谁来领增长？

2020 年 12 月 03 日

——2021 年年度策略-业绩篇

报告要点：

■ ①自上而下盈利预测模型：收入-名义 GDP/工业增加值、毛利率-PPI、费用-经营倾向/贷款利率。②宏观假设：2021 年上半年出口延续，下半年内需恢复，通胀预期加快归来。③量价齐升下 A 股盈利改善明确，预计 2021 年全部 A 股净利润同比 13.3%，全 A（非金融）16.9%。低基数使得节奏前高后低，全 A（非金融）Q1-Q4 单季度增速 100%、8%、3%、-2.7%。④周期受益经济复苏弹性更强，重点关注中下游制造及可选消费，盈利增速有望达 20%以上。

正文摘要

■ **盈利预测模型：2021 年业绩改善趋势明确。**①本文从利润表科目入手，寻找对应的宏观经济指标，自上而下搭建盈利预测框架：收入增速-名义 GDP/工业增加值增速、毛利率-PPI、费用-经营倾向/贷款利率，通过预测宏观指标并结合历史经验及当前趋势，合理假设报表数据。②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。③盈利是股价长期驱动力，工业企业贡献全 A（非金融）7 成以上盈利，高频的工业企业利润可为 A 股盈利预测提供指引。

■ **预计 20、21 年 A 股盈利增速 2.7%、13.3%。**①宏观经济假设：预计 2021 年，疫苗上市后全球经济复苏，需求接替供给推动出口继续回暖，国内就业改善、相关促消费政策落地，消费将成下半年经济稳定器，三种假设（悲观/中性/乐观）下名义 GDP 增速 10%、11%、13%；三季度以来原材料价格普遍上行，供需匹配叠加疫苗预期，通胀预期加快归来，PPI 有望快速转正，三种假设下 PPI 为 1.3%、1.8%、2.2%。②模型数据假设：根据预测框架及宏观假设，预计 2021 年全部 A 股（非金融）收入增速 12.5%、毛利率 19.5%、税金及附加占比收入 1.8%、销管研费率 9.75%、财务费用率 1.6%。③预计 2021 年 A 股盈利增速 13.3%，Q1-Q4 单季度增速分别为 40%、10%、5%、2.1%；全部 A 股（非金融）全年盈利增速 16.9%，Q1-Q4 单季度增速分别为 100%、8%、3%、-2.7%。

■ **周期受益经济复苏弹性更强，同时关注可选消费机会。**①各板块盈利周期驱动因素各异：科技-创新、周期-经济增长、消费-收入、金融地产-杠杆，周期占比非金融企业利润的 50%。②周期板块受疫情冲击最严重且恢复慢，2020 年前三季度盈利增速-8.61%，预计 20Q4-21Q1 上游行业受益原材料价格上涨，业绩弹性更强，往后看伴随疫苗落地及需求回补，中游到下游制造类行业业绩将逐步显现，2021 年盈利增速有望超 20%。此外可选消费同样值得关注，已经看到三季度以来汽车、家电销售出现持续回暖。**建议重点关注建筑建材、电气设备、机械设备，以及带有周期属性的汽车、家电等可选消费。**

■ **风险提示：**中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

证券分析师 姚佩
执业证号：S0600520090005
yaopei@dwzq.com.cn

相关研究

1、《策略周聚焦——跨年行情：通胀主题+可选消费》2020-11-29
2、《东吴策略·行业风火轮——PPI 回升阶段哪些行业受益》2020-11-27
3、《策略专题 20201124：基于货币乘数角度的美国通胀风险观察》2020-11-25
4、《东吴策略·市场温度计——外资顺周期，内资抱消费》2020-11-24
5、《东吴策略·行业风火轮——通胀预期有多强？》2020-11-20

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 盈利预测模型：2021 年业绩改善趋势明确 4
1.1. A 股盈利预测模型 4
1.2. 盈利是股价长期驱动力，工业企业占比高 7
2. 预计 20、21 年 A 股盈利增速 2.7%、13.3% 8
2.1. 2021 关键假设：出口回补内需扩大，经济复苏通胀归来 8
2.2. 预计 21 年 A 股净利增长 13.3%，节奏上前高后低 10
3. 周期受益经济复苏弹性更强，同时关注可选消费机会 13
3.1. 板块盈利驱动：科技-创新、周期-经济增长、消费-收入、金融地产-杠杆 13
3.2. 周期弹性更强，关注中下游制造及可选消费 14
4. 风险提示 16

图表目录

图 1：A 股盈利预测框架示意图 4
图 2：全部 A 股收入增速与名义 GDP 增速 5
图 3：全部 A 股收入增速与工业增加值增速 5
图 4：名义 GDP 增速与出口增速 5
图 5：工业增加值增速与出口增速 5
图 6：收入、盈利与库存周期 5
图 7：库存周期与美林时钟 5
图 8：工业企业利润与 PPI 6
图 9：全部 A 股（非金融）毛利率与 PPI 6
图 10：全部 A 股（非金融）销管研费率与 M2 增速 7
图 11：全部 A 股（非金融）销管研费率 7
图 12：全部 A 股（非金融）财务费用率与贷款利率 7
图 13：全部 A 股（非金融）所得税率变动 7
图 14：2001-2019 年 Wind 全 A 涨跌幅盈利及估值贡献度 8
图 15：全部 A 股（非金融）分产业利润构成 8
图 16：A 股盈利趋势与工业企业盈利趋同 8
图 17：全球经济增速将出现深蹲后的快速反弹 9
图 18：中国与主要发达国家汽车千人保有量对比 9
图 19：农村及城镇每百户大家电拥有量对比 10
图 20：三季度以来主要工业原材料出现较大涨幅 10
图 21：科技板块盈利受创新周期影响 13
图 22：周期板块盈利与经济增速 13
图 23：消费板块盈利与居民收入 14
图 24：金融地产板块盈利与杠杆率 14

表 1：全部 A 股盈利预测（亿元） 11
表 2：全部 A 股单季度归母净利润及增速预测（亿元） 12
表 3：分板块盈利预测情景分析 14
表 4：分行业盈利预测情景分析 15

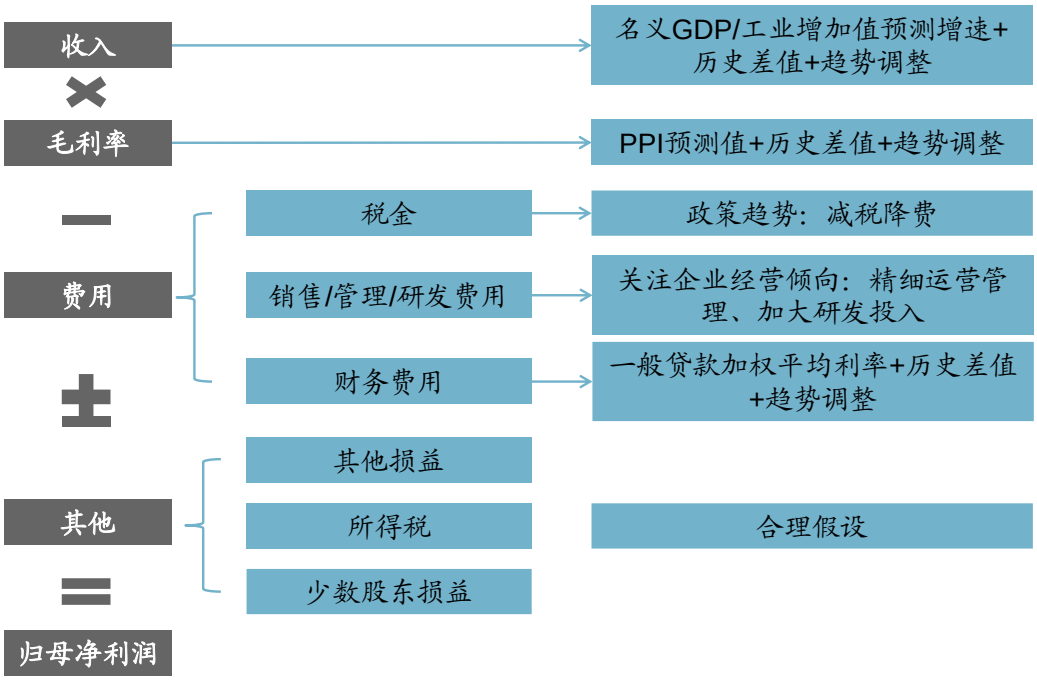
市场对 2021 年策略的一大担忧在于，流动性边际收紧预期下，相对较高的估值如何消化，这就使得 EPS 成为明年策略的关键假设。展望 2021 年，国内外新冠疫苗相继取得突破，全球经济复苏可期，叠加低基数效应，2021 年企业盈利多强？结构如何？我们年度策略——业绩篇，自上而下搭建 A 股盈利预测模型，就此展开讨论。

1. 盈利预测模型：2021 年业绩改善趋势明确

1.1. A 股盈利预测模型

本节从利润表科目入手，寻找宏观经济影响因素，自上而下搭建 A 股盈利预测框架。由于金融企业特殊的盈利模式及报表科目，本文预测模型将主要针对非金融企业。

图 1：A 股盈利预测框架示意图



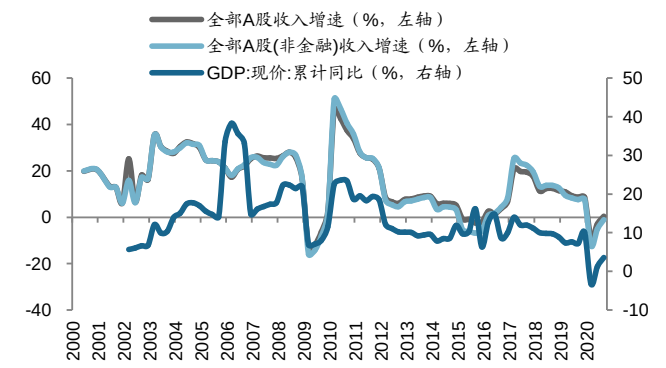
数据来源：东吴证券研究所绘制

收入端：预测名义 GDP/工业增加值增速，重视出口变动。上市公司作为各行业优质企业，其经营情况一定程度反映宏观经济表现，从历史经验来看，全部 A 股收入增速与名义 GDP 增速及工业增加值增速拟合度较高。需求方面，出口表现对宏观经济影响较为明显。因此，对于 A 股收入的预测可以从出口入手，落脚到 GDP/工业增加值的预测。展望 21 年，我们预计全球经济复苏带动出口需求增长，三种假设（悲观/中性/乐观，下同）下，我国出口增速为 7%、8%、10%，名义 GDP 增速为 10%、11%、13%，工业增加值增速为 7%、8%、10%。

库存周期看似有效，实则类似估值概念：同步、但不领先。库存周期是传统盈利预

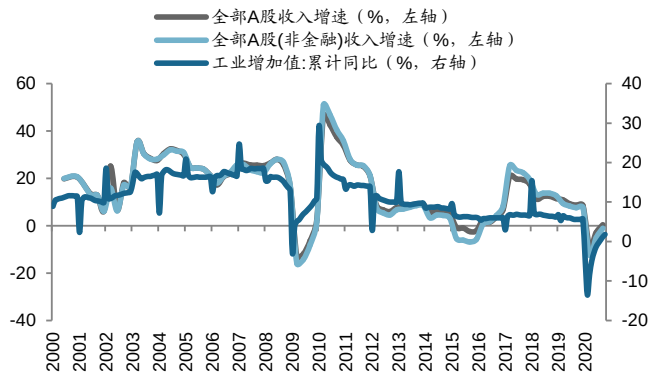
测框架跟踪的一项重要指标，但我们认为库存反映的是企业经营活动的最终结果，属于企业盈利的同步指标，类似于估值是市场定价行为的结果，从逻辑上讲不能通过直接预测库存变动来预测盈利趋势。

图 2：全部 A 股收入增速与名义 GDP 增速



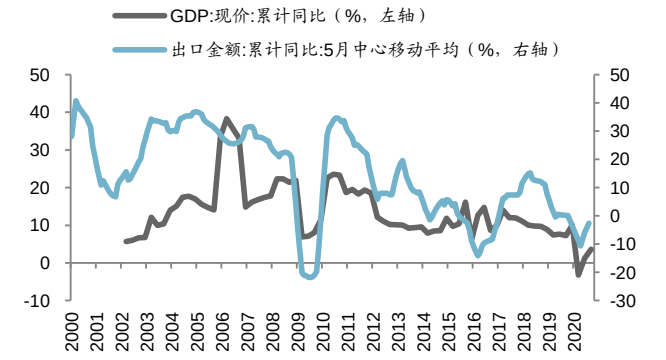
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 3：全部 A 股收入增速与工业增加值增速



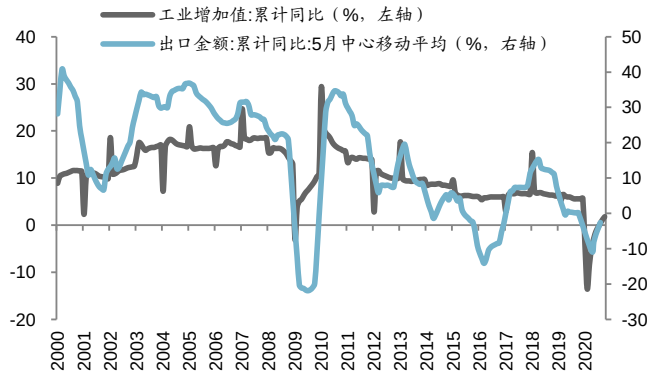
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 4：名义 GDP 增速与出口增速



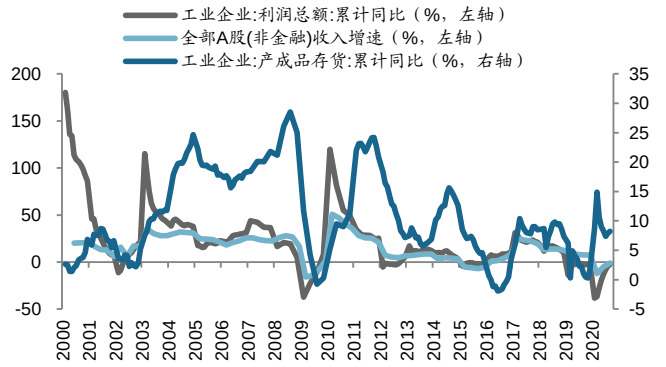
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 5：工业增加值增速与出口增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 6：收入、盈利与库存周期



数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 7：库存周期与美林时钟

经济表现	需求回升 库存下降	需求回升 库存回升	需求下降 库存回升	需求下降 库存下降
库存周期	被动去库存	主动补库存	被动补库存	主动去库存
美林时钟	复苏期	过热期	滞涨期	衰退期

数据来源：东吴证券研究所绘制

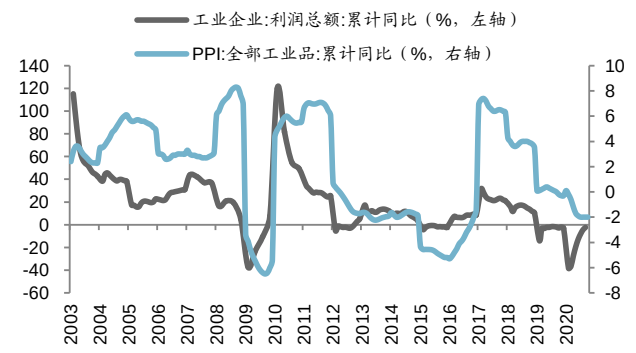
请务必阅读正文之后的免责声明部分

毛利率：PPI 预测变动趋势。企业毛利率反映产品经过内部加工处理后的增值程度，取决于销售收入及营业成本，属于价格指标，其中原材料采购成本为主要成本之一。对应地，PPI 是宏观经济重要的价格指标，衡量工业企业产品出厂价格变动，可以较好反映企业毛利率变动趋势。截至 2020 年 10 月，PPI 累计同比为-2%处于历史较低水平，我们预计 21 年三种假设下，PPI 为 1.3%、1.8%、2.2%。

费用端：把握关键驱动因素及企业经营倾向。企业经营费用主要包括税金及附加、销售/管理/研发费用及财务费用。①税金及附加，2011 年启动营改增试点至 2017 年正式取消营业税，A 股税金及附加占比收入由 2009 年 4%降至 2017 年 2.5%，近几年在全面减税降费政策推动下，继续降至 2020Q3 的 2.07%。②销管研费率，A 股（非金融）期间费用率（销管研）变动在 2017 年之前与 M2 增速较为一致，2015 年后两者走势出现背离。上市公司更加重视精细化运营管理，销售费用率基本维持在 4.25%附近，管理费用率由 5%左右降至 4%以下，研发投入明显加大。③财务费用率，目前 A 股上市公司银行借款在债务（借款+债券）中的占比仍然高达 84%，因此整体财务费用率变动与一般贷款加权利率走势较为拟合。

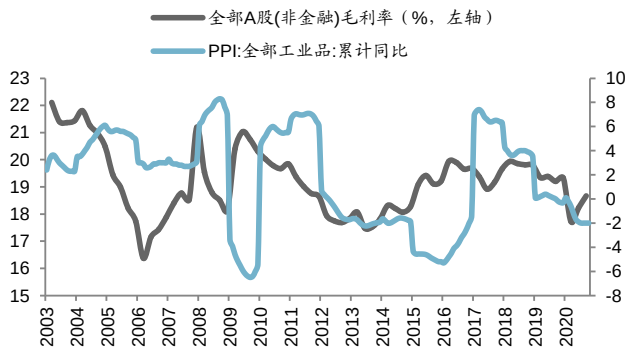
利润端：合理假设所得税率及少数股东损益占比。通过上述收入、毛利率及费用率预测，再考虑其他收益（投资收益、公允价值变动、资产减值、营业外收支等），即可得到利润总额，扣除所得税及少数股东损益得到归母净利润。近几年 A 股所得税率基本在 20%-24%的区间振荡，未来有望保持在略低于 25%（一般企业所得税率）的水平。少数股东损益方面，A 股投资并购不断增多，少数股东损益占比净利润不断提升，2019 年达到 15%，2020 年新《证券法》对上市公司收购管理作出进一步修订，预计少数股东损益占比将延续提升趋势。

图 8：工业企业利润与 PPI



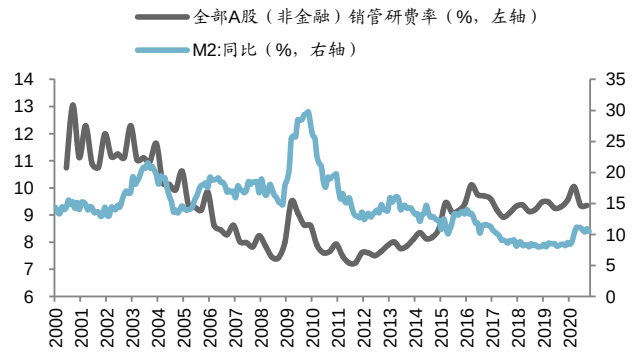
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 9：全部 A 股（非金融）毛利率与 PPI



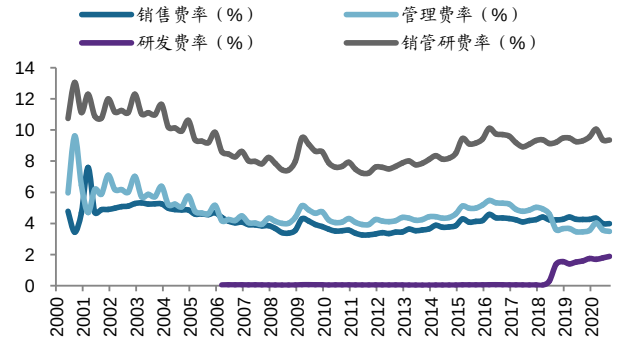
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 10：全部 A 股（非金融）销管研费率与 M2 增速



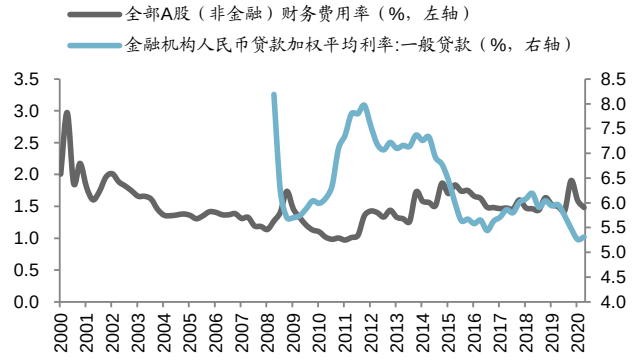
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 11：全部 A 股（非金融）销管研费率



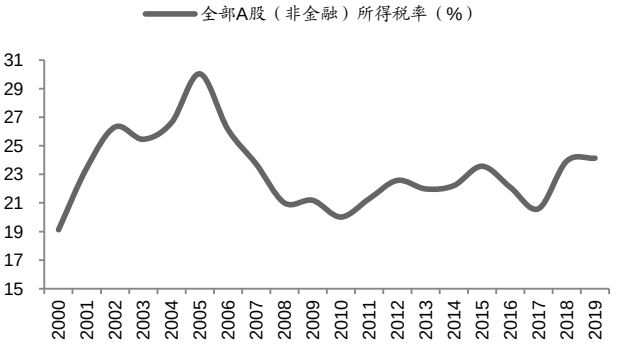
数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 12：全部 A 股（非金融）财务费用率与贷款利率



数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

图 13：全部 A 股（非金融）所得税率变动



数据来源：Wind，东吴证券研究所

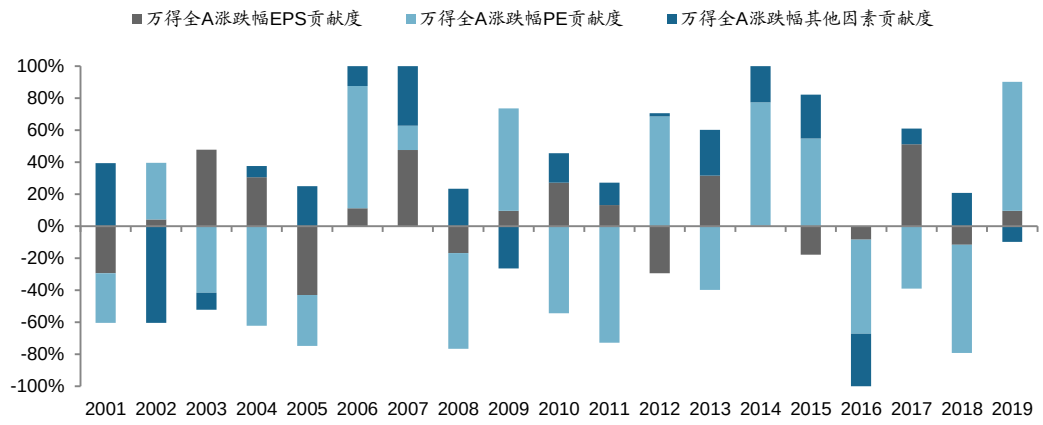
1.2. 盈利是股价长期驱动力，工业企业占比高

盈利是股价长期驱动力。以万得全 A 为例，2000-2019 年累计涨幅达到 175%，EPS 由 0.2 元增长 168%至 0.54 元，PE（TTM）则由 69 下降至 17.5。分年度来看，19 个年度中 EPS 上涨的年份有 11 年，有效支撑股价上涨或减少跌幅。长期来看，A 股估值体系逐渐回归理性，企业盈利驱动市值增长。但是 2014 年以来 A 股盈利增速明显放缓，背后是板块间盈利的分化及龙头公司估值溢价的提升，更深层次原因在于国内经济步入新常态及全球贸易形势变化，刚需性及升级性消费板块如食品饮料、落后产能出清板块如建筑建材等盈利持续改善，以及各行业龙头公司市占率稳步提升。

工业企业贡献 A 股（非金融）7 成以上盈利，高频指标提供较好指引。根据证监会行业分类及国家统计局三次产业划分，2019 年全部 A 股（非金融）利润结构中，第一产业贡献 1.81%，第二产业工业贡献 70.93%，占比整体呈下滑趋势但始终保持在 70%左右/以上，第三产业服务业占比提升至 27.26%。由于工业企业在 A 股利润构成中的较

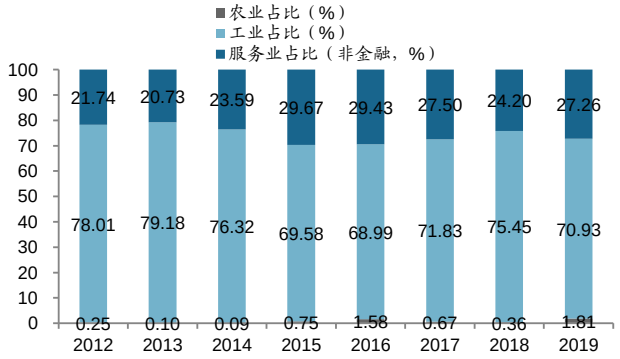
高比重，工业企业利润总额与 A 股盈利走势较为吻合，更高频的工业企业利润可为 A 股盈利预测提供较好指引。

图 14：2001-2019 年 Wind 全 A 涨跌幅盈利及估值贡献度



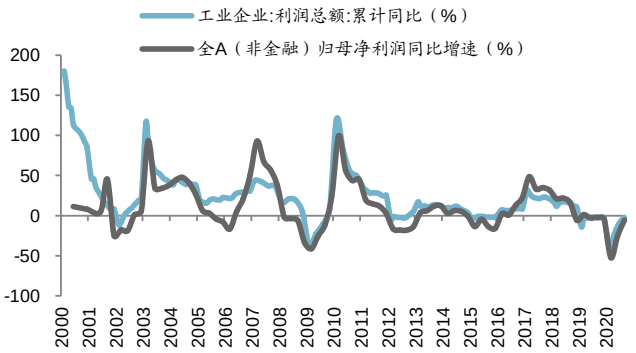
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 15：全部 A 股（非金融）分产业利润构成



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 16：A 股盈利趋势与工业企业盈利趋同



数据来源：Wind，东吴证券研究所，2020 年截至 Q3

2. 预计 20、21 年 A 股盈利增速 2.7%、13.3%

2.1. 2021 关键假设：出口回补内需扩大，经济复苏通胀归来

根据上述盈利预测框架，我们认为明年全球经济复苏带动出口需求回补，国内就业改善、扩内需促消费政策落地，原材料价格上行助推 PPI 回升，量价齐升将带动 A 股收入增速及毛利率改善，同时考虑上半年低基数效应，预计 2021 全年 A 股盈利增速 13.3%，Q1-Q4 单季度增速分别为 40%、10%、5%、2.1%；全部 A 股（非金融）全年盈利增速 16.9%，Q1-Q4 单季度增速分别为 100%、8%、3%、-2.7%。

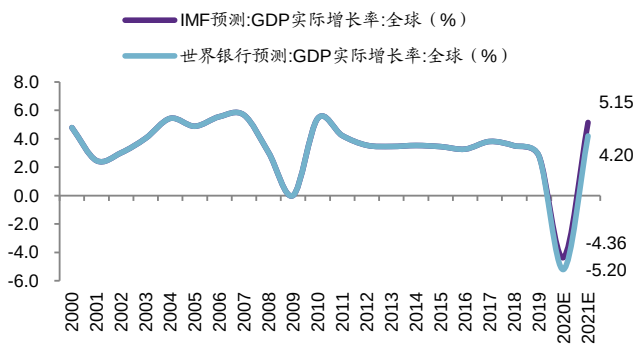
宏观经济假设

疫苗频传利好，出口有望回补。今年以来，在国内外疫情相继冲击的背景下，我国出口金额累计同比在 2 月达到-17.1%的历史低位，后降幅逐月收窄，并于 10 月回升至 0.5%的正区间，展现出较强韧性。展望明年，国内外新冠疫苗有望上市，全球经济复苏值得期待，需求接替供给推动我国出口继续回暖。

构建国内国际双循环，扩大内需促进消费。2020 年 5 月，中央政治局会议首次提出“构建国内国际双循环相互促进的新发展格局”，明确将拥有 1 亿多户市场主体、1.7 亿高等教育/专业技能人才、4 亿多中等收入群体的超大规模内需市场作为循环“主体”。截至 11 月已出台多项政策，涉及汽车、家电、家具等大宗消费，目前我国内需市场空间仍然巨大。三季度以来，早周期的可选消费已出现强劲复苏，展望明年，疫情后就业率上行，相关促消费政策逐步落地，消费有望成为下半年经济稳定器。

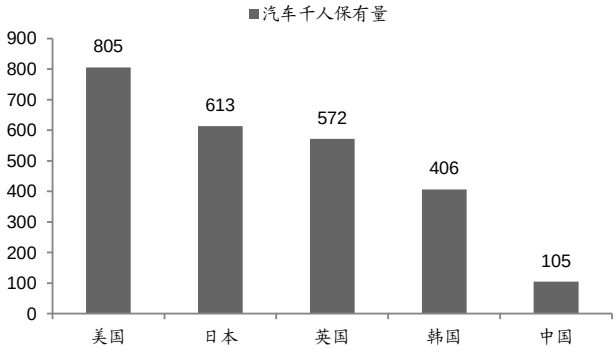
供需匹配，通胀预期加快归来。年初受疫情影响，主要原材料价格大幅下跌，但三季度以来出现普遍上行：原油价格上涨 14%，大类有色金属期货价格上涨超 15%，基本材料中水泥、玻璃分别上涨 5%、29%。目前市场普遍认为疫苗利好带来复苏预期，刺激价格上行，我们在前期报告《跨年行情：通胀主题+可选消费——策略周聚焦》研究发现全球需求及产能利用率已在快速回暖，实际的供需匹配推动价格上行。结合目前偏低的库存位置，我们认为未来 6 个月全球出口将共振向上，叠加疫苗预期，通胀预期会加速且更强烈的归来，PPI 有望快速转正。

图 17：全球经济增速将出现深蹲后的快速反弹



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：中国与主要发达国家汽车千人保有量对比

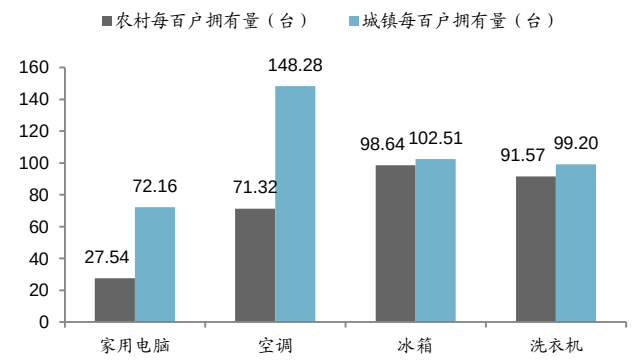


数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：美日英韩为 2015 年数据，中国为 2019 年数据

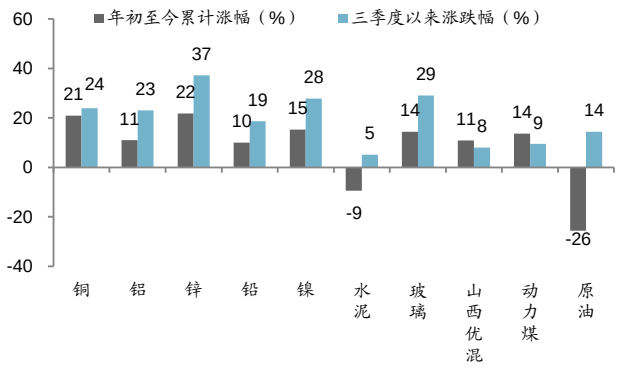
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 19：农村及城镇每百户大家电拥有量对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：三季度以来主要工业原材料出现较大涨幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：数据统计截至 20201128

模型数据假设

全 A（非金融）收入增速：20 年 3%、21 年 12.5%。首先，我们预计 2021 年中国名义 GDP 增速在三种假设下各为 10%、11%、13%，2002 年以来 A 股收入增速与 GDP 增速差值平均为 1.5pct，对应地我们预计三种假设下全 A（非金融）收入增速为 11.5%、12.5%、14.5%。

全 A（非金融）毛利率：20 年 19%、21 年 19.5%。上文分析到，PPI 中期有望继续回升，进而带动企业毛利率提升。我们预计 2021 年中国 PPI 在三种假设下各为 1.3%、1.8%、2.2%，2003 年以来 A 股毛利率与 PPI 之间差值平均为 17.5pct，结合毛利率变动趋势，预计三种假设下 A 股毛利率各 19.3%、19.5%、19.7%。

全 A（非金融）费用：21 年税金费率 1.8%，销管研费率 9.75%，财务费用率 1.6%。①税金及附加，2020 年 5 月政府工作报告明确指出“加大减税降费力度”，我们预计 A 股税金及附加占比收入将延续下滑趋势，20-21 年各为 2.1%、1.8%。②销管研费率，我们预计销售费用继续保持稳定，20-21 年各 4%、4.2%；管理费用率将略降，20-21 年各 3.5%、3.4%；研发费用率继续增加，20-21 年各 1.95%、2.15%。③财务费用率，央行货币政策下半年以来边际收紧，叠加信用债市场风险偏好下降，我们预计明年融资成本整体将会上升，三种假设下一般贷款加权利率各 6%、5.8%、5.5%，2015 年以来 A 股财务费率与贷款加权利率之前的差值平均为-4.2pct，对应地预计三种假设下 A 股财务费率各 1.8%、1.6%、1.3%。

2.2. 预计 21 年 A 股净利增长 13.3%，节奏上前高后低

根据上述主要假设，我们预计 2021 年全部 A 股（非金融）归母净利润增速在三种假设下各为 8.12%、16.94%、29.14%；预计金融板块净利润增速为 7.01%、10.39%、12.99%；对应全部 A 股净利润增速为 7.51%、13.32%、20.2%。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：全部 A 股盈利预测（亿元）

		2017	2018	2019	2020E	2021E		
全 A（非金融）						悲观	中性	乐观
收入及毛利率	营业收入	326854	378262	416310	428799	478111	482399	490975
	yoy（%）	19.5	12.6	7.7	3.0	11.5	12.5	14.5
	营业成本	262562	303366	335837	347327	385836	388331	394253
	毛利率（%）	19.7	19.8	19.3	19.0	19.3	19.5	19.7
费用	税金及其他	8280	9210	9637	9005	8606	8683	8838
	占比收入（%）	2.5	2.4	2.3	2.1	1.8	1.8	1.8
	期间费用	30447	35831	39782	40522	46616	47034	47870
	销售费用	13859	16114	17735	17152	20081	20261	20621
	管理费用	16439	13863	14780	15008	16256	16402	16693
	研发费用	149	5854	7267	8362	10279	10372	10556
	期间费用率（%）	9.3	9.5	9.6	9.5	9.8	9.8	9.8
	销售费用率	4.2	4.3	4.3	4.0	4.2	4.2	4.2
	管理费用率	5.0	3.7	3.6	3.5	3.4	3.4	3.4
	研发费用率	0.0	1.5	1.7	2.0	2.2	2.2	2.2
	财务费用	4766	5455	5957	6218	8606	7718	6383
	财务费用率（%）	1.5	1.4	1.4	1.5	1.8	1.6	1.3
	其他收益	2950	478	498	1000	800	1000	1300
所得税	利润总额	23750	24878	25595	26728	29248	31632	34932
	yoy（%）		4.7	2.9	4.4	9.4	18.3	30.7
	所得税	4890	5948	6188	6415	7019	7592	8384
	所得税率（%）	20.6	23.9	24.2	24.0	24.0	24.0	24.0
全 A（非金融）利润	**全 A（非金融）归母净利润**	**16680**	**16298**	**16475**	**17063**	**18449**	**19954**	**22035**
	yoy（%）	**31.6**	**-5.8**	**-4.1**	**3.6**	**8.1**	**16.9**	**29.1**
	净利润率（%）	5.1	4.3	4.0	4.0	3.9	4.1	4.5
非银金融	保险归母净利润	1451	1599	2723	2587	2846	2975	3104
	yoy（%）		10.2	70.3	-5.0	10.0	15.0	20.0
	占比全 A（%）	4.4	4.8	7.3	6.8	6.9	6.9	6.8
	券商归母净利润	947	594	1057	1691	2029	2114	2199
	yoy（%）		-37.3	77.9	60.0	20.0	25.0	30.0
	占比全 A（%）	2.8	1.8	2.8	4.4	4.9	4.9	4.8
全 A（非银行）	全 A（非银行）归母净利润	19320	18659	20441	18388	23524	25243	27538
	yoy（%）	30.4	-7.6	4.2	-5.7	27.9	37.3	49.8
银行	银行归母净利润	13910	14813	16727	16727	17563	18065	18400
	yoy（%）		6.5	12.9	0.0	5.0	8.0	10.0
	占比全 A（%）	41.9	44.2	45.0	43.8	42.7	41.7	40.1
金融合计	金融归母净利润合计	16550	17206	20725	21155	22638	23354	23902
	yoy（%）		4.0	20.5	2.1	7.0	10.4	13.0
	占比全 A（%）	49.8	51.4	55.7	55.4	55.1	53.9	52.0
全部 A 股	**全部 A 股归母净利润**	**33230**	**33504**	**37200**	**38218**	**41088**	**43308**	**45937**
	yoy（%）	**18.3**	**-2.1**	**5.5**	**2.7**	**7.5**	**13.3**	**20.2**

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：全部 A 股（非金融）营收增速及归母净利润增速、全部 A 股归母净利润增速选取剔除当年新上市公司影响的可比口径

分季度看，21Q1 增速高企，Q3-Q4 明显放缓。由于今年疫情冲击，2021 年 A 股盈利增速节奏将较往年明显不同，由于部分收入费用存在集中确认，因此从模型层面分季度拆分的难度较大，本文进行粗略预测。由于 20Q1 疫情冲击造成低基数，21Q1 利润增速必将高企，Q2 增速较为正常，20Q3-Q4 盈利滞后释放产生高基数，21 年下半年盈利增长压力较大，预计三种假设下将分别略降、持平、略增。

表 2：全部 A 股单季度归母净利润及增速预测（亿元）

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	8226	18349	31223	38218	10200	20829	34090	41088
yoy（%）	-20.3	-13.7	-1.8	2.7	24.0	13.5	9.2	7.5
全部 A 股（非金融）	2284	7829	15053	17063	3837	9715	16578	18449
yoy（%）	-50.3	-20.4	-0.4	3.6	68.0	24.1	10.1	8.1
单季度								
全部 A 股	8226	10123	12874	6995	10200	10629	13260	6998
yoy（%）	-20.3	-7.5	22.3	30.2	24.0	5.0	3.0	0.1
全部 A 股（非金融）	2284	5545	7224	2010	3837	5878	6863	1871
yoy（%）	-50.3	5.7	37.2	50.6	68.0	6.0	-5.0	-6.9
中性假设								
累计								
全部 A 股	8226	18349	31223	38218	11516	22652	36169	43308
yoy（%）	-20.3	-13.7	-1.8	2.7	40.0	23.4	15.8	13.3
全部 A 股（非金融）	2284	7829	15053	17063	4568	10557	17997	19954
yoy（%）	-50.3	-20.4	-0.4	3.6	100.0	34.8	19.6	16.9
单季度								
全部 A 股	8226	10123	12874	6995	11516	11135	13518	7138
yoy（%）	-20.3	-7.5	22.3	30.2	40.0	10.0	5.0	2.1
全部 A 股（非金融）	2284	5545	7224	2010	4568	5989	7441	1957
yoy（%）	-50.3	5.7	37.2	50.6	100.0	8.0	3.0	-2.7
乐观假设								
累计								
全部 A 股	8226	18349	31223	38218	12750	24392	38553	45937
yoy（%）	-20.3	-13.7	-1.8	2.7	55.0	32.9	23.5	20.2
全部 A 股（非金融）	2284	7829	15053	17063	5367	12021	19968	22035
yoy（%）	-50.3	-20.4	-0.4	3.6	135.0	53.5	32.6	29.1
单季度								
全部 A 股	8226	10123	12874	6995	12750	11641	14161	7384

yoy（%）	-20.3	-7.5	22.3	30.2	55.0	15.0	10.0	5.6
全部 A 股（非金融）	2284	5545	7224	2010	5367	6654	7946	2067
yoy（%）	-50.3	5.7	37.2	50.6	135.0	20.0	10.0	2.9

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：20Q1-Q3 盈利增速测算包含当年新上市公司影响，标蓝部分为单季度盈利增速假设。

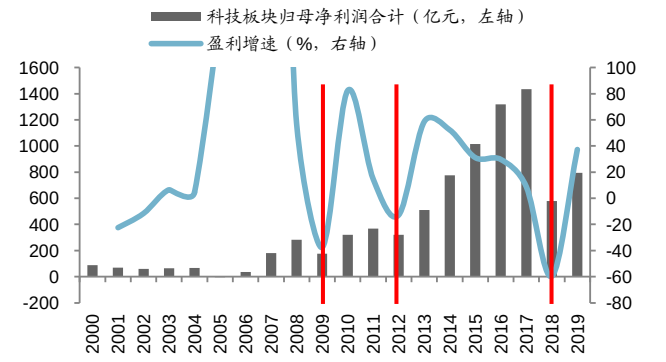
3. 周期受益经济复苏弹性更强，同时关注可选消费机会

3.1. 板块盈利驱动：科技-创新、周期-经济增长、消费-收入、金融地产-杠杆

A 股非金融板块净利润构成中，周期占比近半。2020 年前三季度金融板块（银行、非银）利润贡献达到 52%，非金融板块贡献 48%，其中地产占比 8%，周期板块（采掘、化工、钢铁、有色、建筑、建材、电气、机械、军工、公用事业、交运）占比 50%，消费板块（汽车、家电、纺服、轻工、商贸、农业、食品饮料、社服、医药）占比 31%，科技板块（电子、计算机、传媒、通信）占比 11%，周期性行业重要性仍然突出。

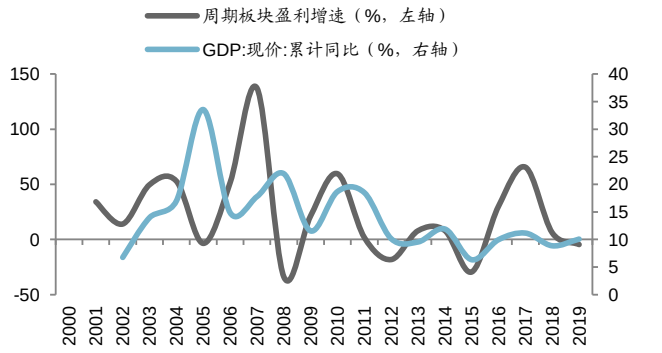
各板块盈利周期具有明显差异。①科技-创新，科技板块盈利与产业创新周期相关，2000 年至今共有 3 轮完整的盈利周期，分别对应互联网及无线通信普及、智能手机普及、4G 网络建设等时期，目前我国正处于 5G 建设高峰期及核心技术国产替代化推进阶段。②周期-经济增长，周期板块盈利具有明显的经济周期特征，与 GDP 增长趋势基本吻合。③消费-收入，消费板块盈利主要受居民收入（消费能力）增长的驱动。④金融地产-杠杆，金融地产作为典型的高杠杆行业，其盈利变动与宏观经济杠杆周期同步。

图 21：科技板块盈利受创新周期影响



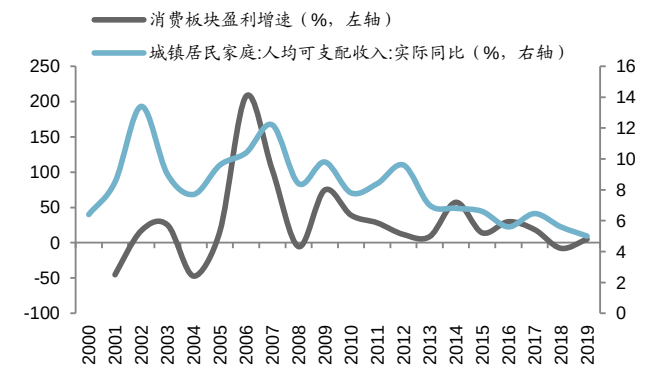
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：周期板块盈利与经济增速



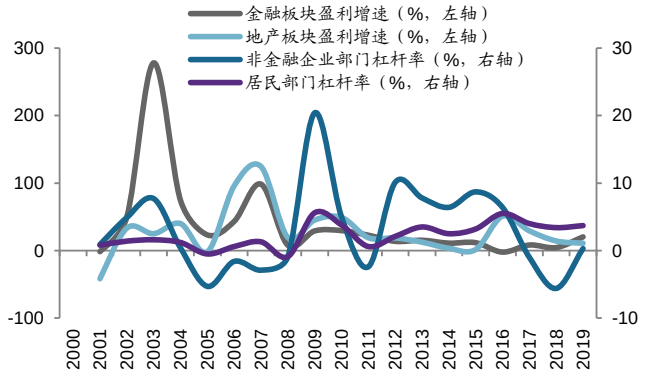
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：消费板块盈利与居民收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 24：金融地产板块盈利与杠杆率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 周期弹性更强，关注中下游制造及可选消费

周期盈利弹性更强，预计 21 年盈利增速 25%。周期性行业在疫情中受冲击最为严重，截至三季度净利润增速仍为-8.61%，我们预计明年全球经济有望迎来全面复苏，顺周期行业基本面将有大幅好转，同时叠加今年低基数效应，相关板块利润增速在中性假设下可达到 25%。消费板块在疫情中表现分化，食品饮料、医药等必选消费表现稳健，可选品类受到一定冲击，预计明年在扩内需促消费政策刺激下，家电、汽车、轻工家居等可选品类有望迎来增长。相对弱周期且受益疫情的科技板块在今年业绩突出，前三季度净利润实现 23%增长，预计明年业绩增速将有所放缓。

中下游制造及可选消费高增可期，盈利增速有望超 20%。从具体行业来看，我们预计 20Q4-21Q1 上游周期行业受益于原材料涨价，业绩弹性将更强，往后看伴随疫苗落地及需求回补，中游到下游制造类行业业绩将逐步显现，一方面经济复苏带动下游需求快速恢复，另一方面上游原材料价格上涨将传导至中下游产品价格，行业迎来量价齐升。此外可选消费同样值得关注，已经看到三季度以来汽车、家电销量出现持续回暖。自上而下板块判断，结合自下而上与行业分析师的沟通，以及万得一致预期得出 2021 年各行业盈利增速预测（见表 4）。**建议重点关注建筑建材、电气设备、机械设备，以及带有周期属性的汽车、家电等可选消费。**

表 3：分板块盈利预测情景分析

板块净利润增速（%）	2018	2019	2020Q3	2021E		
				悲观	中性	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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

消费	-7.1	4.2	9.3	4.8	12.0	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

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：周期、地产、消费、科技板块净利润增速通过各期合计净利润计算，其余板块选取剔除当年新上市公司影响的可比口径

表 4：分行业盈利预测情景分析

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

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：本表为自上而下板块判断，结合自下而上与行业分析师的沟通，以及万得一致预期得出的预测

4. 风险提示

中美关系恶化；宏观经济不及预期；历史经验不代表未来；预测与实际存在偏差。

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

