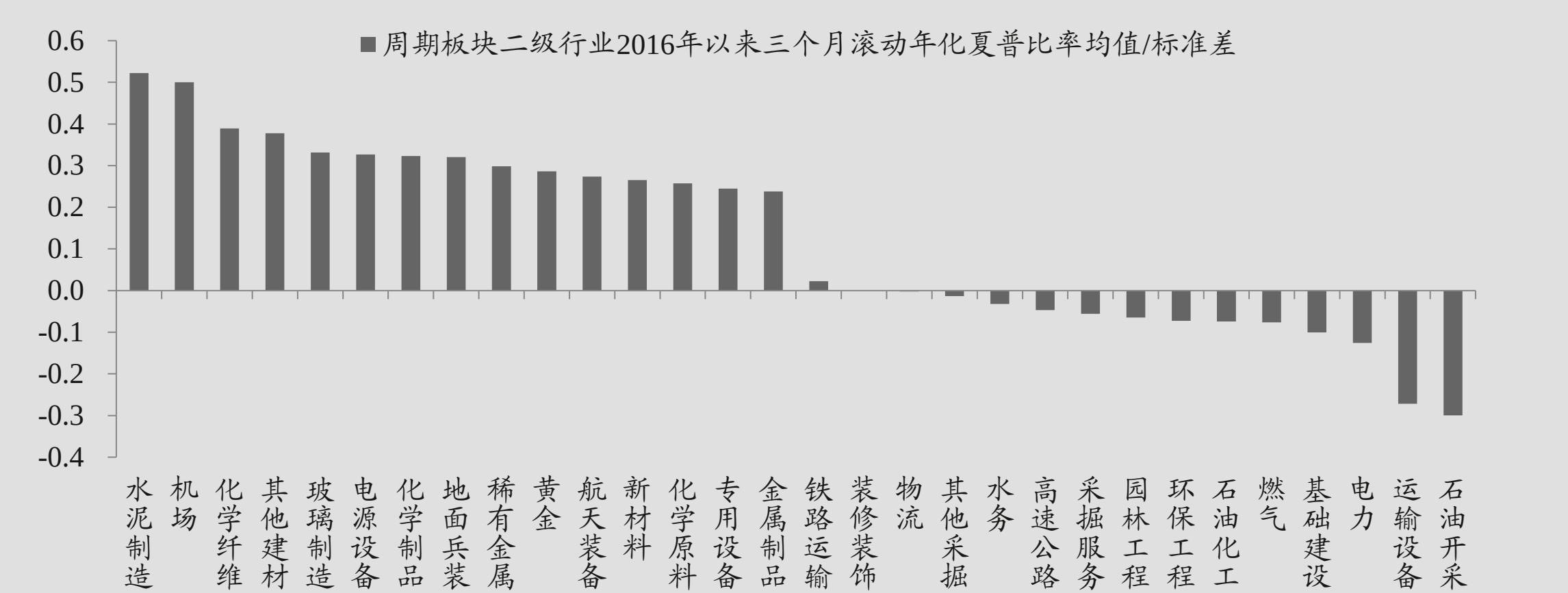




数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

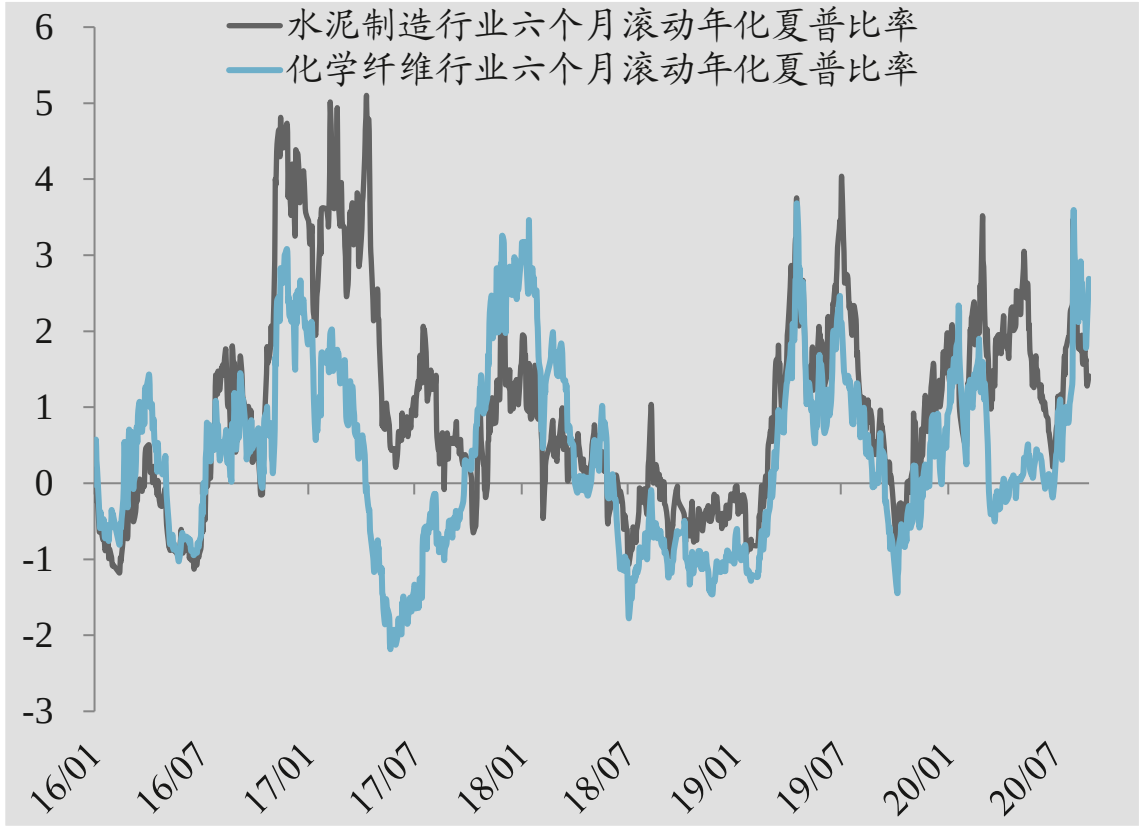
周期股看短做短，难以获得长期估值提升的加持，缺乏持续性机会。
寻找适合交易的周期股：水泥玻璃、消费建材、化纤、电源、专用设备、有色。

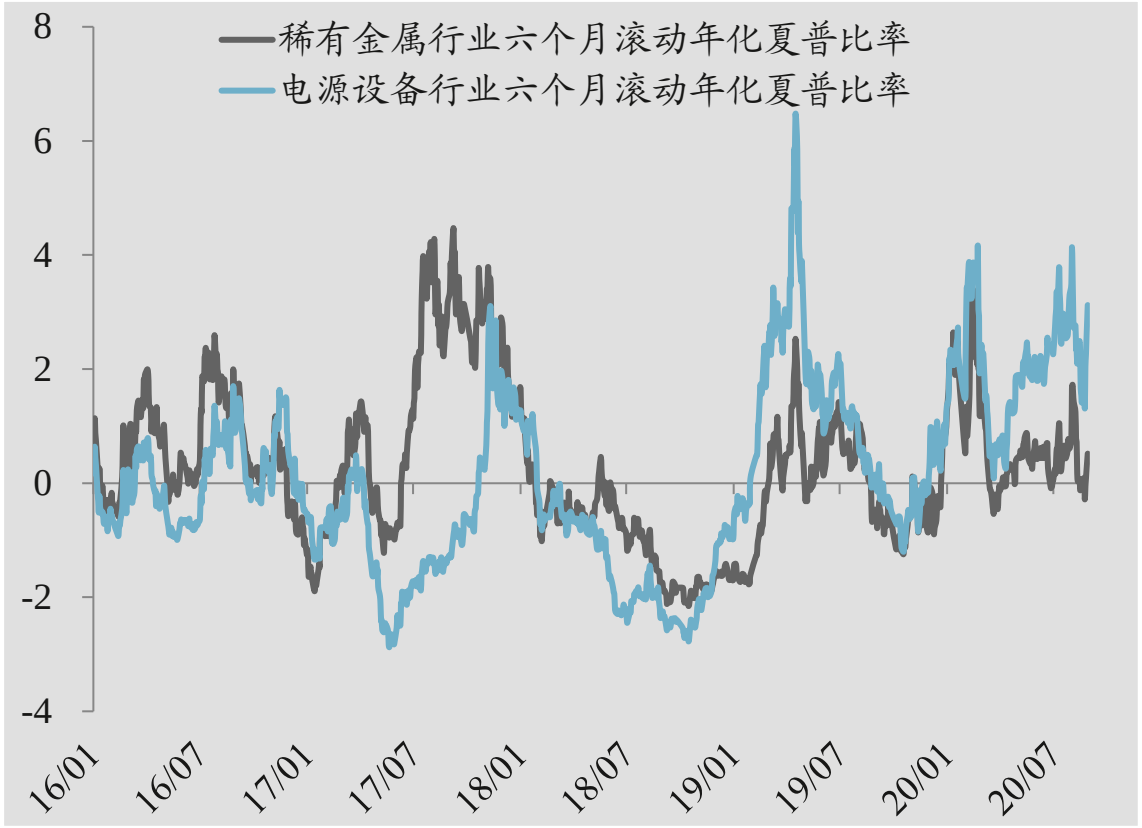


注：筛选指标为行业指数2016年以来三个月滚动夏普比率的均值/标准差，即寻找周期板块二级行业中夏普比率整体水平较高且波动较小的行业。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

2016年至今水泥行业平均实现4.7个月夏普比例稳定上行，化纤行业3.3个月、稀有金属3.3个月、电力设备 3.5个月。





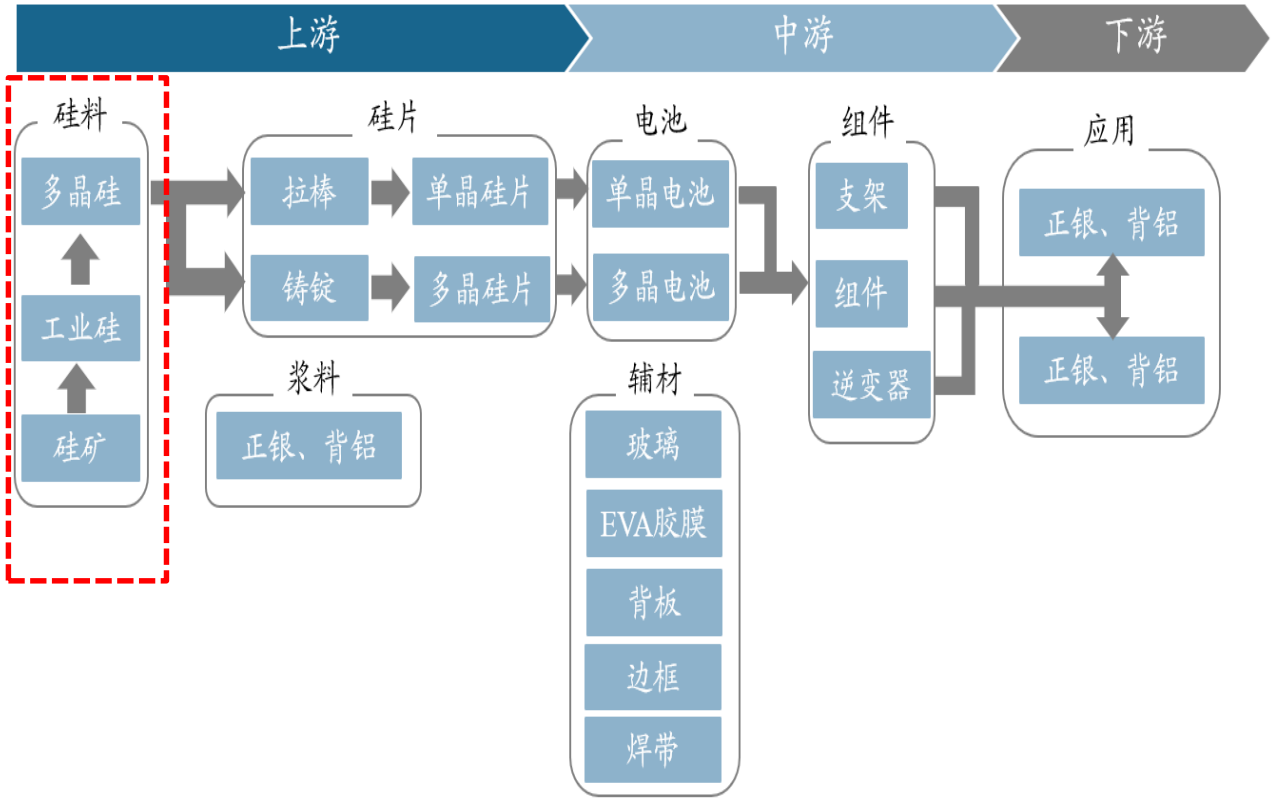
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

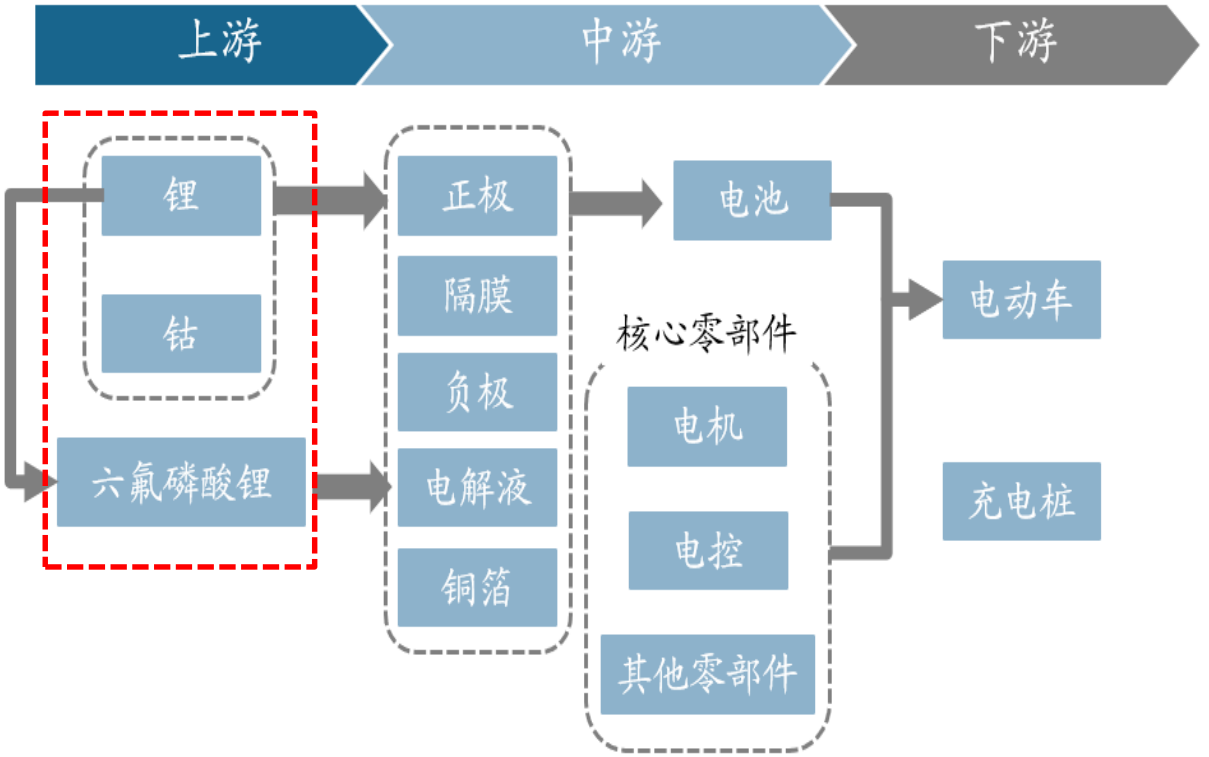
3.1 周期与赛道交集：光伏电动车产业链上游

通胀逻辑（周期）交集热门赛道（估值）。
光伏上游—硅料；新能源车上游——钴、锂、六氟磷酸锂。

光伏行业产业链结构图



新能源车行业产业链结构图

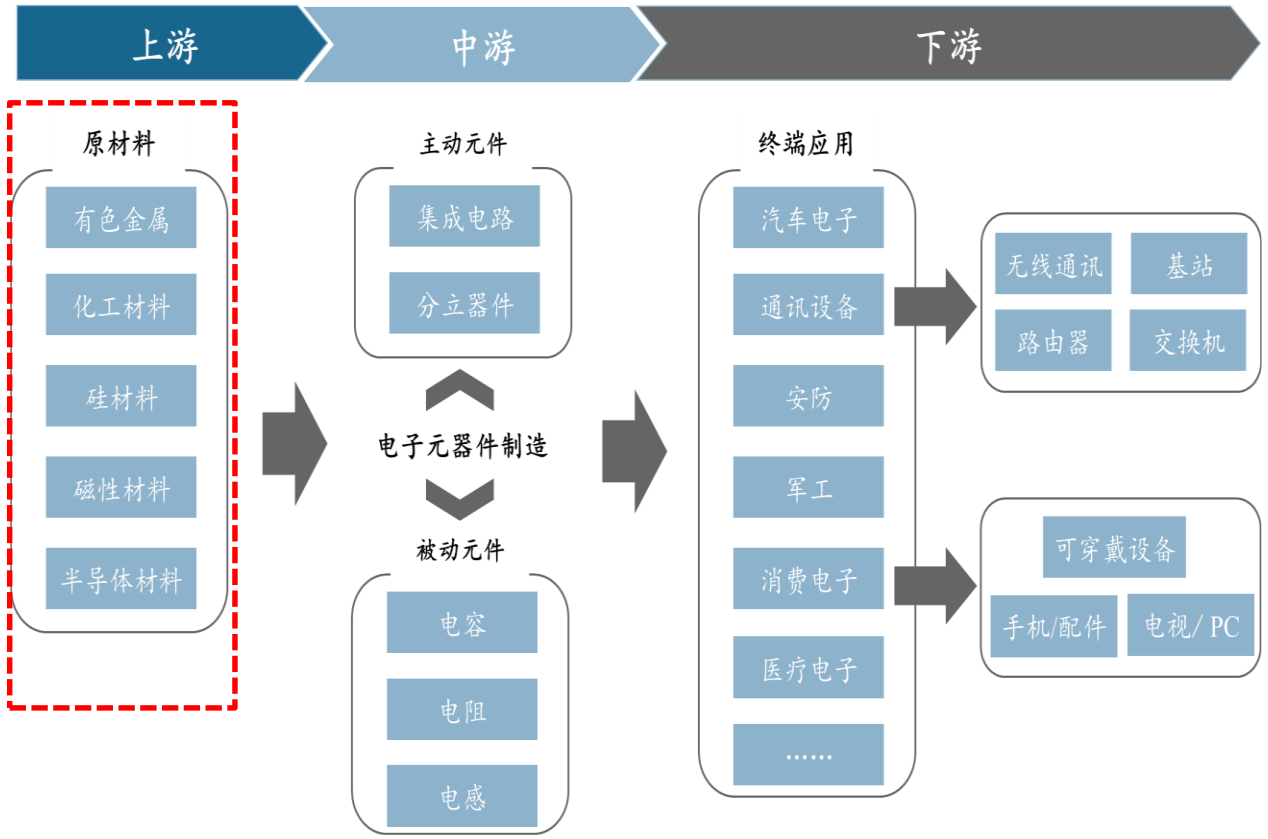


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

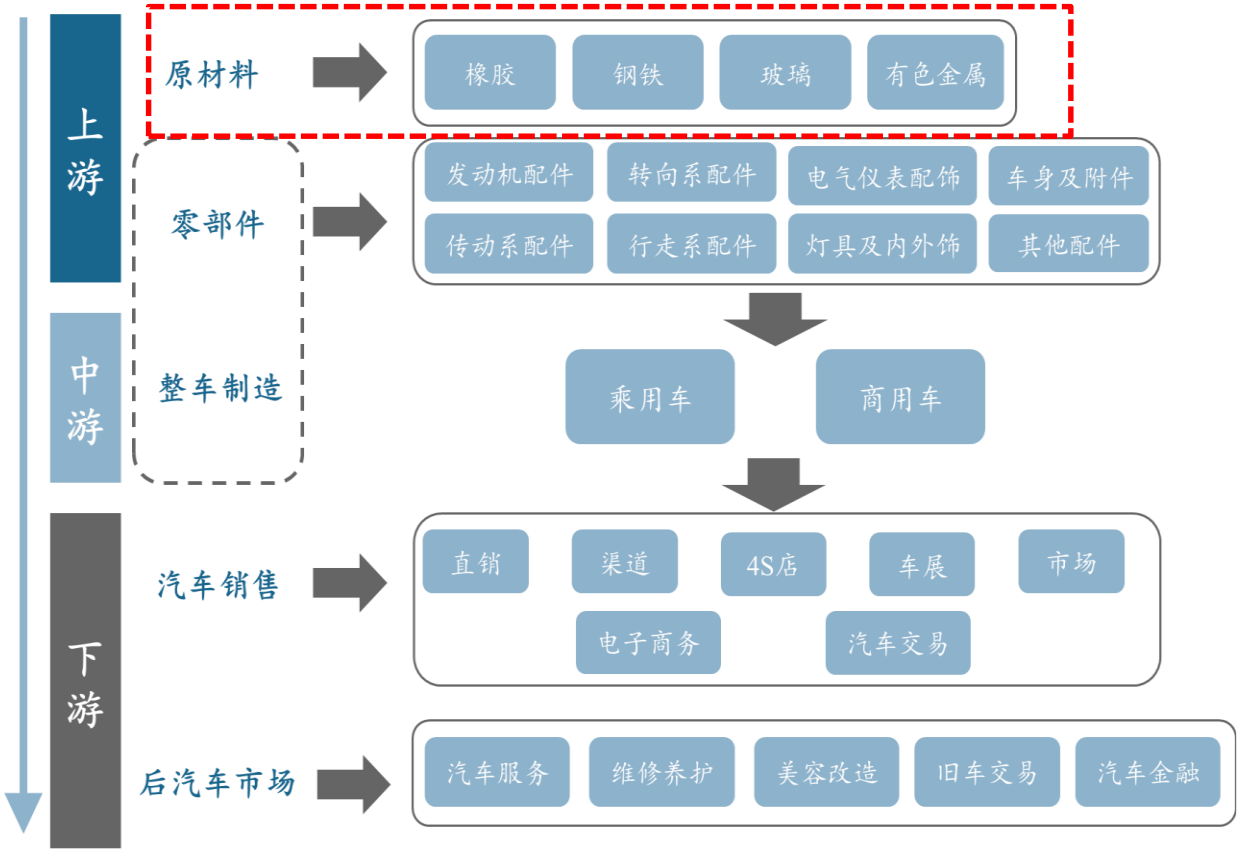
3.1 周期与赛道交集：电子、汽车产业链上游

通胀逻辑（周期）交集热门赛道（估值）。
关注电子上游—磁性材料、有色、化工、硅；汽车上游—橡胶、玻璃。

电子行业产业链结构图



汽车行业产业链结构图



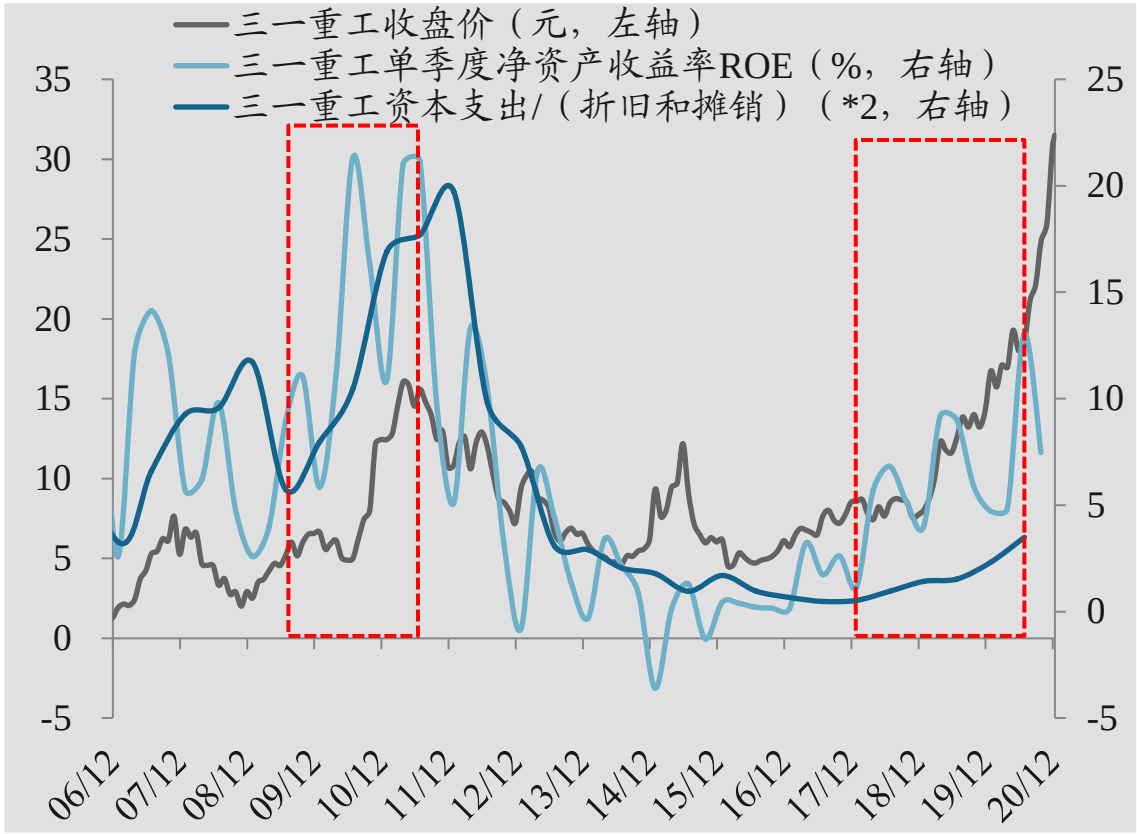
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

3.1 周期股的长坡厚雪——都市圈建设

十四五建设现代化都市圈，形成新增长极，构成周期股的长坡厚雪。
工程机械、重卡、水泥、消费建材等行业格局优化，龙头公司溢价持续提升。

中长期铁路网规划图（2016-2025）





数据来源：Wind，国家铁路局，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

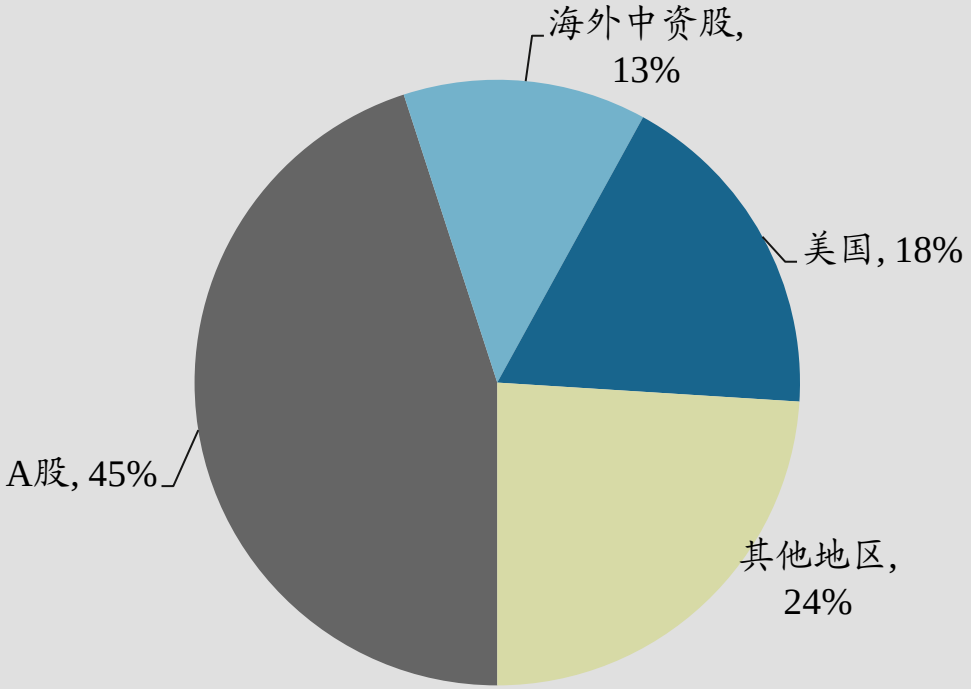
资本支出/(折旧+摊销)衡量长期发展的投资铺垫，ROE衡量投资的收益转化。
筛选20只高ROE&资本支出增加的周期公司。

股票代码	股票简称	所属行业	20Q3 ROE（%）	20Q2相比19Q4资本支出/折旧+摊销环比变化	总市值（亿元，20/12/11）	PE（倍，TTM，截至20/12/11）	20Q3归母净利润同比增速（%）	今年以来股价涨跌幅（%，截至20/12/11）
300850.SZ	新强联	电气设备	26	3.8	111	37	359	271
002028.SZ	思源电气	电气设备	15	1.5	158	16	103	52
603606.SH	东方电缆	电气设备	25	1.2	138	18	103	94
688390.SH	固德威	电气设备	22	0.8	160	71	159	34
601012.SH	隆基股份	电气设备	21	0.3	2746	34	82	196
600438.SH	通威股份	电气设备	16	0.3	1384	37	49	138
300124.SZ	汇川技术	电气设备	16	0.0	1429	79	132	172
600507.SH	方大特钢	钢铁	20	0.1	143	7	17	-2
600803.SH	新奥股份	公用事业	15	1.3	359	26	-45	32
603568.SH	伟明环保	公用事业	20	0.4	266	23	22	21
600486.SH	扬农化工	化工	19	1.4	365	33	-4	73
600143.SH	金发科技	化工	31	0.8	434	11	302	133
603638.SH	艾迪精密	机械设备	19	5.1	372	74	63	197
300776.SZ	帝尔激光	机械设备	16	1.4	127	38	14	29
600031.SH	三一重工	机械设备	25	0.6	2670	18	35	88
601100.SH	恒立液压	机械设备	24	0.2	1284	69	61	195
000672.SZ	上峰水泥	建筑材料	26	2.8	174	8	-2	21
000789.SZ	万年青	建筑材料	19	1.4	109	7	13	18
000935.SZ	四川双马	建筑材料	15	0.7	101	12	24	-20
601975.SH	招商南油	交通运输	26	0.2	124	7	159	-11

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

MSCI全球指数成分股中按三条标准筛选：中盘市值50-1000亿美元；稳定成长行业，如消费、医药、科技；收入复合增速10%以上。
其中58%是中国公司，美国占18%，其他地区24%，中国不乏全球竞争力的企业

MSCI全球指数成分股中三条标准筛选优质公司分布



三条标准筛选出MSCI成分股中具有全球竞争力的企业市值前20

证券代码	证券简称	所属行业	市值（亿元）	PE（倍，TTM）	收入年化复合增速（%，上市以来）
601012.SH	隆基股份	电气设备	3315	41	53%
002415.SZ	海康威视	电子	4188	33	36%
002475.SZ	立讯精密	电子	3674	56	58%
000725.SZ	京东方A	电子	1858	73	23%
603501.SH	韦尔股份	电子	1846	90	138%
600739.SH	海尔智家	家用电器	1738	26	24%
002594.SZ	比亚迪	汽车	5020	145	13%
601633.SH	长城汽车	汽车	2780	67	15%
600104.SH	上汽集团	汽车	2714	13	32%
603288.SH	海天味业	食品饮料	6254	103	15%
002304.SZ	洋河股份	食品饮料	3366	45	19%
000568.SZ	泸州老窖	食品饮料	3151	56	17%
600809.SH	山西汾酒	食品饮料	2857	106	14%
600887.SH	伊利股份	食品饮料	2491	34	27%
002773.SZ	长春高新	医药生物	1784	64	19%
600276.SH	恒瑞医药	医药生物	5662	97	23%
300760.SZ	迈瑞医疗	医药生物	4711	74	20%
603259.SH	药明康德	医药生物	3045	124	34%
300015.SZ	爱尔眼科	医药生物	2840	168	32%
300122.SZ	智飞生物	医药生物	2423	79	34%

数据来源:Bloomberg，Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



1 基本面的超预期——通胀推升业绩

2 估值高位的风险——货币政策收紧

3 配置——通胀主题、可选消费、全球龙头

4 未充分定价因素——增长、信用、改革

5 风险提示

未充分定价的中长期因素——增长、信用、改革

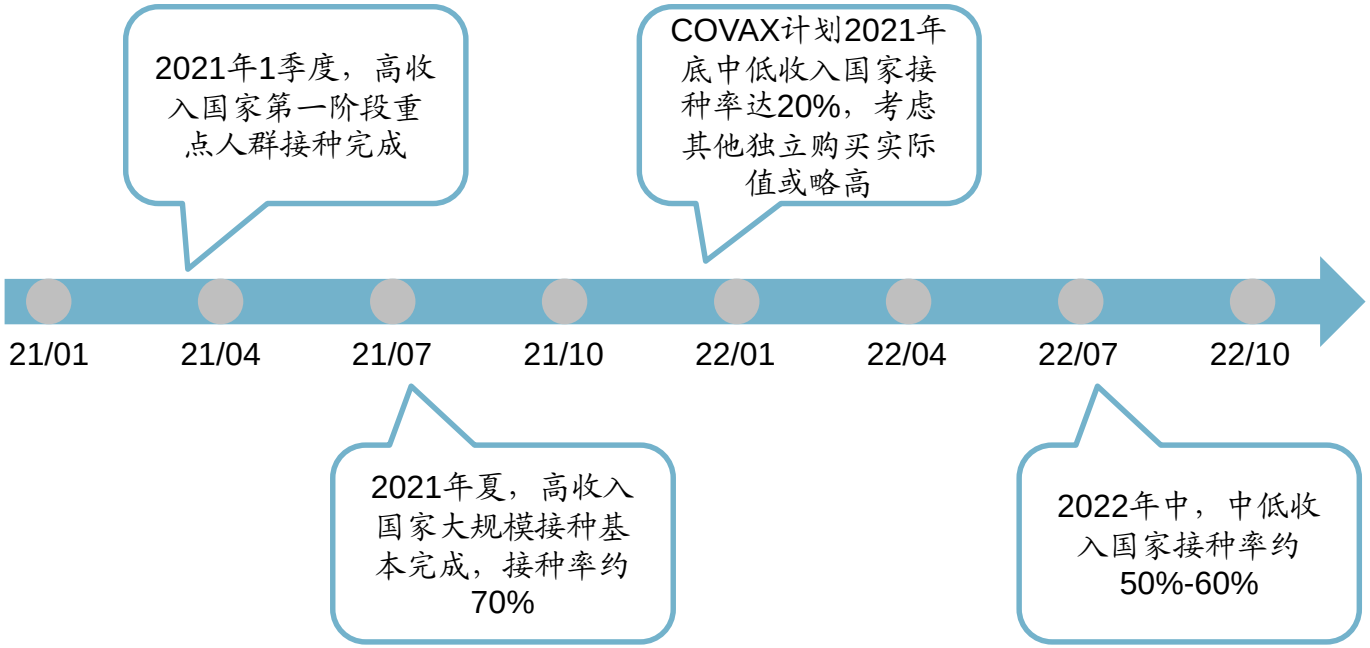
- 出口风险：疫情与疫苗、关税取消、需求恢复微弱。
- 增长风险：潜在增速下行，失业，海外财政刺激不及预期。
- 信用风险：欧债危机重演，国内信用违约。
- 价格风险：通胀扩散，汇率上行。
- 政策风险：贫富差距扩大下的政策取向。
- 改革红利：抗疫红利、工程师红利、十四五释放增长潜力。

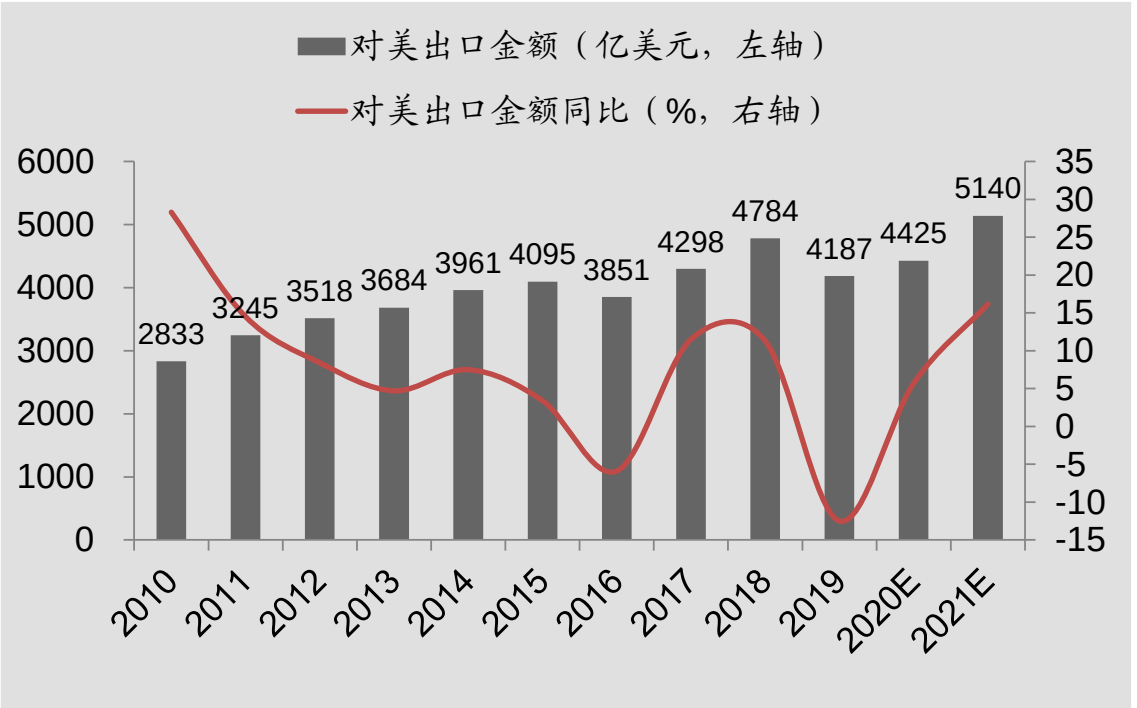
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

出口上行风险：疫苗、关税取消

普遍预期：疫苗有望在21年夏天实现高收入国家群体免疫（70%接种率），人员、要素流通限制解除，消费复苏带来贸易增量。

美对中国商品加征25%（2500亿）、7.5%（1200亿）关税，若取消加征关税，中美贸易带来715亿元增量，提升对美出口16pct，提升出口总额2.8pct。



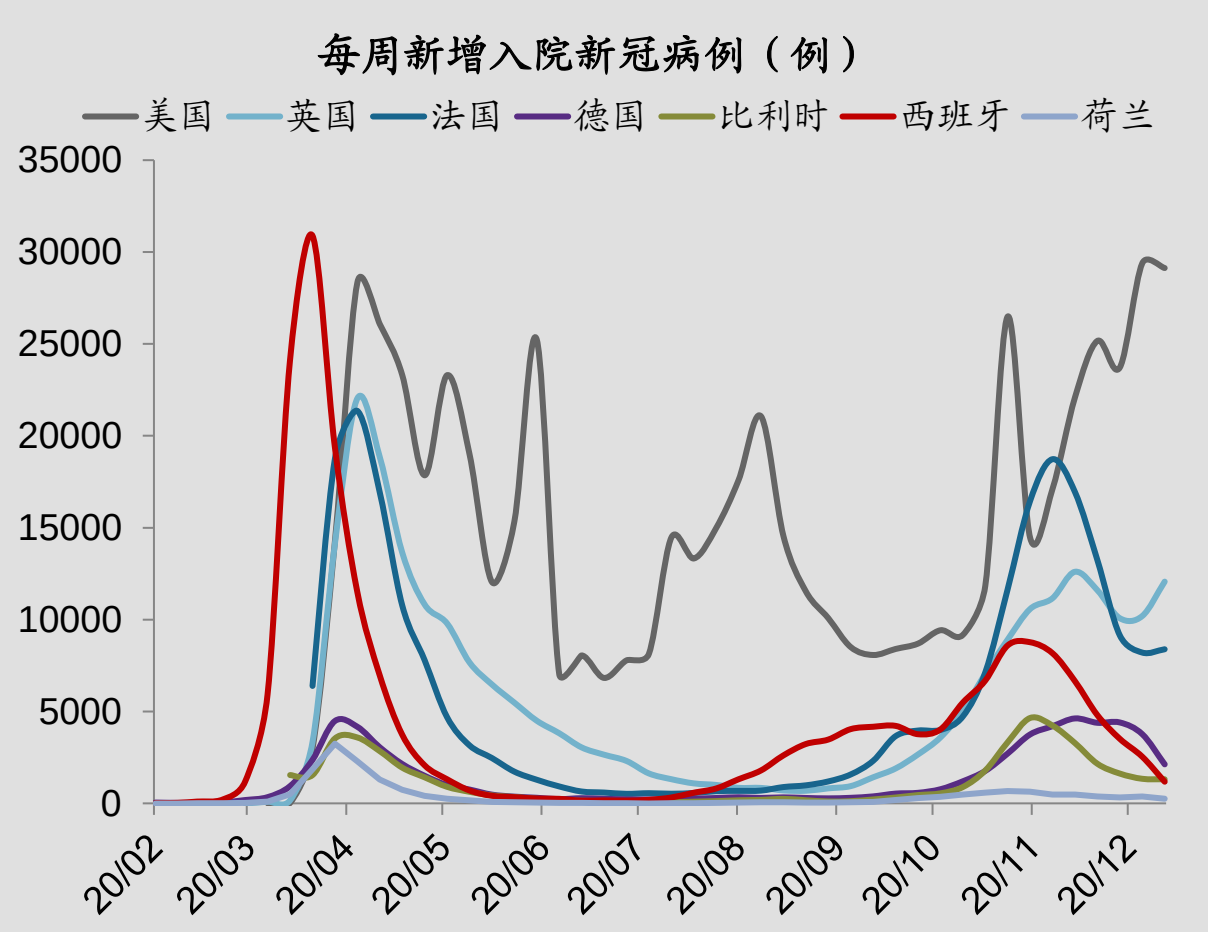


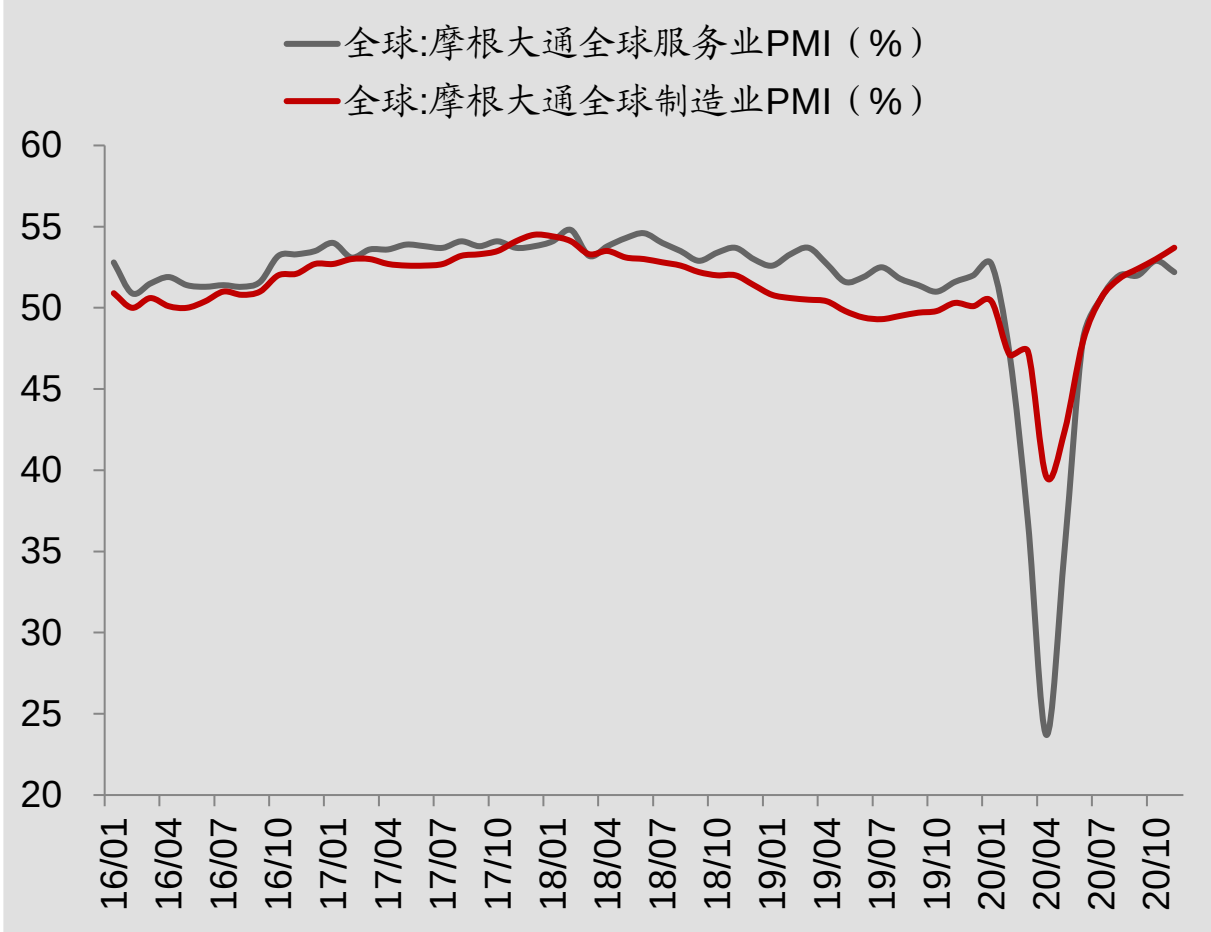
注：2020年对美出口（出口总额）数据根据前11个月累计同比5.7%（2.5%）测算，2021年数据仅考虑取消关税导致的715亿元增量。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

出口下行风险：疫情、需求恢复微弱

病毒变异、疫苗接种时间差均带来不稳定，使得社交距离隔离成为中期假设。
更大隐忧：疫情后需求恢复微弱，全球制造业和服务业景气呈现分叉，即便是疫情控制良好的中国台湾、越南，消费动力仍微弱恢复。

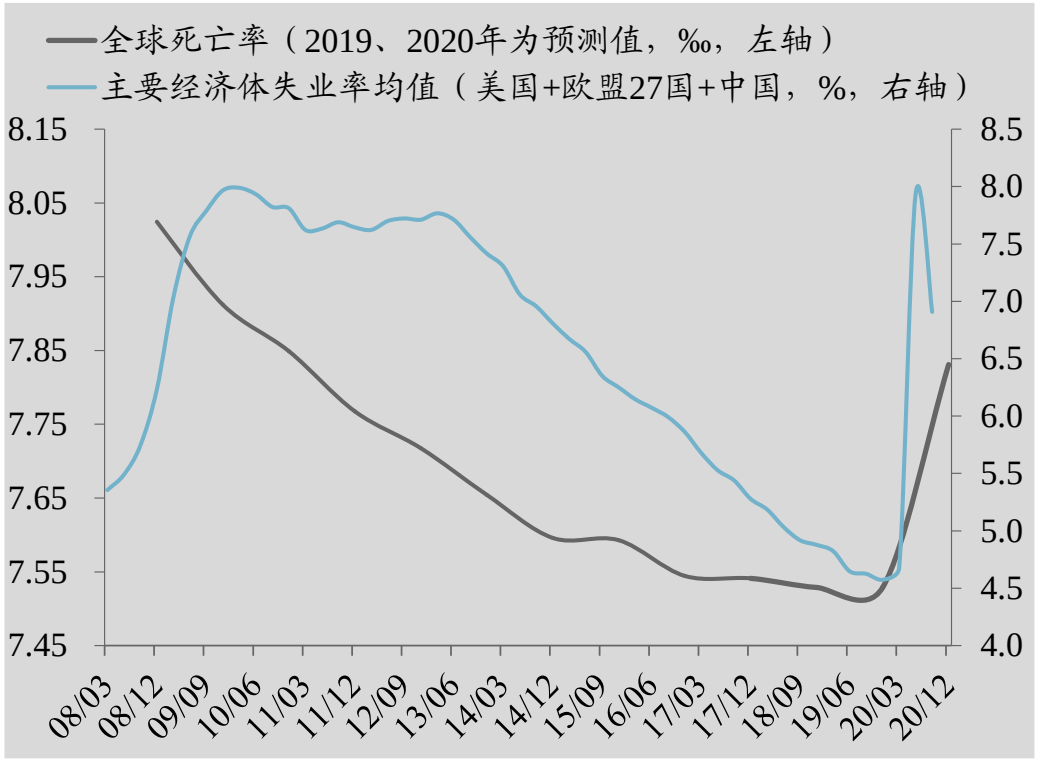


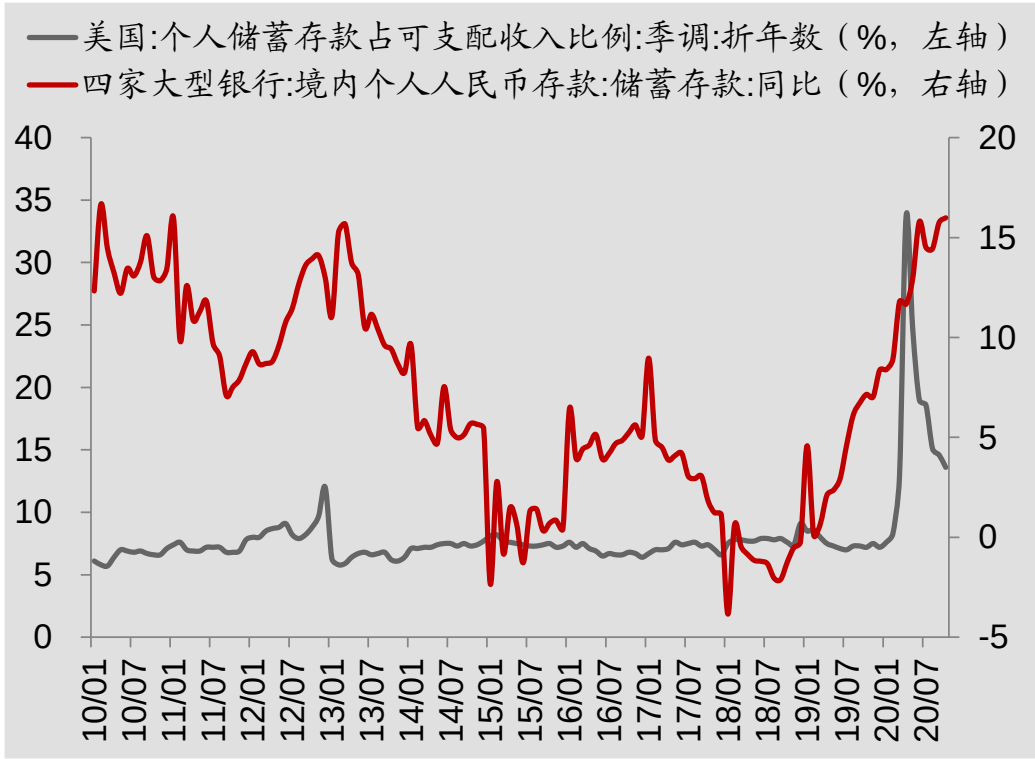


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

4.2 增长风险：经济潜在增速下行

长期供给-人口：疫情导致全球死亡率提升0.02pct，退回到2010年水平；部分临时失业转换为永久失业，劳动参与率低；消费推动的经济增长稳定但低速。
财政刺激不及预期：类似奥巴马时期（2014-2016），国会分裂，共和党掌权的参议院可能对财政刺激方案的时点、规模造成较大影响，欧洲也是如此。



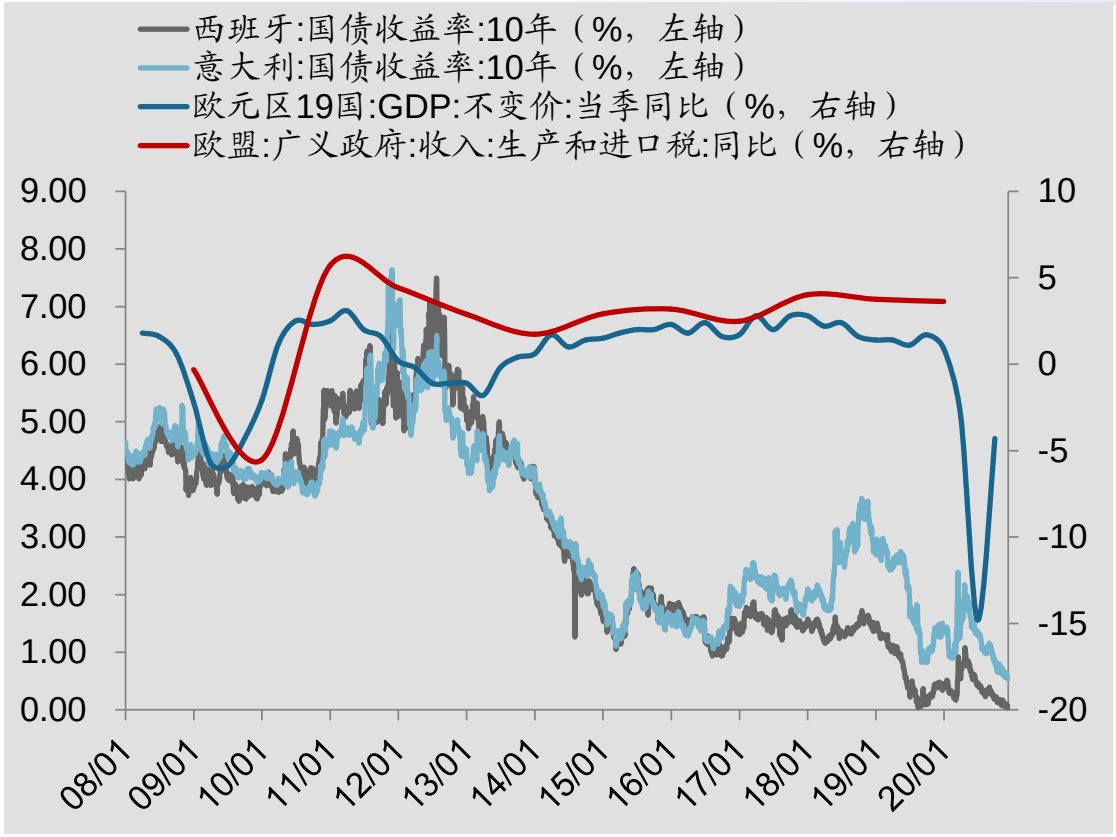


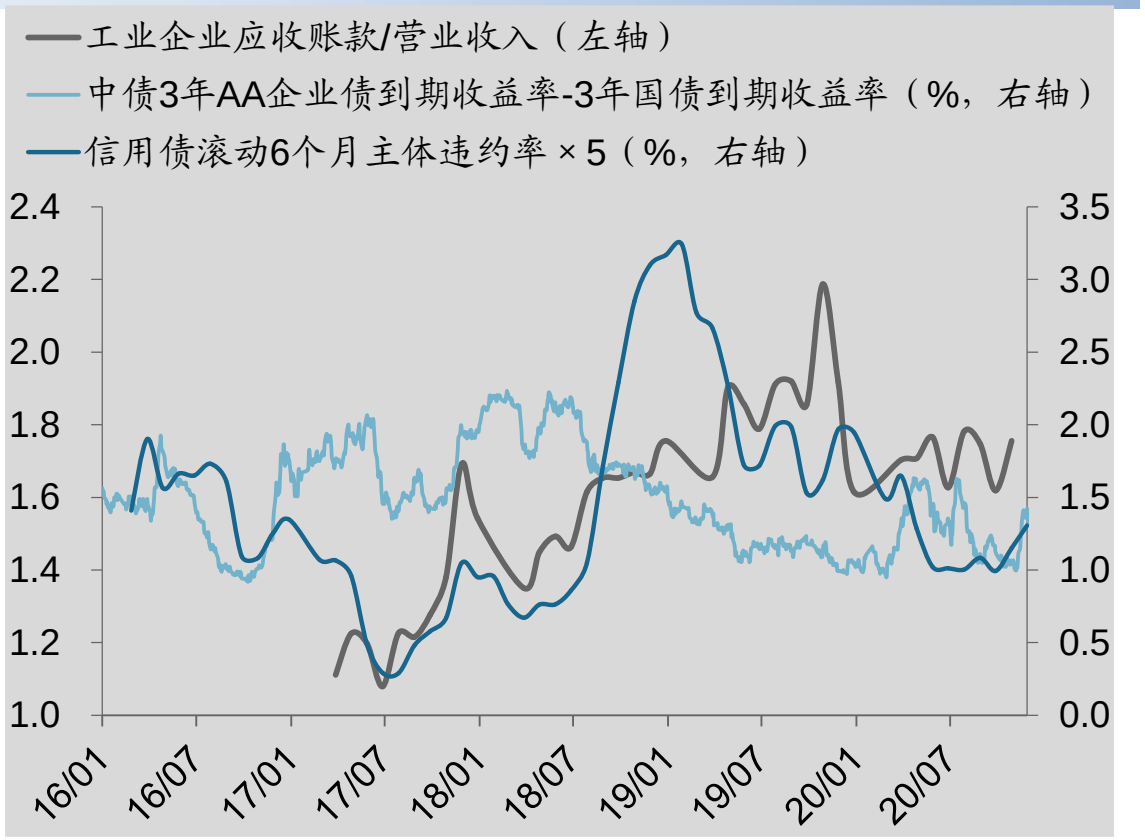
请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

信用风险：主权债务危机与企业债券违约

主权债务危机（欧债危机为例）：应对危机-财政刺激-赤字率上行-增长低于预期-税基缩减-债务危机-产出进一步下降。

企业部门：临时性财政、货币救助政策退出-利率上行-财务费用增加-企业应收账款增加-现金流紧张，信用风险扩大-传导至股市。

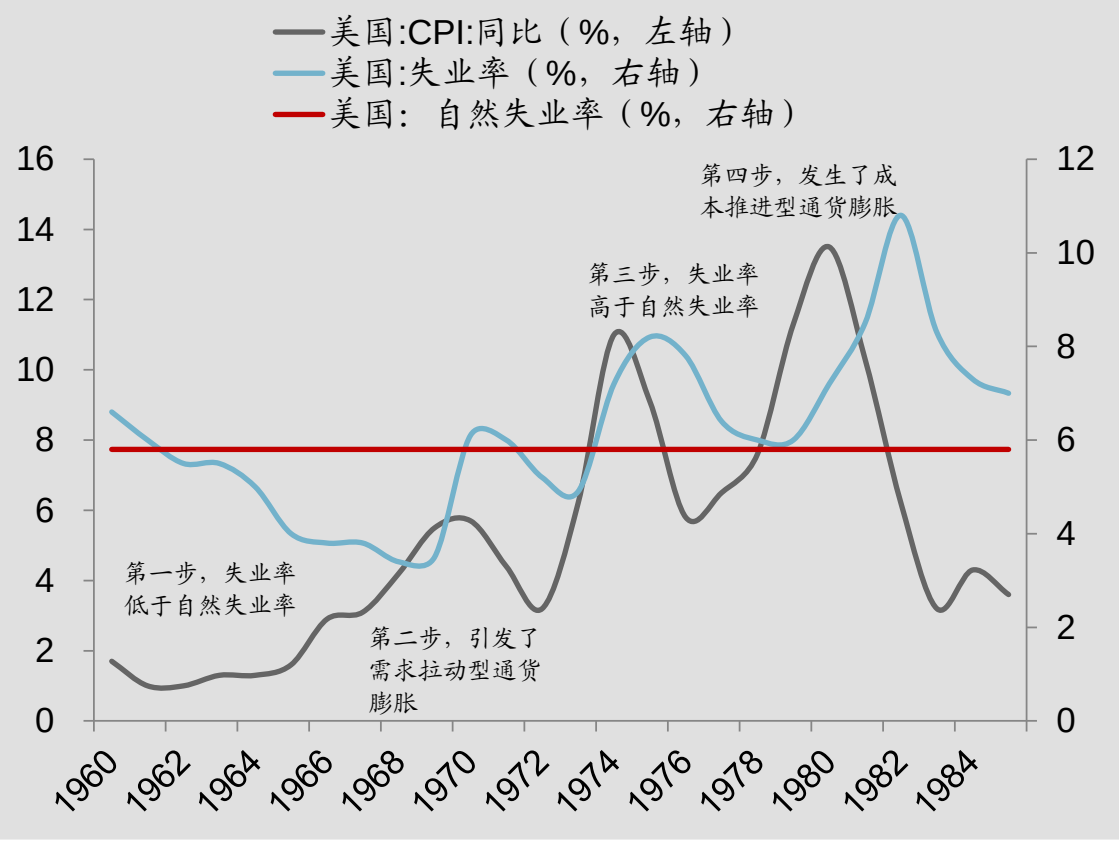


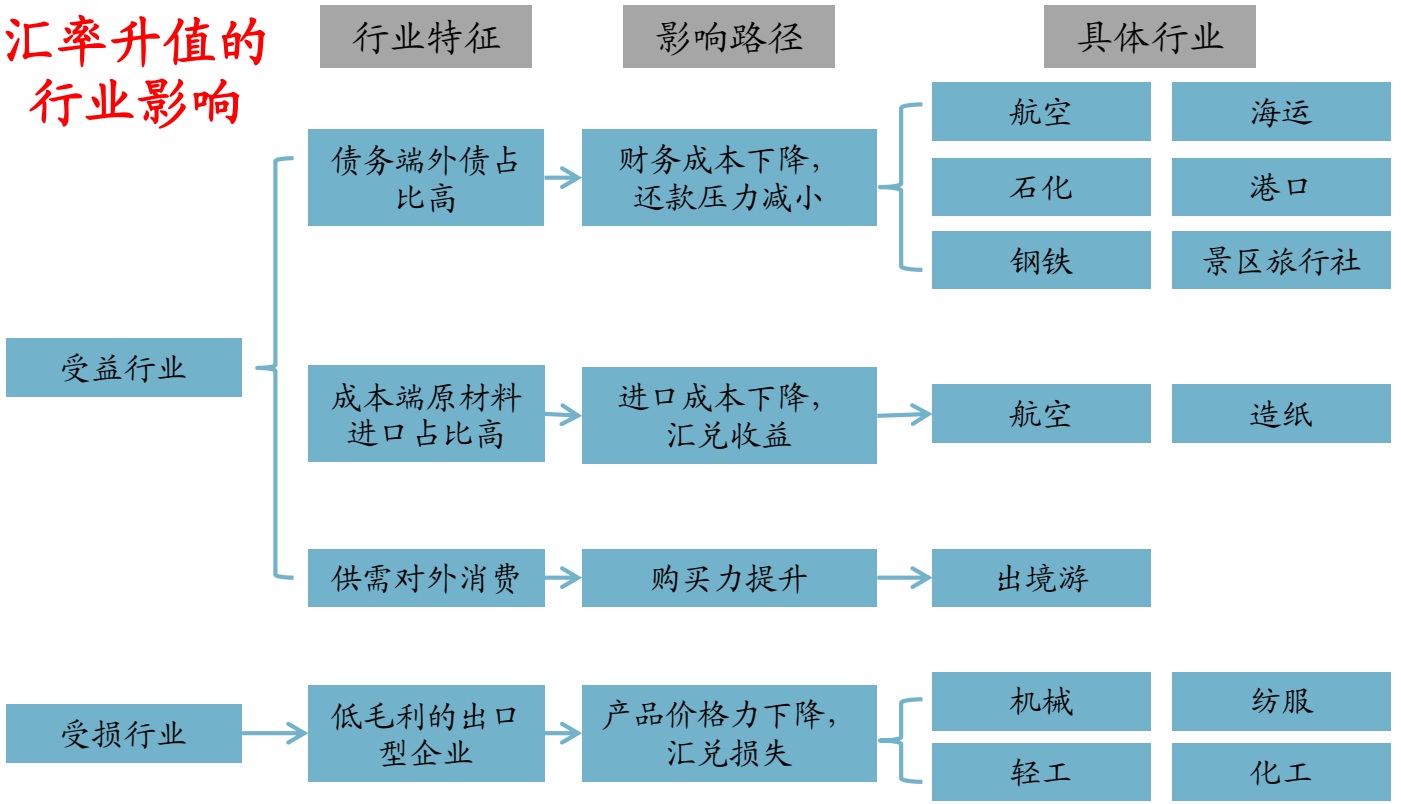


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

4.4 价格风险：通胀预期、汇率升值

央行的隐忧：高位通胀形成通胀扩散，广泛价格上涨，泰勒规则下更大幅度的名义利率提升才能抑制通胀。警惕供给侧（欧佩克、页岩油）造成的油价冲击。
出口上、汇率升：核心资产追捧，航空造纸受益、低毛利出口型企业受损。



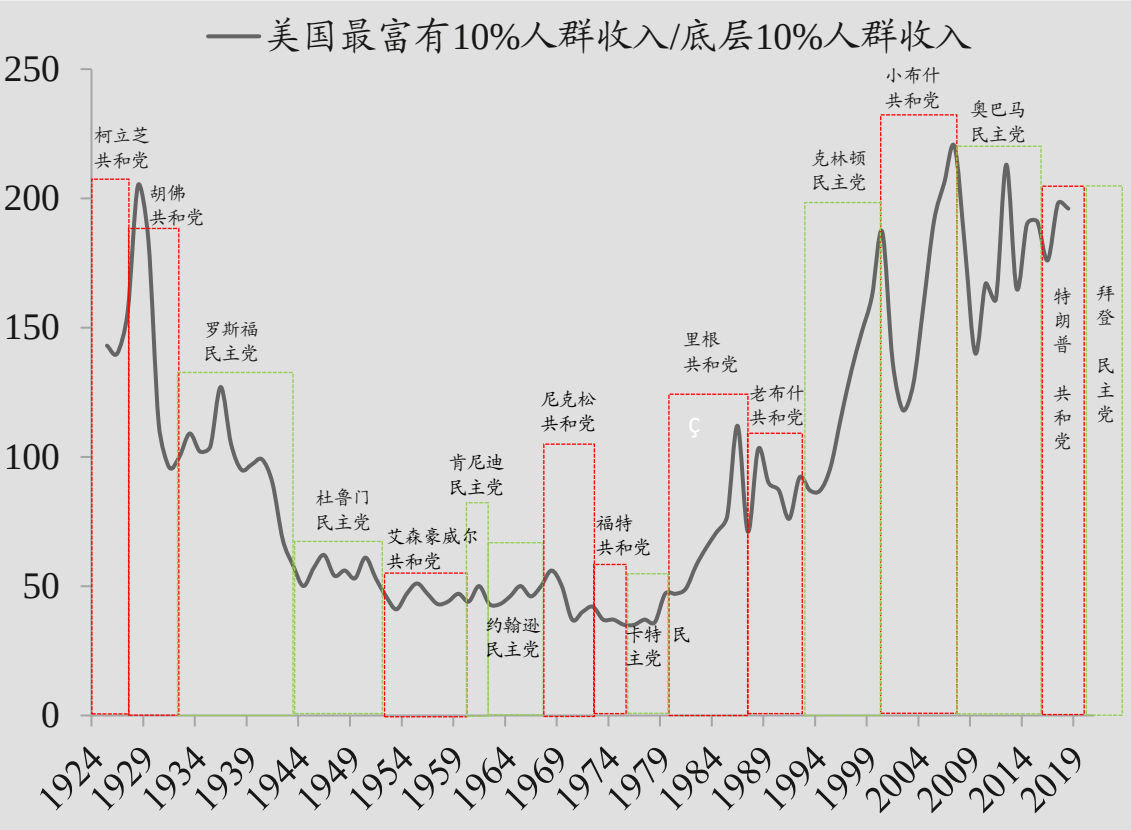


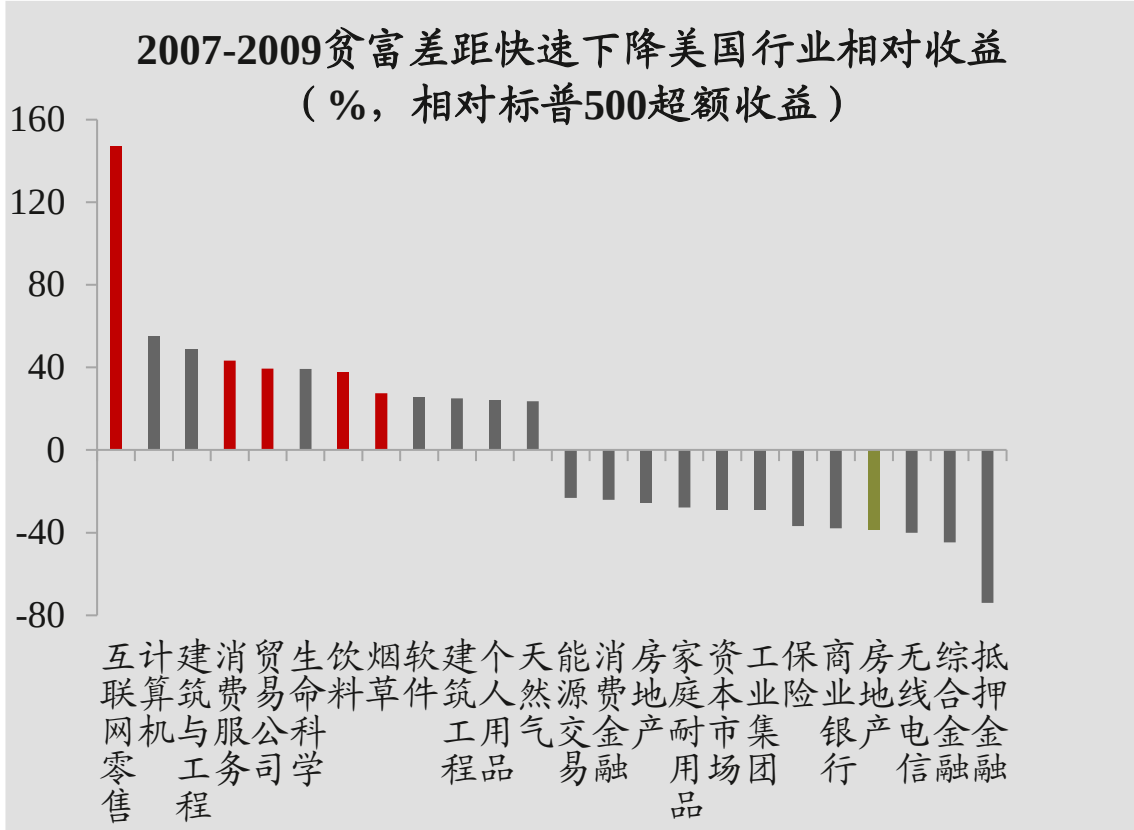
数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

政策风险：贫富差距扩大下的民生公平诉求

疫情拉大全球贫富差距：可选消费较必选消费更快复苏，带动需求回暖。
公平政策诉求显现：科技巨头反垄断、富人加税，创新与消费边际动力趋弱。

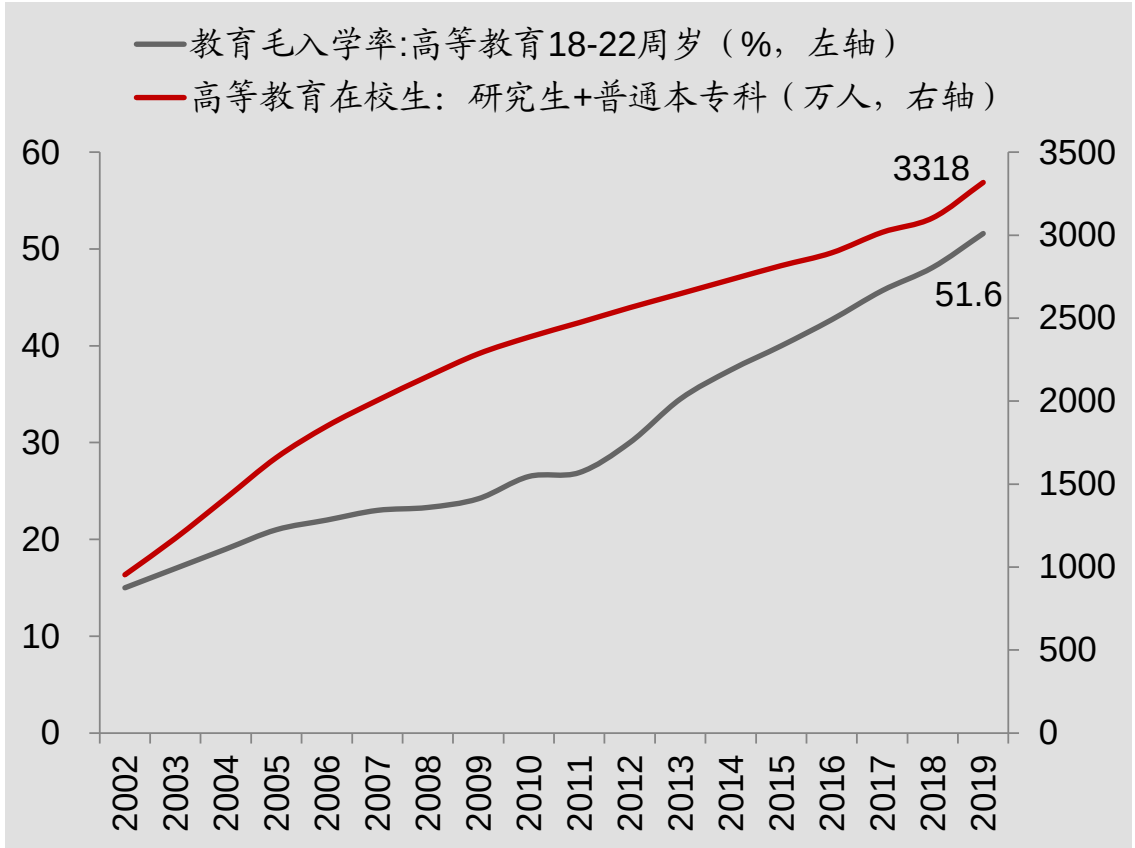




请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

4.6 制度红利：十四五释放增长潜力

抗疫红利：中国GDP增速率先实现正增长，未来三年是赶超窗口期。
工程师红利：2019年高等教育毛入学率达51.6%，工程师红利。
要素市场化配置：促进要素流动，提高配置效率，激发社会创造力和市场活力。



十四五规划建议框架及主要内容

- 总论
  - 新奋斗目标：全面建设社会主义现代化
  - 统筹：发展；安全
  - 三新：新发展阶段；新发展理念；新发展格局
  - 四个全面：建设社会主义现代化国家；深化改革；依法治国；从严治党
  - 五大发展理念：创新；协调；绿色；开放；共享
  - 经济社会发展目标：经济发展；改革开放；社会文明；生态文明；民生福祉；国家治理
- 分论
  - 科技创新；产业发展；国内市场；深化改革
  - 乡村振兴；区域发展；文化建设；绿色发展
  - 对外开放；社会建设；安全发展；国防建设

数据来源:Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明



1 基本面的超预期——通胀推升业绩

2 估值高位的风险——货币政策收紧

3 配置——通胀主题、消费、赛道、龙头

4 未充分定价因素——增长、信用、改革

5 风险提示

- 疫情突变、疫苗推广、接种不达预期；通胀快速上行并维持高位，货币政策超预期紧缩；全球财政刺激不及预期，经济增长乏力；国际关系恶化，贸易复苏延后。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

证券分析师：姚佩

执业证书：
S0600520090005

邮箱：
yaopei@dwzq.com.cn

研究助理：冯涵若

执业证书：
S0600119020001

邮箱：
fenghr@dwzq.com.cn

研究助理：张家琦

执业证书：
S0600119070011

邮箱：
zhangjiaqi@dwzq.com.cn

证券分析师：陈李

执业证书：
S0600518120001

邮箱：
yjs_chenl@dwzq.com.cn

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性： 预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持： 预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：(0512)62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园